

# Dugoročno financiranje poduzeća Jadran - Galenski laboratorij d.d.

---

**Ganić, Daniela**

**Undergraduate thesis / Završni rad**

**2015**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Pula / Sveučilište Jurja Dobrile u Puli**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:137:492992>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-01-26**



*Repository / Repozitorij:*

[Digital Repository Juraj Dobrila University of Pula](#)



Sveučilište Jurja Dobrile u Puli  
Fakultet ekonomije i turizma  
“Dr. Mijo Mirković”

**DANIELA GANIĆ**

**DUGOROČNO FINANCIRANJE PODUZEĆA  
JADRAN – GALENSKI LABORATORIJ D.D.**

Završni rad

Pula, 2015.

Sveučilište Jurja Dobrile u Puli  
Fakultet ekonomije i turizma  
“Dr. Mijo Mirković”

**DANIELA GANIĆ**

**DUGOROČNO FINANCIRANJE PODUZEĆA  
JADRAN – GALENSKI LABORATORIJ D.D.**

Završni rad

**JMBAG:** 0264001338  
**Studijski smjer:** Menadžment i poduzetništvo  
**Predmet:** Poslovne financije  
**Mentor:** Izv. prof. dr. sc. Dean Učkar

Pula, prosinac 2015.

# SADRŽAJ

<b>1. UVOD</b>	<b>1</b>
<b>2. ODREDNICE FINANCIRANJA</b>	<b>3</b>
<b>2.1. Vrste financiranja</b>	<b>3</b>
<b>2.2. Ciljevi financiranja</b>	<b>5</b>
<b>2.3. Načela financiranja</b>	<b>5</b>
<b>2.4. Pravila financiranja</b>	<b>9</b>
<b>3. POJAM I ODREDNICE DUGOROČNOG FINANCIRANJA</b>	<b>13</b>
<b>3.1. Financiranje emisijom redovnih dionica</b>	<b>13</b>
3.1.1. Pojam i značajke redovnih dionica	14
3.1.2. Emisija redovnih dionica	14
<b>3.2. Financiranje emisijom povlaštenih dionica</b>	<b>17</b>
3.2.1. Pojam i odrednice povlaštenih dionica	17
3.2.2. Usporedba financiranja emisijom povlaštenih i redovnih dionica	18
<b>3.3. Financiranje emisijom obveznica</b>	<b>20</b>
3.3.1. Vrste i cijene obveznica	21
3.3.2. Usporedba financiranja emisijom obveznica i povlaštenih dionica	23
<b>3.4. Financiranje dugoročnim kreditima</b>	<b>24</b>
3.4.1. Pojam i razvoj kreditiranja	25
3.4.2. Prednosti i nedostaci kreditiranja	26
<b>3.5. Karakteristike leasinga</b>	<b>27</b>
3.5.1. Karakteristike operativnog leasinga	28
3.5.2. Karakteritike financijskog leasinga	28
3.5.3. Prednosti i nedostaci financiranja leasingom	29
<b>4. DUGOROČNO FINANCIRANJE U PODUZEĆU JADRAN – GALENSKI LABORATORIJ D.D.</b>	<b>31</b>
<b>4.1. Općenito o Jadran – Galenskom laboratoriju d.d.</b>	<b>31</b>
<b>4.2. Dugoročne obveze Jadran – Galenskog laboratorija d.d.</b>	<b>34</b>
<b>4.3. Financiranje vrijednosnim papirima u Jadran – Galenskom laboratoriju d.d.</b>	<b>36</b>
<b>4.4. Financiranje dugoročnim bankovnim kreditima u Jadran – Galenskom laboratoriju d.d.</b>	<b>37</b>
<b>4.5. Financiranje leasingom u Jadran – Galenskom laboratoriju d.d.</b>	<b>38</b>
<b>4.6. Kapitalna struktura bilance Jadran–Galenskog laboratorija d.d.</b>	<b>40</b>
<b>5. ZAKLJUČAK</b>	<b>45</b>
<b>LITERATURA</b>	<b>47</b>
<b>SAŽETAK</b>	<b>49</b>
<b>SUMMARY</b>	<b>50</b>

# 1. UVOD

U suvremenom društvu koje je obilježeno ubrzanim rastom cjelokupnog ljudskog znanja, razvoja tehnologije, i povećanih i istančanih ljudskih potreba poduzeća su prisiljena stalnim razvojem i ulaganjima zadržati svoju poziciju na tržištu. Iz tog razloga važno je permanentno pribavljanje potrebnih financijskih sredstava i vraćanje njihovim izvorima u skladu s poslovnim programom.

S obzirom na ročnost poduzeće se može kratkoročno, srednjoročno i dugoročno financirati. Dugoročno financiranje obuhvaća pozajmljivanje novčanih sredstava za vrijeme duže od pet godina. Ovaj oblik financiranja u većini slučajeva podrazumijeva i stjecanje imovine poduzeća, što ga razlikuje od drugih oblika financiranja. Pri dugoročnom financiranju (kao i drugim oblicima financiranja) potrebno je posebnu pažnju posvetiti visini potrebnih novčanih sredstava, dinamici njihova pribavljanja i vraćanja, mogućim izvorima i uvjetima financiranja, stupnju financijskog rizika te najboljoj kombinaciji izvora financiranja.

Problem istraživanja odnosi se na utvrđivanju korištenja pojedinih oblika dugoročnog financiranja u poslovanju poduzeća, s naglaskom na poduzeće Jadran – Galenski laboratorij d.d. Predmet istraživanja je istražiti teorijske značajke i aktualnosti vezane za dugoročno financiranje u Jadran–Galenskom laboratoriju te rezultate istraživanja primjereno prezentirati. Objekt istraživanja je dugoročno financiranje poduzeća Jadran–Galenski laboratorij d.d.

Svrha istraživanja je pobliže predstaviti teorijske značajke pojedinih oblika dugoročnog financiranja i njihovu primjenu na konkretnom poduzeću, Jadran–Galenskom laboratoriju d.d. Ciljevi istraživanja su istražiti instrumente dugoročnog financiranja u poduzeću Jadran–Galenski laboratorij d.d. te značaj dugoročnog financiranja za poslovnu uspješnost poduzeća i na sustavan i jezgrovit način prezentirati rezultate istraživanja u okviru završnog rada.

Podaci značajni za temu završnog rada obrađeni su uz pomoć sljedećih metoda znanstvenog istraživanja: povijesna metoda, metoda klasifikacije, metoda komparacije, metoda kompilacije, deskriptivna metoda, metoda analize i sinteze, te metoda indukcije i dedukcije. U uvodnom dijelu rada metodom klasifikacije te deskriptivnom metodom obrađeni su pojmovi i odrednice financiranja. Sam pojam dugoročnog financiranja obrađen je metodom analize te komparacijom. Iz Godišnjih izvješća saznali smo kronologiju i povijest Jadran - Galenskog laboratorija d.d. dok je preuzimanjem podataka upotrijebljena metoda kompilacije. Induktivna i

deduktivna metoda korištene su kod analize kapitalne strukture bilance te analize pokazatelja zaduženosti Jadran – Galenskog laboratorija d.d.

Sadržaj završnog rada podijeljen je u pet tematskih cjelina. Nakon Uvoda, u drugom dijelu, s naslovom Odrednice financiranja, dan je uvid u teorijske značajke financiranja. Pri tome je definirano financiranje te su istaknute njegove vrste s obzirom na uporabu različitih kriterija. Posebno je ukazano na ciljeve financiranja, načela kojima se pri financiranju treba rukovoditi kao i pravila koja je potrebno poštivati.

Trećim dijelom, s naslovom Pojam i odrednice dugoročnog financiranja, dan je uvid u temeljne značajke dugoročnog financiranja. Uz definiranje dugoročnog financiranja te isticanje njegovih prednosti i nedostataka istraženi su pojedini oblici dugoročnog financiranja: redovnim i povlaštenim dionicama, obveznicama, dugoročnim kreditima i leasingom. Isticanjem značajki svakog oblika dugoročnog financiranja ukazano je na njegove prednosti i nedostatke pri financiranju, te kada je poželjno financiranje pojedinim oblicima.

U četvrtom dijelu, s naslovom Dugoročno financiranje u poduzeću Jadran–Galenski laboratorij d.d. istraženo je financiranje dugoročnih projekata u poduzeću Jadran–Galenski laboratorij d.d. Kako bi se dala što detaljnija slika poduzeća, ukazano je na njegov povijesni razvoj. Također su istražene poslovne značajke poduzeća s posebnim naglaskom na analizi dugoročnih obveza. Dugoročno financiranje u poduzeću Jadran–Galenski laboratorij d.d. obuhvaća odgovarajuću kombinaciju financiranja vrijednosnim papirima, dugoročnim bankovnim kreditima i leasingom, pa je svaka od navedenih vrsta dugoročnog financiranja posebno je istražena, a rezultati istraživanja prezentirani su u okviru ovog dijela rada.

Na kraju završnog rada je Zaključak, u kojem se iznose saznanja do kojih se došlo obradom podataka relevantnih za ovaj završni rad.

## 2. ODREDNICE FINANCIRANJA

Kako bi se dao što detaljniji pregled temeljnih odrednica financiranja, u ovom dijelu završnog rada obrađuju se sljedeće tematske jedinice: 1) vrste financiranja, 2) ciljevi financiranja, 3) načela financiranja i 4) pravila financiranja.

### 2.1. Vrste financiranja

U najširem smislu financiranjem se misli na novac (Vukičević, 2006:15). U širem smislu financiranje obuhvaća dinamičan proces pribavljanja novca (kapitala), ulaganja novca u materijalnu, financijsku i drugu imovinu, vraćanje novca te dinamičan proces usklađivanja izvora financiranja s ulaganjima po obujmu i roku (Marković, 2000:5). Ako se poduzeće shvati kao financijski sustav, za financiranje se može reći da prožima sve faze poslovnog procesa. Da bi poslovni proces započeo potrebno je u prvom redu osigurati potrebnu količinu novca. Tim novcem nabavni menadžment osigurava potrebna sredstva za rad (strojeve, opremu i sl.), predmete rada (sirovine i materijal), radnu snagu itd. Potom, proizvodni menadžment organizira proizvodnju, a prodajni menadžment prodaju proizvedenih proizvoda i naplaćuje potraživanja od kupaca. S naplatom potraživanja završava se kružni tijek ciklusa proizvodnje.

S obzirom na ročnost, razlikuje se kratkoročno, srednjoročno i dugoročno financiranje. Kratkoročno financiranje obuhvaća pozajmljivanje novčanih sredstva na vrijeme do godine dana. Dakle, rok povrata kratkoročnih kredita je do jedne godine. Koristi se samo za financiranje povremene kratkotrajne imovine, jer njeno financiranje iz dugoročnih izvora uzrokuje veće troškove financiranja i može smanjiti profitabilnost poslovanja poduzeća (Kontuš, 2011: 446). Kratkoročni izvori novčanih sredstava koriste se češće, u odnosu na srednjoročno i dugoročno financiranje zbog prednosti koje proizlaze iz vremenskog čimbenika (Veselica, 1995:198). Kod ovog oblika financiranja lakše je osiguranje kredita. Općenito se smatra da plasman kapitala na par tjedana ili par mjeseci predstavlja manji financijski rizik od dugoročnog financiranja. Osim toga, cijena kapitala<sup>1</sup> kod kratkoročnih izvora u većini je slučajeva niža od cijene kapitala kod dugoročnih izvora. Kratkoročno

---

<sup>1</sup> Pod cijenom se podrazumijevaju kamate ili naknade koje dužnik plaća za korištenje vjerovnikova kapitala.

financiranje je i fleksibilno. Pod fleksibilnošću se podrazumijeva sposobnost poduzeća da, kad ima potrebe, osigura odgovarajuća novčana sredstva, te da ih vrati vjerovniku u ugovorenome roku, odnosno čim ta potreba prestane. Naime, poduzeća se stalno mijenjaju, što znači da se mijenjaju i njihove potrebe. Neophodne novčane potrebe, dnevne tjedne, mjesečne ili sezonske, obično se najpovoljnije mogu riješiti uzimanjem kratkoročnih financijskih kredita, a novčana sredstva ostvarena transformacijom pojedinih oblika “nepotrebne” imovine, mogu se upotrijebiti za podmirenje određenih kratkoročnih obveza. Dugoročno financiranje nije fleksibilno.

Kod donošenja odluke o korištenju kratkoročnih izvora financiranja potrebno je odabrati najjeftinije kratkoročne izvore, a razdoblje korištenja kratkoročnih kredita treba odgovarati razdoblju pomanjkanja novca kako se ne bi plaćale kamate duže nego što je potrebno i time ugrozila profitabilnost poduzeća (Kontuš, 2011: 448). Kod kratkoročnog financiranja potrebno je stalno usklađivati obujam i rok raspoloživosti kratkoročnih izvora u pasivi s obujmom i rokom kratkoročnih ulaganja u aktivi odnosno s kratkotrajnom imovinom (Marković, 2005: 72). Najčešći oblici kratkoročnog financiranja su: trgovački krediti, bankarski krediti, komercijalni papiri, factoring.

Srednjoročno financiranje uključuje dugu od 1 do 5 godina, a koristi se za financiranje trajnijih zahtjeva za sredstvima, primjerice, nadogradnji u potraživanjima i zalihama, kao i za osiguranje prilagodljivosti u razdoblju neizvjesnosti (Van Horne, 1993:503). Potreba korištenja srednjoročnog financiranja proizlazi iz činjenice da je rok uporabe trajne imovine duži od godine dana. Najpovoljniju mogućnost financiranja predstavlja u situaciji kada su stalne potrebe za sredstvima, a na tržištu vladaju nepovoljni uvjeti izdavanja dugoročnih instrumenata duga. Tako srednjoročni dug može poduzeću osigurati fleksibilnost u vremenskom rasporedu dugoročnog financiranja. Ipak, najvažnija korist od srednjoročnog financiranja je u tome što omogućuje kredite kada su očekivani novčani tijekovi takvi da se dug može stalno povlačiti kroz razdoblje od nekoliko godina.

Srednjoročno financiranje posebno odgovara manjim i srednje velikim poduzećima koja su dostigla zadovoljavajuću veličinu ili pak imaju odgovarajuću imovinu koju mogu koristiti kao instrument osiguranja povrata kredita. U oblike srednjoročnog financiranja ubrajaju se: bankarski krediti na rok duži od jedne godine, revolving krediti i krediti na rok duži od godine dana koji odobravaju osiguravajuća društva, financiranje putem najma.



Dugoročno financiranje upotrebljava se za nabavu dugotrajne fiksne aktive (Bennett, 1994:143). Razdoblje povrata je duže od pet godina. Detaljni prikaz dugoročnog financiranja dan je u sljedećim poglavljima.

## 2.2. Ciljevi financiranja

Cilj svrsishodnog financiranja su maksimiziranje financijskog rezultata poduzeća, odnosno profita i opstanak poduzeća. Taj cilj poduzeća ostvaruju stvaranjem vrijednosti, a u dioničkim društvima vrijednost se iskazuje tzv. vrijednošću redovnih dionica koja je rezultat triju glavnih odluka: odluke o ulaganju, odluke o financiranju i odluke o dividendi i zadržanoj dobiti (Vukičević, 2000:17). Kao pomoćni cilj financiranja navodi se jačanje financijske snage. Ona se može promatrati u kvantitativno i kvalitativnom smislu. Kvantiteta financijske snage odnosi se na obujam i vrijednost imovine, a iskazuje se kroz (Vukičević, 2000:18):

- materijalnu konstituciju – odnosi se na usklađenost kratkotrajne i dugotrajne imovine te usklađenost dugotrajne imovine s poslovnim zadatkom,
- financijsku konstituciju – odnosi se na usklađenost kratkoročnog i dugoročnog financiranja, usklađenost vlastitog i tuđeg kapitala te očuvanje financijske ravnoteže.

Kvantiteta financijske snage djeluje na solventnost, rentabilnost i novčane tijekove, te uvjetuje obujam poslovanja. Kvaliteta financijske snage odnosi se na sposobnost plaćanja svih obveza u roku, sposobnost kratkoročnog financijskog tekućeg poslovanja i dugoročnog financijskog razvoja. O kvaliteti financijske snage poduzeća ovisi mogućnost poslovanja.

## 2.3. Načela financiranja

Pri donošenju odluke o financiranju, potrebno je voditi računa o načelima financiranja. To su (Marković, 2000:11):

- *Načelo sigurnosti financiranja.* Poduzeće uglavnom ulaže u vlastiti, a može ulagati i u tuđe poslove. Ulaganjem u vlastiti posao poduzeće nosi i rizik ostvarenja negativnog financijskog rezultata odnosno gubitak imovine i kapitala. Rizik je moguće smanjiti smanjenjem stalnih (fiksni) troškova financiranja te jačanjem vlastitih izvora financiranja. Ulaganjem u tuđe poslove poduzeće se izlaže riziku nemogućnosti naplate kratkoročnih potraživanja (od kupaca, od ulaganja u vrijednosne papire i sl.) i dugoročnih potraživanja

(dani krediti, kupljene dionice). Rizik se može smanjiti prethodnom analizom i ocjenom boniteta i kreditne sposobnosti potencijalnih dužnika. Nemogućnošću naplate potraživanja poduzeće gubi supstanciju novčanih sredstava.

Načelo sigurnosti zahtijeva zaštitu vjerovnika poduzeća od rizika nemogućnosti naplate njihovih potraživanja. Vlastiti kapital poduzeća povećava sigurnost vjerovnika (veći vlastiti kapital, veća garancija supstancija). Rizik nemogućnosti naplate vjerovnika nastaje kada je gubitak poduzeća veći od vlastitog kapitala. Dok se to ne dogodi vjerovnici su zaštićeni. Načelo zahtijeva i formiranje vlastitog (temeljnog) kapitala dostatnog za sigurnost vjerovnika, a koji će rizik naplate potraživanja vjerovnika svesti na minimum.

- *Načelo stabilnosti financiranja.* Podrazumijeva sposobnost poduzeća da iz vlastitih izvora financira jednostavnu reprodukciju, te da iz vlastitih i pozajmljenih izvora financira proširenu reprodukciju (razvoj). Stabilnost financiranja mjeri se koeficijentom stabilnosti, koji stavlja u odnos dugotrajnu imovinu i dugoročne izvore. Poželjno je da omjer bude manji od jedan. Ovo načelo zahtijeva jačanje vlastitog kapitala. Veći udio vlastitog kapitala podrazumijeva i veću financijsku stabilnost. Poduzeće vlastiti kapital stvara emisijom dionica i zadržavanjem dobiti. Primjena ovog načela osigurava poduzeću dugoročnu financijsku ravnotežu i povećava financijsku snagu poduzeća, posebice njenu kvalitetnu komponentu (trajnu sposobnost financiranja).

- *Načelo likvidnosti.* U ozračju trgovinske razmjene pojam likvidan znači onu aktivu koja se brzo i bez većih napora i teškoća može upotrijebiti kao sredstvo plaćanja, ili pretvoriti u sredstvo za plaćanje (Anić, Klaić i Domović, 2002:712). To je sposobnost protoka likvidne imovine u kružnom tijeku, radi konačnog pretvaranja te imovine u novac. U teoriji i praksi češće je u uporabi likvidnost (protok) kratkotrajne imovine, a manje likvidnost dugotrajne imovine. Razlog tome je što kratkotrajna imovina znatno brže teče u poslovnom ciklusu trgovačkog društva od dugotrajne imovine. No, ponekad se govori i o likvidnosti dugotrajne imovine, posebice kada se ona izravno prodaje, kod prodaje dijelova poduzeća ili cijelog poduzeća. Likvidnost znači sposobnost trgovačkog društva da u svako doba slobodno raspolaže svim svojim posjedovnim dobrima (resursima), odnosno imovinom (Proklin, Proklin i Zima, 2010:3). Označava lakoću realizacije, odnosno sposobnost da se sredstva mogu brzo i lako pretvoriti u novac. To je, dakle, sposobnost nesmetanog odvijanja poslovnog procesa i podmirivanja obveza. Likvidnost je određena i uvjetovana odnosima stanja i kretanja nenovčane imovine.

- *Načelo solventnosti.* Za razliku od likvidnosti koja je određena tijekom nenovčane imovine, solventnost je određena tijekom novca i novčanih ekvivalenata, kao rezultat postignuća poduzetnikovih poslovnih, investicijskih i financijskih aktivnosti odnosno poduzetničkih pothvata (Anić, Klaić i Domović, 2002:1322). Solventnost se odnosi na ravnotežu ili neravnotežu između obveza koje se moraju podmiriti i raspoloživih sredstava za pokriće tih obveza. Praktično solventnost podrazumijeva pritjecanje dovoljne količine novca za podmirenje kratkoročnih obveza u određeno vrijeme tijekom poslovanja (Popović i Vitezić, 2000:381). Drugim riječima, solventnost je sposobnost pravovremenog udovoljavanja novčanih obvezama u roku dospijea pa se može govoriti i o likvidnosti na rok. Solventnost, dakle, podrazumijeva sposobnost plaćanja svih obveza (kratkoročnih i dugoročnih) u roku dospijea, pa i obveza prema vjerovnicima u slučaju bankrota iz likvidacijske mase. Prinosi koji proizlaze iz likvidacije imovine poduzeća predstavljaju vrijednost koja će se ostvariti iz likvidacijske mase formirane prodajom poduzeća ili njegove imovine (Perić, 2005:64). U skladu s tim, solventnost poduzeća može se shvatiti kao njegova sposobnost da raspoloživim novčanim sredstvima podmiri sve svoje dospjele dugove u rokovima njihova dospijea. Drugim riječima, poduzeće je solventno ako određenog dana ili u određenom razdoblju osigura da je: novac raspoloživ za plaćanje veći ili jednak obvezama dospjelim za plaćanje. Sposobnost plaćanja obveza u roku njihova dospijea mjeri se koeficijentom solventnosti koji treba biti 1 ili veći od 1.

- *Načelo rentabilnosti.* Rentabilnost se shvaća kao unosnost ili moć zarađivanja (Marković, 2000:12). Rentabilnost se odnosi na sposobnost poduzeća da ostvaruje određene prinose, odnosno ekonomske koristi (Ježovita, Žager, 2014:3). Prema načelu rentabilnosti, potrebno je ostvariti što veći financijski rezultat sa što manjim ulaganjima. Cilj poslovne politike i politike financiranja poduzeća je dugotrajna maksimalizacija financijskog rezultata (neto dobiti). Iskazuje se kroz odnos poslovnog rezultata odnosno profita i uloženog kapitala. Poduzeće teži ostvariti što više poslovnog rezultata uz što manje uloženog kapitala. Poduzeće je rentabilno kada se postiže pozitivan financijski rezultat. Mjeri se koeficijentom rentabilnosti kao omjerom poslovnog rezultata poduzeća i uloženog kapitala. (Marković, 2000:12). Pokazatelji rentabilnosti koji se koriste u donošenju odluka o financiranju poduzeća mjere uspjeh ostvarivanja zarada podzeća, a ukazuju na veličinu dobiti koju poduzeće ostvaruje u odnosu na veličinu angažirane imovine, odnosno na veličinu uloženoga kapitala.

U skladu sa time razlikuju se dva korištena pokazatelja rentabilnosti: rentabilnost imovine i rentabilnost vlastitog kapitala (Ježovita, Žager, 2014:3).

- *Načelo prilagodbe financiranja.* Nalaže poduzeću da u svom poslovanju osigura stalnu sposobnost prilagodbe posebice sposobnost pribavljanja dodatnog novca iz vlastitih i tuđih izvora financiranja. Ovo načelo podrazumijeva i sposobnost pribavljanja novca kratkoročnim zaduživanjem i osiguranjem novca iz kratkoročnih kredita, emisijom vrijednosnih papira i sl. Prilagodljivost financiranja ovisi o stanju na financijskom tržištu, bonitetu i kreditnoj sposobnosti poduzeća. Ovo načelo, također, mora omogućiti prijevremenu otplatu ukupnog duga ili dijela duga odnosno svođenje duga i plaćanja kamata na manju, prihvatljivu svotu (Marković, 2000:12).

- *Načelo rizika financiranja.* Poduzetnici se u svojem poslovanju susreću sa rizikom, koji se definira kao spremnost poduzetnika da ostvari gubitak od ulaganja, odnosno približno poznavanje nekoga stanja u kojem svaka odluka može imati za posljedicu niz određenih rezultata (Vukičević, 2000: 47). U praksi su moguća dva rizika financiranja (Marković, 2000:12): rizik vjerovnika da neće naplatiti svoja potraživanja i rizik od negativnog financijskog rezultata. Rizik vjerovnika da neće naplatiti svoja potraživanja obično je posljedica prezaduženosti poduzeća. Poduzeće u likvidaciji ne može ispuniti svoje obveze prema vjerovnicima, ako je rezultat njegov poslovanja gubitak veći od vlastitog kapitala. Veći vlastiti kapital i profitabilnost poduzeća omogućuju veću zaštitu poduzeća od rizika i nemogućnosti potraživanja vjerovnika. Rizik od negativnog financijskog rezultata većinom je posljedica smanjenja proizvodnje i prodaje, te pada prodajne cijene kao posljedica loše politike na tržištu. Sa smanjenjem stalnih troškova poduzeća rizik se smanjuje.

- *Načelo povoljne slike financiranja.* Slika financiranja poduzeća može se iščitati iz njegove bilance. Poduzeće ima zakonsku obvezu sastavljati financijske izvještaje: bilancu, račun dobit i gubitka, novčani tijek i dr. Na temelju podataka iz financijskih izvještaja ocjenjuje se bonitet i isplativost ulaganja u poduzeće. Javnost je posebice zainteresirana za: strukturu financiranja (struktura kapitala) glede vlasništva, strukturu financiranja glede omjera kratkoročnog i dugoročnog financiranja, omjer imovine i dugova, omjer kratkotrajne imovine i obveza (Marković, 2000:12). Veći udjel vlastitog kapitala dovodi do smanjenja rizika, zbog postojanja velike garancijske supstitucije. Glavni cilj načela povoljne slike financiranja je emitirati što bolje signale, po mogućnosti optimalnu sliku financiranja, kako bi se aktivirala javnost u korist poduzeća (Marković, 2000:12).

- *Načelo neovisnosti financiranja.* Ovo načelo omogućava osiguravanje neovisnosti poduzeća u financiranju i vođenju poslovne politike. Neovisnost poduzeća se povećava sa rastom udjela vlastitoga kapitala i smanjenjem udjela tuđega kapitala (Bujan, 2014:19). Neovisnost financiranja poduzeća se odražava i na slobodu korištenja založenih dijelova imovine, odnosno imovine koja je pod hipotekom i koja se ne može prodati sve dok se kredit ne vrati i dok se hipoteka ne otpiše. Dobar bonitet i kreditna sposobnost poduzeća rezultirati će slabijim zahtjevima kreditora za jamčevinom zbog manjeg rizika ulaganja, kao i odobrenjem kredita na osnovu boniteta i povjerenja. Stupanj neovisnosti poduzeća vezan je uz rentabilnost poduzeća i politiku razdiobe ostvarenog neto financijskog rezultata (Marković, 2000:13). Izbjegavanje poduzeća financiranja dugom kao posljedica straha od gubitka neovisnosti, može imati negativan utjecaj na rentabilnost. Razlog tome može se tražiti u negativnom utjecaju stalnih troškova na financijski rezultat ukoliko dođe do smanjenja obujma poslovanja i propuštene šanse ulaganja pozajmljenog kapitala u profitabilne investicijske projekte (Marković, 2000:13). Primjena načela neovisnosti stvaraju se pretpostavke osiguranja koristi za vlasnika te njegove neovisnosti u vođenju financijske politike kao dijela poslovne politike poduzeća.

#### **2.4. Pravila financiranja**

U ekonomskoj teoriji postoji određeni broj pravila kako bi se osigurala i održala financijska ravnoteža poduzeća. Sveobuhvatno se pravila financiranja dijele na (Marković, 2000:23): horizontalna i vertikalna pravila financiranja.

Horizontalna pravila financiranja ukazuju kakav treba biti odnos između pojedinih dijelova aktive (imovine) i pasive (izvora) kako bi se održala da bi se održala solventnost i rentabilnost poduzeća, odnosno odnos dugoročnih i kratkoročnih izvora sredstava prema kratkoročnim i dugoročnim ulaganjima U ova pravila ubrajaju se (Marković, 2000:23): zlatno bankarsko pravilo, zlatno bilančno pravilo, financiranje najdugoročnijih ulaganja i financiranje kratkoročnih ulaganja.

Zlatno bankarsko pravilo je utemeljio Hübner 1854. godine s ciljem održavanja likvidnosti banaka. Prema zlatnom bankarskom pravilu kredit koji neka banka može dati ne smije dovesti u pitanje ispunjenje njenih obveza, te mora odgovarati kreditu koji banka uživa, kako po iznosu tako i po kvaliteti. Promatrano sa stajališta poduzeća, ona svoje kratkoročne

izvore trebaju koristiti za ulaganja u kratkotrajnu imovinu, odnosno obrtna sredstva, a dugoročne izvore za ulaganja u dugotrajnu imovinu, odnosno osnovna sredstva. Posljedica prekomjerne ročne transformacije sredstava u poduzećima može biti (Marković, 2000:23): insolventnost (kratkoročni izvori financiranja prekomjerno se koriste za dugoročna ulaganja) i prekomjerna solventnost (dugoročni izvori se koriste za kratkoročna ulaganja, nepovoljno glede rentabilnosti poslovanja).

Zlatno bilančno pravilo se odnosi na dugoročno financiranje poduzeća. U užem smislu zlatno bilančno pravilo glasi: dugotrajna ulaganja u aktivi (u nematerijalnu, materijalnu, financijsku imovinu, u druga poduzeća, gubitak), osim ulaganja u stalnu kratkotrajnu imovinu, treba financirati iz dugoročnih izvora financiranja (temelnog kapitala, zadržanog dobitka, dugoročnih kredita). Prednost treba dati vlastitim izvorima radi rizika vjerovnika i očuvanja solventnosti (Marković, 2000:23). U širem smislu rečeno, dugoročna ulaganja (ulaganja u osnovna sredstva) trebaju biti financirana iz tzv. kvalitetnih izvora, odnosno iz dugoročnih i trajnih izvora financiranja. Ovo pravilo financiranja uvjetovano je dinamikom pretvaranja nenovčanih dijelova imovine u novčani oblik, odnosno načelom sigurnosti te načelima likvidnosti i solventnosti o kojima je prethodno bilo govora (Orsag, 1992: 31).

Financiranje najdugoročnijih ulaganja podrazumijeva financiranje u zemljište, dionice drugih poduzeća, banaka, trajne uloge u druga poduzeća, stalnu obrtnu imovinu (Marković, 2000:23). S obzirom na karakter tih ulaganja te da se ona nikom ne vraćaju i trajno ostaju u poduzeću, poželjno ih je financirati iz vlastitih izvora. Naime, tu se radi o sredstvima koja imaju stalni karakter u procesu reprodukcije zbog čega se u dugom vremenskom periodu pretvaraju u novčani oblik, zbog čega je nelogično i rizično ugovarati s vjerovnicima nekakvu bržu dinamiku povrata sredstava od dinamike njihova pretvaranja (Orsag, 1992:32). Dugoročna financijska ravnoteža i financijska stabilnost poduzeća može se očuvati ako se glavnica dugoročno pozajmljenog kapitala supstituira prirastom vlastitog kapitala iz financijskog rezultata (Marković, 2000:23).

Financiranje kratkoročnih ulaganja podrazumijeva financiranje ulaganja u kratkotrajnu imovinu koju treba financirati iz kratkoročnih izvora. Ova se ulaganja vraćaju i pretvaraju u novac najkasnije u roku od godinu dana koliko je i samo trajanje kratkoročnih izvora financiranja. Dugoročne izvore financiranja treba koristiti samo za financiranje stalne kratkotrajne imovine. S druge strane, primjena kratkoročnih izvora financiranja za financiranje stalne kratkotrajne imovine i dugotrajne imovine nije prihvatljiva sa aspekta

održavanja optimalne solventnosti, koja prema načelima solventnosti iziskuje da poduzeće kratkoročne izvore financiranja koristi samo za financiranje povremene kratkotrajne imovine (Kontuš, 2011: 446-447). Kada bi se kratkotrajna imovina (povremenog karaktera) financirala iz kvalitetnih (trajnih i dugoročnih) izvora, ta sredstva bi s vremenom bila neiskorištena. Istovremeno došlo bi do porasta troškova financiranja po jedinici pribavljenih sredstava (Orsag, 1992: 33)

*Vertikalna pravila financiranja* ukazuju kakav treba biti omjer pojedinih dijelova pasive, izvora financiranja po porijeklu (vlastiti i tuđi) i po raspoloživosti izvora (kratkoročni i dugoročni) (Marković, 2000:24). U ova pravila se ubrajaju (Marković, 2000:24):

- Omjer vlastitih i tuđi izvora financiranja (pravilo 1:1) – 100% samofinanciranje u gospodarstvu nije moguće. Poduzeća imaju svakodnevno različite obveze i time koriste tuđe izvore financiranja. Stoga je potrebno odrediti najveći udio tuđih izvora. Taj omjer treba biti 1:1. Znači da se s 50% treba financirati iz vlastitih izvora, a s 50% iz tuđih izvora. Tuđi izvori ne bi trebali biti veći od vlastitih. Ovim pravilom se osigurava: sigurnost povrata kapitala vjerovnicima, prihvatljivi troškovi financiranja, neovisnost poduzeća u vođenju poslovne politike i financijska prilagodljivost. Kada je taj pokazatelj manji od jedan poduzeće više koristi vlastite izvore financiranja, a kada je veći od jedan tada poduzeće svoje poslovanje više financira iz tuđih izvora financiranja (Ježovita i Žager, 2014: 3). Odnos vlastitih i tuđih izvora financiranja poznat je i pod nazivom financijska polugom. Zakon financijske poluge koristi se kada se odlučuje da li je povoljnije u financiranju koristiti vlastite ili tuđe izvore kapitala. U svrhu ocjene povoljnije slike financiranja koristi se pokazatelj rentabilnosti imovine i vlastitog kapitala, te se ocjenjuje da li je bolje koristiti tuđe ili vlastite izvore financiranja (Vukičević, 2000:54).

- Omjer vlastitog i pričuvnog kapitala – sigurnost poslovanja je veća ako poduzeće ima veći pričuvni (rezervni) kapital. On pruža veću sigurnost vlastitog kapitala i veću sigurnost povrata uloženog kapitala vlasnicima u slučaju likvidacije i prestanka rada poduzeća. Ne postoji jedinstven stav koliki omjer treba biti vlastitog i pričuvnog, ali prevladava mišljenje da taj omjer treba biti 1:1. (50%:50%). To znači da je potrebno 25% pričuvnog kapitala u odnosu na ukupni kapital poduzeća (vlastiti i tuđi). Pričuvni kapital se stvara raspoređivanjem dijela ostvarenog neto dobitka u pričuve. Akumuliranje kapitala je pored načela sigurnosti uvjetovano još i: zakonskom obvezom, statutarnom obvezom i pričuvom za pokrivanje raznih rizika.

U *ostala pravila financiranja* ubrajaju se: pravilo financiranja 2:1, pravilo financiranja 1:1 te pravilo o omjeru novca i kratkoročnih izvora (Marković, 2000:24).

Pravilo financiranja 2:1 još se u literaturi naziva “tekući odnos” (engl. current-ratio) ili “bankarski odnos” (engl. bankers ratio) (Marković, 2000:24). Ovo pravilo stavlja u odnos obrtna sredstva (kratkoročno vezana sredstva i zalihe) s kratkoročnim obvezama kao izvorima sredstava. Ovaj odnos trebao bi biti minimalno 2, odnosno da se za svake dvije kune kratkotrajne imovine uloži jedna kuna kratkoročnih obveza (Orsag, 1992:34-35). Prema ovom pravilu 50% obrtnih sredstava treba biti financirano iz kratkoročnih izvora, a drugih 50% iz dugoročnih izvora. Međutim, takvu strukturu financiranja nije moguće provesti u svim poduzećima, pa ono ne nailazi na širu primjenu.

Pravilo financiranja 1:1 (“acid-test) ili brzi odnos stavlja u odnos kratkoročno vezana sredstva, odnosno novac, trenutno unovčive vrijednosne papire i naplativa potraživanja sa kratkoročnim obvezama. Ovaj bi odnos trebao biti minimalno 1, iako se preferiraju veće vrijednosti od 1 (Orsag, 1992:33-34). Prema ovom pravilu svaka bi novčana jedinica kratkoročnih obveza trebala biti pokrivena jednom novčanom jedinicom likvidnih pojava oblika obrtnih sredstava.

Pravilom o omjeru novca i kratkoročnih izvora pokušava se normirati minimalna svota novca u odnosu na kratkoročne izvore financiranja koja bi osigurala solventnost poduzeća. Prema oštrijem varijanti poduzeća bi trebala držati 20% gotovine, a prema blažoj 12% gotovine (Marković, 2000:24). To znači da bi u prvom slučaju cijeli dug poduzeće moglo vratiti za 5 dana, a u drugom slučaju za 8,3 dana. Budući da kratkoročni dugovi ne dospijevaju tako brzo, jer se isplate obavljaju u prosjeku 15 dana i više u oba slučaja, primjena ovog pravila rezultirala bi presolventnošću poduzeća i prekomjernom pričuvom solventnosti.

Primjenom pravila financiranja poduzeće osigurava financiranje koje omogućava likvidnost, solventnost i rentabilnost poslovanja. Pri tome je potrebno voditi računa da pravila financiranja ne daju izravan odgovor na pitanje kako se poduzeće treba financirati u svakoj konkretnoj situaciji, pa se primjenjuju ovisno o danoj situaciji.



### **3. POJAM I ODREDNICE DUGOROČNOG FINANCIRANJA**

Kapital potreban za financiranje investicijskih mogućnosti poduzeće pribavlja putem financijskih institucija (koji djeluju kao posrednici između onih koji štede financijska sredstva i onih kojima su ta sredstva potrebna) putem investicijskih kredita ili emisijom vrijednosnih papira. Takvo financiranje s rokom dužim od pet godina dugoročno je financiranje. Izvori dugoročnog financiranja mogu biti (Veselica, 1995:85):

- 1) neročni (vlastiti) koji nemaju rok dospijea (kapital priskrbljen emisijom dionica ili iz financijskih rezultata) i
- 2) ročni (tuđi) koji imaju rok dospijea (kapital priskrbljen emisijom obveznica, dugoročnim kreditima i sl.).

Dugoročno financiranje obrađuje se u ovom dijelu završnog rada kroz sljedeće tematske jedinice: 1) financiranje emisijom redovnih dionica, 2) financiranje emisijom povlaštenih dionica, 3) financiranje emisijom obveznica, 4) financiranje dugoročnim kreditima i 5) leasing.

#### **3.1. Financiranje emisijom redovnih dionica**

Dionice su instrumenti udjela u trajnom kapitalu odnosno vrijednosni papiri o uložnim novčanim sredstvima u dionički kapital korporacije bez unaprijed određenog roka dospijea (Ivanović, 1997:429). Osnovna razlika između dionice i obveznice je što se obveznice zasnivaju na tipičnom kreditnom odnosu između emitenta i investitora, dok dionice predstavljaju vlasnički odnosno korporacijski vrijednosni papir koji njihovim vlasnicima ili donositeljima osigurava pravo udjela u idealnom dijelu vlasničke glavnice, koja predstavlja trajni kapital poduzeća, te na udio u ostvarenom neto dobitku poduzeća. Dionica se sastoji iz dva dijela. U prvom dijelu ili na plaštu dionice nalaze se svi bitni elementi dionice (Ivanović, 1997:429): oznaka da je dionica, oznaka vrste dionice, naziv i sjedište emitenta dionice, naziv i sjedište vlasnika dionice odnosno oznaku da glasi na donosioca, novčanu svotu na koju glasi dionica, broj emitiranih dionica, rokove za isplaćivanje dividende, mjesto izdavanja, datum izdavanja, serijski broj s kontrolnim brojem dionice, faksimil potpisa ovlaštenih osoba emitenta dionica te popis prava što proizlaze iz dionice. Drugi dio dionice sastoji se iz kuponskog arka s kuponima za isplatu dividende. On sadrži: redovni broj kupona za naplatu

dividende, broj dionice za koju se isplaćuje dividenda, faksimil potpisa ovlaštenih osoba emitenta dionice te talon za izdavanje novog kuponskog arka. Temeljna podjela dionica je na: redovne i preferencijalne.

### **3.1.1. Pojam i značajke redovnih dionica**

Obične ili redovne dionice predstavljaju prave vlasničke vrijednosne papire; predstavljaju idealne dijelove vlasništva dioničarskog poduzeća. To su certifikati o uložnim sredstvima u osnovnu vlasničku glavnicu poduzeća. Temeljem dionica njihovi vlasnici ostvaruju svoja vlasnička prava u poduzeću. Redovne dionice daju pravo sudjelovanja u upravljanju društva (pravo glasa i pravo sudjelovanja na skupštini, pravo na obaviještenost), na podjelu dobiti (pravo na dividendu), pravo na proporcionalni udjel u imovini društva u slučaju njegove likvidacije, pravo prvokupa u slučaju novog izdanja dionica, ograničenu odgovornost u slučaju likvidacije društva te ograničeni pristup poslovnim knjigama društva (Feldman i Obuljen, 1995:89). Sudjelovanje u dobiti određuje se prema udjelu u temeljnom kapitalu društva. Sve redovne dionice koje imaju istu nominalnu vrijednost moraju davati svojim imateljima jednaka prava i jednaku dividendu.

U Republici Hrvatskoj, redovne dionice, osim prava glasa i prava na dividendu, daju i pravo na isplatu iz dijela ostatka likvidacijske odnosno stečajne mase, odnosno iz onoga što ostane nakon provedenog postupka stečaja ili likvidacije, i to prema udjelu tih dionica u temeljnom kapitalu, kako prema nominalnom iznosu, tako i prema rodu. Redovne dionice ne mogu se izdavati u više rodova. Ako postoji više serija redovnih dionica, sve one čine isti rod, po načelu jednakosti između dioničara.

### **3.1.2. Emisija redovnih dionica**

Glavni motivi emisije (prodaje) redovnih dionica su sljedeći (Marković, 2000:87):

- *Temeljni kapital.* Primaran cilj emisije redovnih dionica je prikupljanje temeljnog (trajnog) kapitala za financiranje osnutka i razvoja dioničarskog društva. Temeljni dionički kapital predstavlja trajni (stalni) izvor financiranja dioničkog društva. To je najkvalitetniji izvor jer je trajno raspoloživ i ne vraća se nikome. Nasuprot tome, pozajmljeni kapital (dug) ima rok dospijeca u kojem se mora otplatiti. Stoga temeljni kapital predstavlja važnu

komponentu strukture kapitala dioničkog društva. On je posebice značajan za financiranje dugoročnih ulaganja i financijsku stabilnost društva.

- *Struktura kapitala.* Prodajom redovnih dionica društvo povećava temeljni kapital u pasivi. S povećanjem temeljnog (vlastitog) kapitala, uz nepromijenjeni pozajmljeni kapital, društvo povećava stupanj samofinanciranja, a smanjuje stupanj zaduženosti. Promjena strukture kapitala u korist temeljnog kapitala povećava prilagodljivost (fleksibilnost) financiranja društva, jer taj kapital omogućava privlačenje i korištenje pozajmljenog kapitala. Osim toga, povećanje temeljnog kapitala pomiče dugoročnu financijsku ravnotežu u korist dugoročnih izvora, koja je važna pretpostavka likvidnosti i solventnosti društva.

- *Solventnost.* Svaka prodaja redovnih dionica za gotovinu povećava novac u aktivi u protuvrijednosti prodanih dionica i temeljni dionički kapital u pasivi. Ovi novčani primici povećavaju likvidnost imovine i solventnost društva, jer se s naplatom struktura likvidnih sredstava pomiče prema najlikvidnijem sredstvu, prema novcu. Stanje prekomjerne solventnosti traje sve dok se prikupljeni kapital ne uloži u namjenu zbog koje je i obavljena emisija. U slučaju da se naplata prodanih dionica ne obavlja u novcu, nego u stvarima ili pravima, društvu se ne povećava gotovina, nego materijalna i druga imovina.

- *Profitabilnost.* Ako se prikupljeni dionički kapital uloži u profitabilna ulaganja, to dovodi do povećanja neto dobitka i profitabilnost. U prilog tome ide činjenica da temeljni kapital ne uzrokuje izravne troškove financiranja u vidu kamata, kao što je to slučaj kod financiranja dugom. Ako dioničko društvo izda nove dionice, a pritom ne poveća neto dobitak, tada se temeljni kapital samo fiktivno povećava, odnosno "razvodnjava". To je znak da kapital nije uložen u profitabilna ulaganja. Budući da se ne povećava neto dobitak, smanjuje se dividenda po dionici ili zadržani dobitak, jer se nepromijenjeni neto dobitak dijeli na veći broj izdanih dionica. Međutim, smanjenje dividende po dionici izaziva pad prihoda dioničara, pad tržišne cijene dionica, prodaju dionica. Zbog toga je od posebne važnosti da se emisijom dionica priskrbljuje dodatni (novi) dionički kapital kada postoje mogućnosti za profitabilna ulaganja.

Prema osnovnoj namjeni emisija redovnih dionica može biti (Marković, 2000:89):

- *Emisija osnivačkih dionica.* Odluku o izdavanju osnivačkih dionica donose osnivači društva. Glavni cilj emisije ovih dionica je prikupljanje potrebnog temeljnog kapitala za osnutak i početak rada društva. Prodaja osnivačkih dionica se obavlja u pravilu po nominalnoj vrijednosti, a na taj način društvo priskrbljuje gotovinu u aktivi i početni temeljni kapital u

pasivi. Važno je da se prodajom osnivačkih dionica osigura potreban iznos početnog, temeljnog kapitala.

- *Emisija novih dionica.* Glavni razlog izdavanja novih dionica je prikupljanje dodatnog (novog) kapitala za financiranje razvojnih programa dioničkog društva. Svaka prodaja novih redovnih dionica povećava ukupan temeljni dionički kapital, broj emitiranih dionica, a time i broj glasova u skupštini dioničara. To izaziva promjene u upravljanju društvom ovisno o broju kupljenih novih redovnih dionica.

Osim navedenih emisija može se govoriti i o emisiji “laganih” dionica usitnjavanjem i emisiji teških dionica “okrupnjavanjem” (Marković, 2000:89).

- *Emisija “laganih” dionica usitnjavanjem.* Usitnjavanje dionica je specifična vrsta emisije s kojom se broj redovnih dionica povećava sukladno utvrđenom omjeru usitnjavanja. Dioničko društvo usitnjava dionice kada želi smanjiti tržišnu cijenu redovnih dionica i omogućiti malim dioničarima njihovu kupnju, s tim da cijela operacija usitnjavanja dionica djeluje neutralno na temeljni dionički kapital odnosno na financiranje društva.

- *Emisija “teških” dionica okrupnjavanjem.* Okrupnjavanje dionica je specifična vrsta emisije “teških” dionica, kojom se broj “laganih” dionica smanjuje sukladno omjeru okrupnjavanja. Okrupnjavanjem dionica u omjeru “1 za 5”, broj redovnih dionica smanjuje se za 5 puta. Vlasnik 100 dionica će nakon operacije okrupnjavanja imati samo 20 dionica, ali nepromijenjene ukupne nominalne vrijednosti. Dakle, za svakih pet “laganih” dionica dioničar će dobiti jednu “tešku” dionicu, pa se nominalna vrijednost jedne dionice povećava za pet puta, a time i tržišna cijena dionice. Pritom se zadržava nepromijenjen iznos temeljnog kapitala. To je rezultat međusobnog neutraliziranog učinka peterostrukog smanjenja broja emitiranih dionica uz istovremeno peterostruko povećanje nominalne vrijednosti dionice.

Dioničko društvo okrupnjava redovne dionice onda kad želi povećati tržišnu vrijednost (cijenu) dionica i premjestiti ih u više područje trgovanja. Okrupnjavanje dionica emitira negativan signal investitorima koji često dovodi do pada tržišne cijene dionica u razdoblju oko datuma najave, uz nepromijenjene vanjske okolnosti. Zbog toga treba dobro promisliti prije donošenja odluke o okrupnjavanju dionica (Marković, 2000:90).

Glede dioničara, usitnjavanje i okrupnjavanje dionica predstavlja čistu “kozmetiku”, jer se tim operacijama ne mijenja njihov udio u vlasništvu i upravljanju dioničkim društvom.

### **3.2. Financiranje emisijom povlaštenih dionica**

Osim emisijom redovnih dionica, poduzeće može financirati svoje poslovanje emisijom povlaštenih dionica. U ovom dijelu završnog rada emisija povlaštenih dionica prikazana je kroz sljedeće tematske jedinice: 1) pojam i odrednice povlaštenih dionica i 2) usporedba financiranja emisijom povlaštenih i redovnih dionica.

#### **3.2.1. Pojam i odrednice povlaštenih dionica**

Engleski termini za povlaštene dionice su „*preferred stocks*“ i „*preference shares*“.<sup>2</sup> Oba izraza upućuju na određeni preferirani odnosno povlaštenu položaj takvih dionica. Naime, one svojim vlasnicima omogućuju određene prednosti odnosno izvjestan privilegirani položaj u odnosu na vlasnike redovnih dionica (Ivanović, 1997:429). U povlaštena prava koja preferencijalne dionice omogućuju svojim vlasnicima ubrajaju se, primjerice pravo na dividendu u nekom unaprijed utvrđenom iznosu ili u postotku nominalne vrijednosti dionica, pravo prvenstva pri isplati dividende, isplati ostatka iz likvidacijske odnosno stečajne mase, i sl. Preferencijalne dionice mogu postojati samo uz redovne dionice, ali ne i samostalno.

Zakon o trgovačkim društvima u Republici Hrvatskoj određuje kumulativne i participativne povlaštene (preferencijalne) dionice (Zakon o trgovačkim društvima, NN 111/93). Ove se dvije vrste preferencijalnih dionica odnose uglavnom na povlastice vezane za pravo na dividendu. Povlaštene dionice se mogu izdavati i s obzirom na ostala imovinska prava koja proizlaze iz dionice. To su prvenstveno pravo na podjelu ostatka stečajne ili likvidacijske mase i pravo prvenstva pri upisu novih dionica.

Kumulativne povlaštene dionice daju imatelju dionice pravo naplate kumuliranih neisplaćenih dividendi prije isplate dividendi imateljima redovnih dionica. Takvo pravo mora biti u skladu s odlukom o izdavanju dionica. Imatelj kumulativne povlaštene dionice ima pravo na dividende jednog dioničkog društva za sve poslovne godine od dana kada je stekao takvu dionicu. To znači da, ako je propustio naplatiti dividendu za proteklu godinu, ne gubi pravo obje dividende naplatiti zajedno (kumulirane) prije no što se isplaćuju dividende redovnim dioničarima (Feldman i Obuljen, 1995:90).

---

<sup>2</sup> Prvi je izraz karakterističan za SAD, a drugi za Veliku Britaniju.

Participativne povlaštene dionice daju imateljima dionice pravo da pored dividende određene u fiksnom iznosu ili postotku (minimalna dividenda) naplati i dividendu koja pripada imateljima redovnih dionica. To znači da će se iz dobiti društva, a pored toga i iz rezervi društva, moći imateljima participativnih dionica isplatiti prvenstveno unaprijed određena, fiksna dividenda, a potom i redovna dividenda koju dobivaju imatelji redovnih dionica. Ipak, imatelji participativne dionice neće to pravo moći ostvariti ako poslovanje društva ne omogućuje isplaćivanje dividende. Pravo koje proizlazi iz takve dionice mora biti u skladu s odlukom o izdavanju dionica. Ako takvo povlašteno pravo nije određeno odlukom o izdavanju dionica, takve se dionice neće moći izdavati.

U oba slučaja važno je istaknuti da se dividenda može isplatiti samo iz dobiti, dakle pod uvjetom da društvo posluje s dobitkom. Ako dobiti nema, neće se moći isplatiti ni dividenda.

Preferencijalne dionice predstavljaju tipičan hibridni dugoročni vrijednosni papir s razvijenim sekundarnim tržištem. To znači da su u njima kombinirane karakteristike osnovnih dugoročnih vrijednosnih papira, dionica i obveznica. Mogu se definirati kao dugoročni korporacijski vrijednosni papir kojim se diferenciraju interesi vlasnika dioničarskog društva u njegovoj vlasničkoj glavnici. Legalno gledano, ne postoji neka definicija pojma preferencijalne dionice. Stoga se samo analizom prava vlasnika dionica mogu odvojiti preferencijalne od redovnih dionica.

### **3.2.2. Usporedba financiranja emisijom povlaštenih i redovnih dionica**

U svrhu usporedbe financiranja emisijom povlaštenih i redovnih dionica, potrebno je ukazati na motive prodaje povlaštenih dionica. Motivi prodaje (emisije) povlaštenih dionica dioničko društva su slična motivima emisije redovnih dionica (Marković, 2000:124):

1. prikupljanje temeljnog (trajnog) kapitala za financiranje dugotrajnih ulaganja;
2. promjena struktura kapitala, smanjenje stupnja zaduženosti;
3. popravljavanje novčanih pozicija poduzeća.

No, važan motiv prodaje povlaštenih dionica je i povećanje temeljnog kapitala društva uz nepromijenjenu upravljačku strukturu, jer kupljene povlaštene dionice dioničara ne daju pravo glasa. Stoga se one emitiraju kada se žele sačuvati upravljačka prava redovnih dioničara.

Financiranje povlaštenim u odnosu na redovne dionice ima određene prednosti i nedostatke (Marković, 2000:119) :

- *Rok dospijeća.* Preferencijalne i redovne dionice nemaju rok dospijeća. To su pismene isprave, potvrde o trajno ulozenim sredstvima u dioničku glavnici društva. Glede roka dospijeća i trajnosti kapitala, između preferencijalnih (povlaštenih) i redovnih dionica nema razlike.

- *Pravo na dobitak.* Povlaštene i redovne dionice imateljima daju pravo na isplatu dijela dobitka odnosno pravo na dividendu. Povlaštene dionice imatelju daju pravo na dividendu u unaprijed utvrđenom novčanom iznosu (primjerice 9 kn po dionici godišnje) ili u postotku od nominalnog iznosa dionice (primjerice 9% godišnje, što za dionicu od 100 kn iznosi 9 kn). Prema tome, povlaštene dionice vlasnicima nose “garantiran” prinos (dobitak) u visini fiksne dividende koja je unaprijed ugovorena. S druge strane, redovne dionice vlasnicima nose promjenjiv (varijabilan) prinos (promjenjivu dividendu) koja ovisi o veličini ostvarenog neto dobitka i politici dividendi. Druga povlastica imatelja povlaštenih dionica u svezi s dividendom je pravo prvenstva pri isplati dividende. To znači da se isplata dividendi redovnim dioničarima ne može izvršiti prije isplate dividendi povlaštenim dioničarima. Osim toga, za razliku od redovnih dionica, povlaštene dionice mogu biti kumulativne. Nekumulirajuće povlaštene dionice rijetko se emitiraju. Kumulirajuće povlaštene dionice daju vlasnicima pravo naplate kumuliranih neisplaćenih dividendi prije isplate dividendi vlasnicima redovnih dionica. Dakle, ove dionice povlaštenim dioničarima “garantiraju” pravo isplate zaostalih povlaštenih dividendi iz budućeg neto dobitka u slučaju da društvo za jednu ili više godina ne isplati dividende zbog gubitka, nedovoljnog neto dobitka, insolventnosti i sl.

- *Pravo na imovinu.* Povlaštene dionice vlasniku daju pravo prvenstva pri isplati ostatka likvidacijske odnosno stečajne mase. Naime, u slučaju likvidacije društva potraživanja vlasnika povlaštenih dionica na imovinu isplaćuju se prije potraživanja vlasnika redovnih dionica. Pritom je isplata potraživanja povlaštenih dioničara ograničena na nominalnu vrijednost dionica koje imaju i na iznos do tada kumuliranih, a neisplaćenih dividendi. Zato su u pogledu povrata uloženog kapitala povlaštene dionice izloženi manjem riziku nego redovni dioničari.

- *Pravo na upravljanje.* Svaka redovna dionica daje pravo glasa u skupštini dioničara. Bez prava glasa mogu se izdavati samo povlaštene dionice. Ukupni nominalni iznos takvih dionica ne može prijeći polovinu iznosa temeljnog kapitala društva. Povlaštenim dioničarima

u pravilu se ne daje pravo na upravljanje zbog toga što redovni dioničari snose najveći rizik ostvarenja neto dobitka, dividende i povrata kapitala iz likvidacijske mase. Zbog toga su redovni dioničari posebice zainteresirani i motivirani za učinkovito upravljanje, te im je i dano pravo na upravljanje. Iznimno, ako društvo loše posluje, ne može isplatiti dividende na povlaštene dionice tijekom određenog razdoblja, tada se glasačko pravo daje i povlaštenim dioničarima. Naime, smatra se da su povlašteni dioničari voljni biti bez prava glasa sve dok primaju utvrđeni fiksni prinos na svoja ulaganja. Nesposobnost društva da ostvari odgovarajući neto dobitak i isplati povlaštene dividende, odnosno pad profitabilnosti, povećava njihov rizik, ali i interes za upravljanjem. No, najčešće do trenutka kada povlašteni dioničari dobiju pravo glasa, društvo se već nalazi u velikim financijskim poteškoćama. Zbog toga je “glosačka snaga” povlaštenih dioničara zapravo mala i zakašnjela. Ovisno o ugovoru, povlašteni dioničari mogu dobiti pravo glasa i pod drugim uvjetima, primjerice ukoliko društvo u poslovanju ne ostvari zadovoljavajuće financijske omjere i sl. Glede prava glasa i upravljanja može se reći da su redovni dioničari u “povlaštenom” položaju u odnosu na povlaštene dioničare.

### **3.3. Financiranje emisijom obveznica**

Jedan od oblika financiranja poslovanja poduzeća je i financiranje putem obveznica. Obveznice kao oblik vrijednosnog papira predstavljaju pismenu ispravu kojom se dokazuje određeni dužnički odnos odnosno postojanje duga, i kojom se izdavatelj (obveznice) obvezuje da će kupcu odnosno vlasniku (obveznice) po unaprijed određenoj dinamici isplatiti novčane iznose naznačene u obveznici (Ivanović, 1997:395). Obveznicama se uspostavlja kreditni financijski odnos između njihovog izdavaoca kao dužnika i kupca obveznice kao vjerovnika (Orsag, 1992:127). U pravilu to su dugoročni vrijednosni papiri iako se mogu izdavati i u kraćim vremenskim razdobljima (Orsag, 1992:128).

Obveznice su potpuno prenosivi vrijednosni papiri, te imaju visoki stupanj mobilnosti. Mogu se kupovati na primarnom tržištu kapitala, dakle prilikom njihove same emisije ili kupovati i prodavati na sekundarnom tržištu kapitala. Osim što se obveznice mogu relativno lako prodavati, one mogu poslužiti i kao instrument osiguranja za zaduživanje, zatim kao instrument pologa prilikom javnih nadmetanja, te kao instrument plaćanja i osiguranja



plaćanja. Tako one osiguravaju vlasnicima čitav spektar mogućih poslovnih akcija. Na temelju njihove kupoprodaje na tržištu kapitala, vlasnik može ostvariti određene kapitalne dobitke.

### **3.3.1. Vrste i cijene obveznica**

Obveznice se mogu podijeliti prema svojoj financijskoj strukturi ili prema tržištima na kojima su emitirane (Foley, 1998:76). Financijska struktura obveznice ovisi o prirodi njezina kupona te o rokovima dospijeća i cijeni kod iskupa. Najjednostavniji primjer obveznice nazvan je obična obveznica. One nose fiksnu kamatu, rok dospijeća je poznat i ne može se mijenjati, a i vrijednost im je poznata (bar nominalna). No, osim ovih obveznica postoje i nešto kompliciranije obveznice (Foley, 1998:77):

- 1) vječne ili neiskupive obveznice – nemaju nikakvog roka. Neke se mogu iskupiti prema želji njihovih emitenata,
- 2) obveznice bez kupona – ne isplaćuju prihod u obliku kupona, ali se zato prodaju po velikom diskontu u odnosu na njihovu nominalnu vrijednost. Cjelokupan povrat od takvih obveznica ostvaruje se u vidu kapitalnog dobitka kada obveznica dospije,
- 3) konvertibilne obveznice – to su one obveznice koje njihov kupac može zamijeniti za drugu vrstu vrijednosnog papira (za drugu obveznicu ili dionicu istoga emitenta) prema određenim uvjetima.
- 4) obveznice vezane za indeks – osmišljene su tako da njihova vrijednost o dospijeću ovisi o kretanju nekog određenog indeksa,
- 5) obveznice denominirane u dvije valute – to su takve obveznice čiji su kupon i iskupna cijena iskazani u različitim valutama: primjerice, kupon se može isplaćivati u švicarskim francima, a iskupna je cijena dana u američkim dolarima.

Većina emitenata, bilo da je to država ili poduzeće, emitira vrijednosne papire na svome, domaćem tržištu. Moguće je, međutim, izdati i međunarodne obveznice. Neke naddržavne organizacije (primjerice Svjetska banka) nemaju svoje domaće tržište tako da su obveznice koje ona emitira uvijek međunarodne.

Javljaју se u dva osnovna oblika takvih obveznica (Foley, 1998:77):

- 1) inozemne obveznice – javljaju se u slučaju kada njihovi emitenti koriste tržišta drugih zemalja za njihovu prodaju, bilo zato što su jeftinija ili iz bilo kojeg drugog razloga pogodnija. Emitenti pri tome moraju poštivati zahtjeve drugih tržišta i udovoljavati pravnim propisima koji vrijede za emitiranje obveznica u tim zemljama,
- 2) euroobveznice – su obveznice koje se emitiraju i kojima se trguje na više financijskih središta istodobno.

Osim navedene podjele obveznica, moguća je njihova podjela prema bitnim klauzulama ugovora. Prema toj podjeli razlikuju se (Ivanović, 1997:396–406):

- 1) obveznice prema vrsti osiguranja – osigurane i neosigurane,
- 2) obveznice prema karakteru naknade – obveznice s fiksnom kamatnom stopom i obveznice s varijabilnom kamatnom stopom,
- 3) obveznice prema načinu podmirenja obveza – obveznice prema sustavu amortizacije, obveznice s opcijama i obveznice bez određenog datuma dospijeca.

Cijena obveznica ne iskazuje se izravno kao cijena koštanja u novčanim jedinicama, već u postotku nominalnog iznosa na koji obveznica glasi. Primjerice, kad obveznica glasi na 1.000 kuna, njezina cijena od 100 znači da kupac mora platiti 100% nominalnog iznosa na koji obveznica glasi, tj. 1.000 kuna. Cijena od npr. 95 znači 95% nominale, tj. 950 kuna, dok cijena od 105 znači 105% nominalnog iznosa na koji obveznica glasi (1.050 kuna) (Alajberg i Bubaš, 2001:22). Kad se obveznicom trguje po cijeni ispod 100% (ispod nominale), kaže se da se obveznica trži uz diskont, a ako se obveznicom trguje po cijeni većoj od 100%, kaže se da se obveznicom trguje uz premiju (Alajberg i Bubaš, 2001:23).

Cijena obveznica prvenstveno ovisi o sposobnosti izdavatelja da podmiruje svoju obvezu po kamatama i glavnici te, naravno o ponudi i potražnji. Ponuda obveznica je funkcija zahtjeva za neto financiranjem emitenta. S druge strane, potražnja za obveznicama ovisi o brojnim čimbenicima (Foley, 1998:78):

- 1) promjene kreditnog statusa ili kvalitete emitenta obveznica,
- 2) preostalo vrijeme do roka dospijeca,
- 3) očekivanja investitora u pogledu stope inflacije,

- 4) promjena kamatnih stopa i
- 5) kretanje deviznih tečajeva (ako se radi o obveznicama koje glase na stranu valutu).

Svi navedeni čimbenici nose određene rizike s kojima vlasnici obveznica moraju računati. To su kreditni rizik, inflacijski rizik, rizik kamatne stope i tečajni rizik.

### **3.3.2. Usporedba financiranja emisijom obveznica i povlaštenih dionica**

Obveznice imaju neke osobitosti u odnosu na povlaštene dionice. Obveznice, povlaštene dionice, status i prava njihovih vlasnika, te financijske implikacije koje izaziva emisija ovih vrijednosnica usporediti će se s istih aspekata prema kojima su komparirane redovne i povlaštene dionice (Marković, 2000:122):

- *Rok dospijea.* Obveznice i povlaštene dionice znatno se razlikuju po roku dospijea. Povlaštene dionice su vrijednosni papiri, bez konačnog roka dospijea. Njihovim izdavanjem dioničko društvo pribavlja temeljni (trajni) kapital. S druge strane, obveznice su kreditni dugoročni vrijednosni papiri koji imaju konačan rok dospijea. Izdavanjem obveznica poduzeće pribavlja pozajmljeni kapital za koji postoji obveza vraćanja. Zbog toga je financiranje obveznicama zapravo financiranje pomoću tuđeg kapitala – duga. Dionice su vlasnički vrijednosni papiri, dok su obveznice dužnički vrijednosni papiri. Izdavatelj može imati velikih financijskih problema, ako dug (glavnicu i kamate) ne isplati u ugovorenim rokovima. U tom slučaju, vlasnici obveznica mogu pokrenuti postupak likvidacije radi naplate svojih potraživanja. Glede roka dospijea i obveze isplate glavnice i kamata, financiranje emisijom obveznica je rizičnije nego financiranje povlaštenim dionicama, jer je povlaštenu kapital trajno raspoloživ, a isplata dividendi se može odgoditi.

- *Pravo na dobitak.* Obveznice i povlaštene dionice vlasnicima daju pravo da naplate određeni prinos (dobitak) u vidu dividende odnosno kamate u ugovorenim rokovima. Pritom je dobitak vlasnika povlaštenih dionica ograničen do visine fiksne povlaštene dividende, a vlasnicima obveznica do veličine fiksne kamate. Ograničavajući prinos zajednička je osobitost povlaštenih dionica i obveznica. Budući da isplata kamata uvijek ima pravo prvenstva (prioritet) u odnosu na isplatu povlaštenih dividendi, to se kamatni troškovi nadoknađuju iz bruto dobitka (dobitak prije kamata i poreza), a ne kao dividende iz neto dobitka. Glede prečeg prava na dobitak, vlasnici povlaštenih dionica izloženi su većem riziku nego vlasnici obveznica. Druga značajna prednost obveznica u odnosu na dionice je da kamatni troškovi

emitentu prave porezni zaklon, jer smanjuju poreznu osnovicu, a time i novčane izdatke, dok dividende ne prave porezni zaklon. No, ako društvo posluje s gubitkom tada nema zakonske obveze plaćanja poreza na dobitak, a nema ni poreznog zaklona, čime se gubi ova prednost financiranja obveznicama.

Također je potrebno istaknuti da isplata dividendi ne mora biti redovna i može se odgađati metodom kumuliranja. S druge strane, kamate na obveznice su ugovorena fiksna obveza, čija isplata se ne može odgađati. Stoga neplaćanje kamata i glavnice duga može dovesti društvo do likvidacije. Glede toga, financiranje povlaštenim dionicama manje je rizično od financiranja obveznicama.

- *Pravo na imovinu.* Obveznice vlasniku daju pravo prvenstva pri isplati ostatka likvidacijske odnosno stečajne mase u odnosu na vlasnika povlaštenih dionica. To znači da se u slučaju likvidacije društva vlasnici obveznice namiruju iz ostatka likvidacijske mase prije vlasnika povlaštenih dionica, a pogotovo prije vlasnika redovnih dionica. Glede prava prvenstva pri isplati ostatka likvidacijske mase i založene imovine, povlaštene dioničari su izloženi većem riziku gubitka uloženog kapitala nego vlasnici obveznica. S druge strane, budući da se kod izdavanja povlaštenih dionica ne zahtijeva zalaganje imovine, ta imovina može poslužiti kao jamčevina za izdavanje obveznica, dobivanje kredita i sl.

- *Pravo na upravljanje.* Vlasnici povlaštenih dionica i obveznica su bez prava glasa odnosno nemaju pravo na upravljanje. Samo iznimno vlasnici povlaštenih dionica mogu dobiti pravo glasa, dok to nije slučaj s vlasnicima obveznica. Kad se izvrši zamjena (konverzija) povlaštenih dionica ili obveznica u redovne dionice, mijenja se status i prava investitora i oni postaju redovni dioničari s pravom glasa. Osim toga, postoji još jedna mogućnost, da se ukine povlaštenost dionica. Za to je potrebna suglasnost povlaštenih dioničara. Ako se ukine povlaštenost dionica, one postaju dionice s pravom glasa.

### **3.4. Financiranje dugoročnim kreditima**

Za gospodarske subjekte poseban značaj imaju dugoročni krediti koji se koriste radi financiranja dugoročnih investicija u osnovna i stalna obrtna sredstva. Financiranje dugoročnih ulaganja isključivo iz vlastitih izvora često nije moguće ostvariti zbog nedostatnog zadržanog dobitka i amortizacije ili nepovoljnih uvjeta za emisiju dionica. Osim toga, time bi se usporio razvoj gospodarskih subjekata i gospodarstva u cjelini. Naime,

gospodarski subjekti bi morali godinama akumulirati zadržani dobitak i amortizaciju da bi njome mogli financirati svoja dugoročna ulaganja. Stoga je neophodno u gospodarskom sustavu osigurati mobilizaciju i cirkulaciju slobodnog novca i kapitala, čime se postiže brži razvoj gospodarskih subjekata i gospodarstva. U toj je funkciji dugoročni kredit moćna poluga usmjeravanja i razvoja gospodarstva. Osim toga, vrlo je važna i mobilizacijska funkcija kredita putem koje se slobodna i neiskorištena novčana sredstva raznih ekonomskih subjekata prethodno mobiliziraju i koncentriraju u bankama i drugim financijskim institucijama i kao krediti plasiraju onim subjektima kojima su potrebna i koji će postići veće financijske i druge učinke (Marković, 2000:167).

### **3.4.1. Pojam i razvoj kreditiranja**

Općenito se pod pojmom kredita odnosno kreditnog odnosa podrazumijeva dužničko-vjerovnički odnos u kojem vjerovnik ustupa dužniku određenu vrijednost (robu ili novac) na određeno vrijeme i uz određenu naknadu (Marković, 2000:166). Potreba za kreditima javlja se u onim situacijama kada potencijalni kupac robe ili usluga nije u mogućnosti svoje potrebe osigurati novcem. Predmet kredita mogu biti samo tzv. fungibilne tj. zamjenjive stvari, koje se u prometu određuju samo po količini (kvantiteti), a ne po kakvoći (kvaliteti). Dakle, kredit je posljedica nemogućnosti kupca da u trenutku kupoprodaje plati vrijednost robe ili usluga što mu je potrebna i mogućnosti prodavača da mu robu ustupi, uz dogovor da će je platiti kasnije (Sefić, 2003:138). U takvom se odnosu kupac javlja u ulozi dužnika za robu uzetu na kredit, a prodavatelj se javlja još i u ulozi kreditora kao vjerovnika za robu prodanu na kredit, odnosno vjerovnika za kredit. Pored toga u takvom kreditnom odnosu dužnik pristaje kreditoru platiti još i naknadu za korištenje njegovih sredstava koja se naziva kamata.

Pojava kredita i uz njega vezanih kamata, seže daleko u povijest i javlja se negdje prije pet tisuća godina, a sa stajališta razvoja društveno–ekonomskih formacija, pada u posljednju etapu postojanja prvobitne zajednice kada se javljaju i korijeni privatne svojine, robe i novca. U razdoblju nastajanja kredita (krajem prvobitne zajednice), a naročito u robovlasništvu i feudalizmu, kapital je egzistirao u obliku zelenaškog kapitala, i kamata na tadašnje pozajmice naplaćivana je korisnicima u vrlo visokim iznosima ili kamatnim stopama (zelenaška kamata). U kapitalističkom sustavu gospodarenja, u izmijenjenim društvenim odnosima, koji su zasnovani na razvoju proizvodnih snaga, zelenaški kapital gubi svoje pozicije, a na scenu

stupa zajmovni kapital, kao osamostaljeni oblik industrijskog kapitala, u obliku bankarskog odnosno financijskog kapitala. U ovom sustavu gospodarenja, kamata kao cijena kapitala je sastavni dio kapitalističkog profita. U modernoj građanskoj ekonomskoj teoriji, pod snažnim utjecajem teorijskih razrada J. M. Keynesa, kamatna stopa je dobila ono mjesto koje inače i ima u tijekovima kapitalističke reprodukcije, s naglašenom ulogom države u gospodarskom reguliranju tokova kapitalističke reprodukcije (Sefić, 2003:139).

Banke izdaju kratkoročne i dugoročne kredite za financiranje poduzeća. Dugoročni krediti nisu samo vezani za rok, kao temeljni kriterij, nego ti krediti imaju specifičnosti i funkcije u odnosu na kratkoročne bankarske kredite. Dugoročni krediti vezani su za financiranje investicija i drugih dugoročnih namjena. I sama sredstva za dugoročno kreditiranje imaju posebnu kvalitetu. Kod kratkoročnih kredita bitna je optimalna alokacija resursa na najproduktivnije punktove, jer se radi o ušteđenim sredstvima na razini različitih subjekata. Akumulirana sredstva su najčešće ekonomsko dobro jedne ekonomije pa s njima treba gospodariti racionalno i produktivno. Dugoročnim bankarskim kreditima prenosi se kupovna snaga raznolikih ekonomskih subjekata koji su suficitarni na deficitarne ekonomske subjekte. Zbog toga je važna ocjena investicijskih projekata, a u prvi plan izbijaju pokazatelji ekonomičnosti, produktivnosti, rentabilnosti i sl. Slobodna ušteđena sredstva trebaju biti racionalno aktivirana.

Suština dugoročnog bankarskog kredita je u posredovanju banke između poduzeća koja ostvareni dohodak ne troše u cijelosti već njegovu potrošnju odlažu na kasniji rok i poduzeća kojima nedostaju financijska sredstva za financiranje investicija koje u obliku kredita uzimaju od banke (Ivanović, 1997:298). Banka u ovom slučaju prenosi kupovnu snagu prvih suficitarnih ekonomskih subjekata na druge deficitarne ekonomske subjekte ne dirajući kreditnim poslom u postojeću visinu novčane mase.

### **3.4.2. Prednosti i nedostaci kreditiranja**

Financiranje tuđim kapitalom ima određene prednosti i nedostatke u odnosu na financiranje vlastitim kapitalom. Prednosti se očituju u poreznom tretmanu tuđeg i vlastitog kapitala. Dok kamatni trošak korisniku kredita donosi poreznu uštedu, vlastiti kapital podliježe oporezivanju.

Dugoročni krediti, međutim, povećavaju kreditni rizik. Osim toga, mogu uzrokovati izravne i neizravne troškove financiranja (Marković, 2000:168). Izravni troškovi financiranja

nastaju po osnovi plaćanja kamata. Neizravni troškovi financiranja mogu nastati kada poduzeće dobije kredit od drugog poduzeća pod uvjetom da otplatu kredita obavi isporukom svojih proizvoda po cijeni koja je u trenutku isporuke za njegova nepovoljna. U tom slučaju trošak kredita nije samo izravan trošak u obliku kamata, već i neizravan trošak koji je poduzeće imalo zbog depreciranih cijena svojih proizvoda. Zbog toga prekomjerno financiranje pomoću kredita odnosno duga povećava troškove financiranja i smanjuje financijski rezultat po osnovi izravnih i neizravnih troškova (Marković, 2000:169). Činjenica je, također, da se kod kreditnog financiranja, glavnica kredita i kamate plaćaju neovisno o tome da li je poduzeće poslovalo pozitivno. U slučaju ne vraćanja kredita u danim rokovima, poduzeće mora platiti i zatezne kamate, a može biti pokrenut i stečajni postupak od strane vjerovnika. To je još jedan nedostatak financiranja bankarskim kreditom.

Nedostatak financiranja dugoročnim kreditima očituje se i u smanjenju kreditne sposobnosti korisnika kredita. Veća zaduženost ujedno znači i raspolaganje s malim vlastitim kapitalom. U tom slučaju će poduzeće teško pribaviti financijska sredstva za daljnje potrebe iz kreditnih izvora zbog niske razine kreditne sposobnosti. U nedostatke financiranja kredita može se ubrojiti i činjenica da porast kreditnih (tuđih) izvora financiranja može uzrokovati insolventnost poduzeća, zbog povećanih obveza u svezi plaćanja glavnice i kamata (Marković, 2000:169).

Navedeni nedostaci financiranja pomoću kredita poduzeća mogu u većoj mjeri neutralizirati pravilnom politikom kreditiranja i zaduživanja.

### **3.5. Karakteristike leasinga**

Izraz leasing engleskog je podrijetla, a označava poseban instrument financiranja. Pri definiranju leasinga treba imati na umu njegov ekonomski i pravni aspekt. S ekonomskog aspekta, leasing je posebna tehnika financiranja koja se razvila u snažnu gospodarsku djelatnost, dok pravni aspekt leasinga pokrivaju široko područje ugovora, odnosno pravnih oblika u kojima se ta djelatnost javlja. Ugovor o leasingu je oblik obveznopravnog odnosa, prema kojem najmodavac daje predmet leasinga najmoprimcu na uporabu za određeno vrijeme, i za što ovaj plaća odgovarajuću naknadu, u pravilu, u mjesečnim ratama, dok je za cijelo vrijeme najma predmet leasinga u vlasništvu davatelja (Šoštarić, 2002:83).

Leasing (financiranje pomoću najma ili prikriveni dug) nastao je kao rezultat prilagodbe financijskim mogućnostima kupca. To je alternativa direktnoj nabavci pojedinih oblika fiksne imovine koji poduzeću (najmoprimcu) pruža korištenje unajmljenog dobra bez prijenosa prava vlasništva. To je, dakle, alternativa investicijama u imovinu poduzeća, bez obveze njihove kupnje. Razlikuje se operativni od financijskog leasinga.

### **3.5.1. Karakteristike operativnog leasinga**

Kod operativnog leasinga rizici i koristi svojevrsni vlasništvu nad sredstvom ostaju najmodavcu. Predmet leasinga se obvezatno vraća najmodavcu, što znači da je i sam rok leasinga kraći, odnosno rate najamnine nikada u svom ukupnom zbroju ne daju vrijednost samoga predmeta najma. Naknada koju plaća korisnik leasinga uvijek je manja od vrijednosti dobra (objekta) u leasingu.

Operativni leasing je ugovor za preostalu knjižnu vrijednost („*full-pay-out*“ ugovor), u kojemu davatelj leasinga može amortizirati dio vrijednosti sredstava za vrijeme trajanja ugovora iz obračunate naknade koju plaća korisnik leasinga u obrocima. To znači da davatelj leasinga sredstvo leasinga smatra i sredstvom koje se amortizira, a prihodi od najamnine uključuju se u prihod tijekom trajanja najma.

Operativni leasing se obično koristi kada se oprema namjerava koristiti u kraćem razdoblju ili zbog brze tehničko-tehnološke zastare opreme koja se namjerava uzeti u najam.

### **3.5.2. Karakteritike financijskog leasinga**

Razlika između financijskog i operativnog leasinga očituje se u odnosu na to da li se rizici i obveze svojstvene vlasništvu prenose ili ne prenose. U slučaju financijskog leasinga rizici i obveze nakon isteka trajanja leasinga prenose se na korisnika leasinga uz određene uvjete. Korisnik leasinga ima mogućnost kupiti najmljeno sredstvo, i to po cijeni za koju se očekuje da će biti znatno manja od fer vrijednosti u trenutku nastupa ostvarenja te mogućnosti i kada je već na početku leasinga očito da će se ta mogućnost i ostvariti (Deželjin, 1993:4).



Prihod od prodaje evidentiran na početku financijskog leasinga od strane proizvođača ili posrednika u ulozi najmodavca je fer vrijednost<sup>3</sup> sredstva, ili ako je manja, zbroj sadašnjih vrijednosti minimalnih plaćanja najma i procijenjenog nezajamčenog ostatka vrijednosti koji iskazuje najmodavac, izračunato po komercijalnoj kamatnoj stopi. Trošak prodaje od iznajmljene imovine priznat na početku najma je trošak ili knjigovodstveni iznos ako je različit od imovine. Razlika između prihoda od prodaje i troška prodaje je profit od prodaje.

Rok korištenja (zakupa) opreme, nekretnine ili dobra kod financijskog leasinga, približno je jednak procijenjenom životnom vijeku dotičnog dobra. Znači, financijski leasing karakterizira najam na duže razdoblje, bez klauzule o mogućnosti prijevremenog raskida ugovora. Kao takav, financijski leasing predstavlja pravi izvor financiranja za nabavku fiksne imovine, koja mora ostati u procesu proizvodnje poduzeća u dužem razdoblju (Ivanović, 1997:344). Ovaj oblik financiranja kupovine fiksne imovine sličan je kupovini na kredit, jer u naknadi na ime najma, pored dijela za amortizaciju unajmljene opreme (svojevrсна otplata kvota), sadrži i kamate odnosno dio za plaćanje naknade za korištenje imovine. Za razliku od kredita, kod financijskog najma dokument o vlasništvu nad imovinom ne prenosi se na najmoprimca. Kod financijskog leasinga nema poreznih olakšica jer taj oblik nabave imovine nema tretman uobičajenih ulaganja. S otplatom posljednje rate najamnine, predmet leasinga postaje vlasništvo najmoprimatelja.

### **3.5.3. Prednosti i nedostaci financiranja leasingom**

Financiranje leasingom ima određene prednosti i nedostatke. U prednosti leasinga može se ubrojiti sljedeće (Andrijanić, 1991:615):

- zahvaljujući leasing aranžmanu korisnik leasinga ne mora odmah angažirati svoja (ili tuđa) financijska sredstva za nabavku potrebnih dobara (opreme, uređaja, postrojenja, nekretnina, robe široke potrošnje, trajnije vrijednosti i dr.),
- leasing naknada, koja često katkada premašuje kupovnu cijenu određenog dobra, otplaćuje se iz prihoda, ostvarenih uporabom predmeta leasinga, a to može izravno utjecati na likvidnost korisnika leasinga;

---

<sup>3</sup> Fer vrijednost je iznos za koji sredstvo može biti razmijenjeno između obaviještenih i voljnih stranaka u transakciji pred pogodbom.

- leasing rate otplate isključivo su materijalni troškovi (u zapadnim zemljama leasing usluga služi kao odbitna stavka od poreza, pod određenim uvjetima i propisima o mogućoj visini odbitnih stavki);
- koristeći se opcijom kupnje, korisnik leasinga može dobiti investicijsko dobro koje je predmetom ugovora o leasingu jeftinije, jer plaća cijenu prema preostaloj – neamortiziranoj vrijednosti tog dobra;
- na nacionalno gospodarstvo takav način financiranja znači mogućnost uporabe najnovije visoke tehnologije, koja je, inače, zbog visoke cijene nedostupna, a često se ne može nabaviti ni putem kreditnih aranžmana itd.

U negativne čimbenike financiranja leasingom (osim fiskalnih čimbenika koji su ovisni o fiskalnoj politici države, te mogućnosti prisile potpisivanja nepovoljnih leasing ugovora od strane korisnika leasinga zbog ekonomske premoći davatelja leasinga), ubrajaju se oni koji ukazuju na to da je leasing skup oblik financiranja, često i znatno skuplji od kupovine na kredit (Andrijanić, 1991:615). No, sama činjenica da je leasing, u izvjesnom smislu, skuplji oblik financiranja u odnosu na druge oblike financiranja, ne daje dovoljno razloga da se leasing kao oblik financiranja, u praksi ne primjenjuje. Imajući u vidu skalu pozitivnih karakteristika koje ukazuju na to da metoda financiranja putem leasinga predstavlja značajan model srednjoročnog i dugoročnog financiranja, u mnogim alternativnim financijskim mogućnostima leasingu se daje posebna prednost.

## **4. DUGOROČNO FINANCIRANJE U PODUZEĆU JADRAN – GALENSKI LABORATORIJ D.D.**

Jadran - Galenski laboratorij d.d. proteklih godina investira značajna financijska sredstva u razvoj i proširenje poduzeća, temeljem kojih je postalo važan čimbenik na svjetskom tržištu farmaceutskih proizvoda. U segmentu otopina za nos, poduzeće slavi globalni broj jedan te izlazak 100 milijunog Aqua Maris proizvoda (Godišnje izvješće JGL d.d., 2014). Novim investicijama poduzeće osigurava rast prihoda, a pri tome koristi različite izvore dugoročnog financiranja, koji se obrađuju u ovom dijelu završnog rada.

### **4.1. Općenito o Jadran – Galenskom laboratoriju d.d.**

Jadran – Galenski laboratorij dioničko društvo za proizvodnju i promet farmaceutskih i kozmetičkih proizvoda sa sjedištem u Rijeci, (JGL) je farmaceutska tvrtka srednje veličine, izrasla iz temelja farmaceutske organizacije Ljekarna “Jadran” Rijeka. Utemeljena je 1991. godine kao prvo u potpunosti privatizirano farmaceutsko dioničko društvo u Republici Hrvatskoj. Strateškim širenjem novih proizvodnih linija poduzeće je transformirano iz središnjeg laboratorija u snažnu i brzo rastuću farmaceutsku tvrtku.

Najznačajnije djelatnosti poduzeća su (Godišnje izvješće JGL d.d., 2014):

- proizvodnja farmaceutskih preparata,
- proizvodnja osnovnih farmaceutskih sirovina,
- proizvodnja ostalih kemijskih proizvoda,
- proizvodnja parfema i toaletno-kozmetičkih preparata.

Društvo obavlja i druge djelatnosti koje proizlaze iz osnovne djelatnosti, a obavljaju se u potrebnom opsegu kao trgovina na veliko, trgovina na malo, prijevoz robe, skladištenje robe, istraživanje i razvoj, izrada galenskih pripravaka, otkup i prerada ljekovitog bilja i druge djelatnosti navedene u sudskom registru.

Temeljni kapital društva iznosi u 2014. godini 117,9 mil. kuna i podijeljen je na 1.179.080 dionica. Trend zapošljavanja iz prethodnih razdoblja se nastavlja i tijekom 2014. godine unatoč višegodišnjoj gospodarskoj stagnaciji. Poduzeće zapošljava 733 djelatnika što je rast od 11,06% u odnosu na prethodnu godinu. Od ukupnog broja zaposlenih, 73% čini

visokoobrazovan kadar (Godišnje izvješće JGL d.d., 2014). Rast prihoda u razdoblju od 2009. do 2013. godine iznosio je prosječno godišnje 16,3% što je poduzeće činilo jednim od najbrže rastućih i najstabilnijih u Republici Hrvatskoj (Godišnje izvješće JGL d.d., 2013). Nakon dugogodišnjeg rasta, poslovni prihodi bilježe pad od 15% u 2014. godini u odnosu na prethodnu godinu. Drastično smanjenje cijena generičkih lijekova, pad kupovne moći potrošača te recesivno razdoblje utjecalo je na poslovanje pa su prihodi na tržištu Hrvatske smanjeni za 12,0% u odnosu na 2013. godinu. Prodaja u inozemstvu je pala za 20% kao posljedica političkih i ekonomskih kriza na najznačajnijim tržištima Rusije i Ukrajine.

**Tablica 1.** Prikaz rezultata i općeg stanja Jadran-Galenskog laboratorija d.d., 2009.-2014.

godine

(tis. kuna)

Stavka	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Poslovni prihodi	365.670	489.240	508.156	597.968	663.354	562.239
Hrvatska	164.023	165.502	145.028	146.125	133.294	117.333
Izvoz	187.753	312.716	353.326	439.940	521.161	407.637
EBITDA	60.037	79.726	107.617	111.130	131.411	88.288
Normalizirana dobit prije oporezivanja*	29.840	54.804	70.861	70.218	90.216	21.911
Dobit prije oporezivanja**	29.403	39.192	69.786	69.749	67.255	21.876
Dobit nakon oporezivanja	27.023	36.062	64.239	67.930	71.835	17.957
Ukupna imovina	514.609	578.789	716.408	832.840	939.632	1.034.816
Kapital i rezerve	167.969	202.106	262.437	315.336	387.614	393.218
Investicije	10.242	25.485	66.192	103.598	57.492	146.654
Pokazatelji						
EBITDA marža, %	16,4	16,3	21,2	18,6	19,8	15,7
Normalizirana bruto marža, %	8,2	11,2	13,9	11,7	13,6	3,9
Bruto marža, %	8,0	8,0	13,7	11,7	10,1	3,9
ROE, %	17,5	19,4	26,6	22,1	17,4	5,6
ROA, %	5,7	6,8	9,7	8,4	7,2	2,1
Koeficijent vlastitog financiranja, %	32,6	34,9	36,6	37,9	41,3	38,0
Broj zaposlenih, na kraju godine	418	477	524	602	660	733

\* Razlika između normalizirane dobiti i dobiti prije oporezivanja proizlazi iz otpisa vrijednosti potraživanja. U 2013. godini napravljen je ispravak cjelokupnog potraživanja od ukrajinskih kupaca (umanjen za iznos osiguran preko Hrvatskog kreditnog osiguranja d.d.) u iznosu od 22,8 mil. Kuna). Sličnu situaciju je Društvo imalo i zbog svjetske financijske krize kada su događaji na svjetskim tržištima uzrokovali probleme za ruske veletrgovnice te su neke od njih završile u stečaju. U 2010. godini su iz tog razloga otpisana potraživanja u ukupnom iznosu 15,6 mil. Kuna. U ostalim godinama su otpisi iznosili manje od 0,2% prihoda.

\*\* Društvo ima status nositelja poticajnih mjera te koristi porezne povlastice u vidu smanjene stope poreza na dobit, stoga su radi usporedbe podataka po godinama upotrijebljeni podaci o dobiti prije oporezivanja i bruto marži.

**Izvor:** (Godišnje izvješće JGL d.d. 2013.; Godišnje izvješće JGL d.d. 2014.)

Poduzeće je u 2013. godini ostvarilo 71,9 mil. neto dobiti, što je u odnosu na 2012. godinu povećanje za 5,3%. Zbog problema na ruskom i ukrajinskom tržištu, pada plasmana izazvanog nižom vrijednošću ruske rublje i ukrajinske grivnje te gubitka na tečajnim razlikama, poduzeće je u 2014. godini ostvarilo 17,9 mil. neto dobiti što je pad od 75% u odnosu na prethodnu godinu (tablica 1).

U proteklih šest godina Jadran – Galenski laboratorij d.d. bilježi značajne investicije usmjerene na razvoj i proširenje kapaciteta. Udio vlastitog financiranja u ukupnom financiranju pokazuje trend rasta u razdoblju od 2009. do 2014. godine, s 32,6 na 38%, što ukazuje na smanjenje rizika financiranja. Temeljni kapital društva se zbog dokapitalizacije Društva iz zadržane dobiti povećao 2014. godine sa 58,3 mil. na 117,9 mil. i podijeljen je na 1.179,080 dionica nominalne vrijednosti od 100 kuna po svakoj dionici i to serije A 7.500, serije B 30.000, serije C 18.750 komada, serije D 2.060, serije E 524.790 i serije F 589.540. Upisi novih serija dionica u 2014. godini bili su kako slijedi (Godišnje izvješće JGL d.d., 2014.):

- dana 03.04. 2014. godine upisana je nova emisija dionica – serija D u iznosu od 6.440 dionica (uplata je izvršena 27.03.-01.04.2014. u iznosu od 3.496,920 kuna),
- dana 02.07. 2014. godine upisano je povećanje emisije dionica serije F, povećanje temeljnog kapitala iz reinvestirane dobiti u iznosu od 58.954 kuna. Za svaku postojeću dionicu emitirala se 1 dionica reinvestirane dobiti.

Na početku 2014. godine poduzeće je posjedovalo 4.138 komada vlastitih dionica. Do provođenja postupka reinvestirane dobiti, poduzeće je steklo još 970 vlastitih dionica. Nakon provođenja reinvestirane dobiti za svaku vlastitu dionicu je dodijeljena jedna nova dionica te je do kraja razdoblja poduzeće steklo još 14.612 vlastitih dionica. Nakon dodjele, u portfelju se nalazi 24.848 komada vlastitih dionica, evidentiranih na dan 31.12.2014. godine.

Tijekom 2014. godine članovima Izvršnog odbora nisu dodijeljene vlastite dionice bez naknade, dok je prethodne godine dodijeljeno 2.500 komada vlastitih dionica.

U skladu sa Zakonom o trgovačkim društvima, Društvo je formiralo rezerve za vlastite dionice koje na dan 31. prosinca iznose 8.110,811 kuna (2.269,752 kuna u 2013. godini). Zakonske rezerve iznosile su 6,0 mil. kuna (3,0 mil. kuna u 2013. godini), a ostale pričuve 2,1 mil. kuna (2,1 mil. kuna u 2013. godini) čime je smanjen rizik dioničara.

Iz zadržanih dobiti (ostvarenih nakon 2005. godine) izdvojeno je ukupno 10,5 mil.

kuna (5,8 mil. kuna u 2013. godini) na ime dividende, imateljima redovnih dionica serija “A”, “B”, “C”, “D”, “E” i “F” u iznosu od 9 kuna po dionici s pravom na dividendu.

Neto dobit u 2014. godini iznosila je 17,9 mil. kuna (16 kuna/dionici) i predstavlja dobit ostvarenu prema računu dobiti i gubitka. Knjigovodstvena vrijednost dionica na dan 31.12.2014. godine iznosila je 341 kunu, a u toku 2014. godine se mijenjala radi uplata dionica serije D i F te je iznosila 329 kuna. Prethodne godine knjigovodstvena vrijednost dionica je iznosila 670 kuna, što predstavlja pad za 49,10 % u 2014.godini.

Iz tuđih izvora financiranja poduzeće se financira emisijom vrijednosnih papira i dugoročnim bankovnim kreditima.

#### 4.2. Dugoročne obveze Jadran – Galenskog laboratorija d.d.

U 2009. godini poduzeće Jadran–Galenski laboratorij d.d. realiziralo je neke ključne tehnološke projekte, kao što je izgradnja i opremanje novog suvremenog pogona polučvrstih farmaceutskih oblika prema EU GMP normama, čime je zaokružen investicijski ciklus na lokaciji Svilno. Ukupne investicije iznosile su 10,2 mil. kuna, a dugoročne obveze poduzeća 137,6 mil. kuna.

**Tablica 2.** Dugoročne obveze poduzeća Jadran–Galenskog laboratorija d.d., 2009.-2014.

( u kunama)

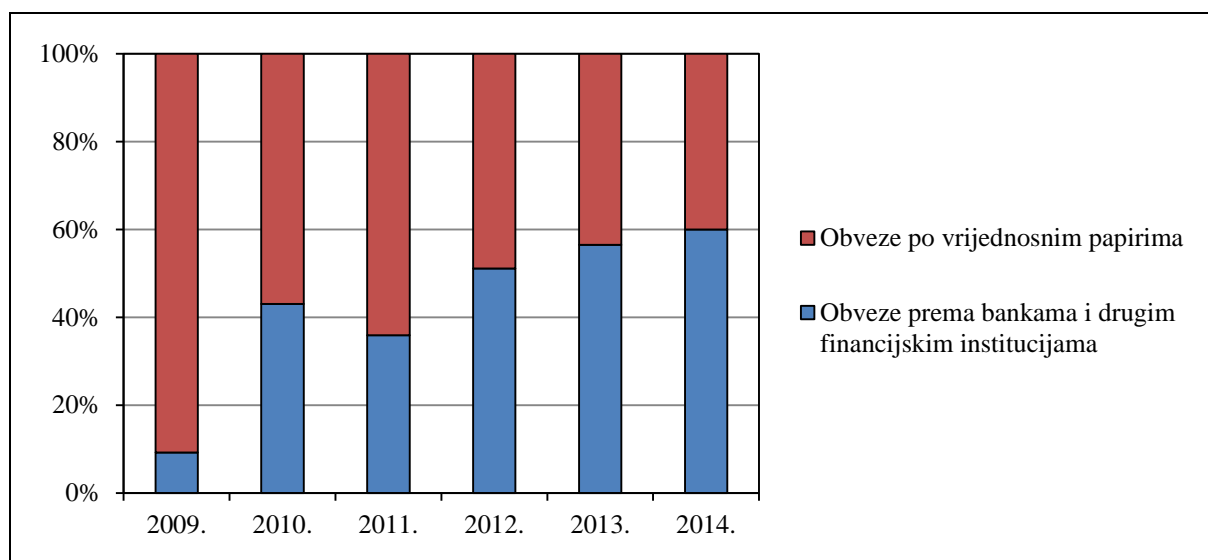
Stavka	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
1. Obveze prema povezanim poduzetnicima	/	/	/	/	/	/
2. Obveze za zajmove, depozite i sl.	/	/	/	/	/	/
3. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	12.638.145	94.279.929	77.909.794	145.731.084	181.053.276	209.493.961
4. Obveze za predujmove	/	/	/	/	/	/
5. Obveze prema dobavljačima	/	/	/	/	/	/
6. Obveze po vrijednosnim papirima	125.000.000	124.738.410	139.276.667	139.444.667	139.612.667	139.780.667
7. Obveze prema poduzetnicima u kojima postoje sudjelujući interesi	/	/	/	/	/	/
8. Ostale dugoročne obveze	/	/	/	/	/	/
9. Odgođene porezne obveze	/	/	/	/	/	/
<b>Dugoročne obveze</b>	<b>137.643.971</b>	<b>219.018.339</b>	<b>217.186.461</b>	<b>285.175.751</b>	<b>320.665.943</b>	<b>349.274.628</b>

**Izvor:** Izvješće o obavljenoj reviziji godišnjih financijskih izvještaja za 2010. godinu; Godišnje izvješće JGL d.d. 2011.; Godišnje izvješće JGL d.d. 2013.; Godišnje izvješće JGL d.d. 2014.

Razdoblje od 2009. do 2014. godine obilježeno je ukupnim ulaganjima u iznosu od 399,4 mil. kuna. To je rezultiralo rastom dugoročnih obveza Jadran–Galenskog laboratorija d.d. (tablica 2).

Dugoročne obveze su u razdoblju od 2009. do 2014. godine porasle sa 137,6 mil. kuna na 349,2 mil. kuna ili za 154%. U strukturi dugoročnih obveza tijekom razdoblja od 2009. do 2014. godine dogodile su se promjene. Dominantni udio obveza po vrijednosnim papirima zamjenjuje se sve više dugoročnim bankovnim kreditima (Grafikon 1.).

**Grafikon 1.** Struktura dugoročnih obveza poduzeća Jadran–Galenskog laboratorija d.d., 2009.-2014.



**Izvor:** Tablica 2.

Udio obveza po vrijednosnim papirima (obveznicama) Jadran–Galenski laboratorij d.d. smanjio je u razdoblju od 2009. do 2014. godine s 90,1 na 40,0%. Iz navedenog je vidljivo da se poduzeće Jadran–Galenski laboratorij d.d. koristi izvorima dugoročnog financiranja u svrhu realizacije svojih investicijskih aktivnosti.

### **4.3. Financiranje vrijednosnim papirima u Jadran – Galenskom laboratoriju d.d.**

Obveze po vrijednosnim papirima poduzeća Jadran – Galenski laboratorij d.d. porasle su u razdoblju od 2009. do 2014. godine od 125,0 mil. kuna na 139,8 mil. kuna ili za 11,8%. Obveze se odnose na izdane dugoročne obveznice. Dana 11. lipnja 2007. godine Društvo je izdalo javnom ponudom obveznice u nematerijaliziranom obliku, koje glase na ime, u ukupnom iznosu od 125,0 mil. kuna, u denominaciji od 1 kune, dospijeca 2012. godine. Obveznice su uvrštene na Zagrebačku burzu (Revizijski izvještaj JGL 2009.).

Dana 20. travnja 2011. godine poduzeće Jadran–Galenski laboratorij d.d. izdalo je obveznice u iznosu od 140,0 mil. kuna, temeljem Informativnog memoranduma koji je bio predmetom odobrenja HANFA-e jer je izuzet od objave u skladu sa Zakonom o tržištu kapitala odnosno jer je ponuda obveznica bila upućena ulagateljima koji su za upisane obveznice uplatili iznos od najmanje 50.000 eura. Dana 3.11.2011. godine HANFA je donijela rješenje kojim se odobrava jedinstveni prospekt uvrštenja 140,0 mil. obveznica, na ime izdanih u nematerijaliziranom obliku, u denominaciji od 1 kune, uz promijenjenu kamatnu stopu, dospijeca 10. lipnja 2016. godine, na uređenom tržištu. Dio obveznica emitiranih 11. lipnja 2007. godine u iznosu od 74.850.000,00 kuna zamijenjen je novim obveznicama emitiranim 20.4.2011. godine. (Godišnje izvješće JGL d.d., 2014.)

Utvrđene godišnje kamatne stope za pojedina razdoblja su (Godišnje izvješće JGL d.d., 2010.; Godišnje izvješće JGL d.d., 2012.; Godišnje izvješće JGL d.d., 2014.):

- 11. lipnja 2008. – 11. lipnja 2009. godine – 7,75%,
- 11. lipnja 2009. – 11. lipnja 2010. godine – 9,80%,
- 11. lipnja 2010. – 11. lipnja 2011. godine – 6,1125%,
- 11. lipnja 2011. – 11. lipnja 2012. godine – 6,1125%; za zamijenjene obveznice (74.850.000) – 5,25%, za nove obveznice – 5,35%,
- 10. lipnja 2012. – 09. lipnja 2013. godine – 6,1725%,
- 09. lipnja 2013. – 10. lipnja 2014. godine – 4,80%.

Kamatne stope na obveznice su, dakle, promjenjive, te su se od njihova izdavanja do 2014. godine kretale od 6,1125 do 9,80%.



Isplata Društva po osnovi prispjelih kamata iznosila je (Godišnje izvješće JGL d.d., 2010.; Godišnje izvješće JGL d.d., 2012.; Godišnje izvješće JGL d.d., 2014.) :

- 2009. godine – 9.687.500 kuna,
- 2010. godine – 12.250.000 kuna,
- 2011. godine – 8.116.054 kuna,
- 2012. godine – 10.122.875 kuna,
- 2013. godine – 8.641.500 kuna,
- 2014. godine – 6.720.000 kuna.

Iz navedenog je vidljivo da su obveznice važan dio dugoročnog financiranja. Iako se njihov udio u strukturi dugoročnog financiranja iz tuđih izvora značajno smanjio, s 90,8% u 2009. na 40,0% u 2014. godini, ovaj izvor financiranja još uvijek zauzima važnu poziciju u ukupnom financiranju poslovanja poduzeća.

#### **4.4. Financiranje dugoročnim bankovnim kreditima u Jadran – Galenskom laboratoriju d.d.**

Financiranje dugoročnim bankovnim kreditima u razdoblju od 2009. do 2014. godine Jadran–Galenskog laboratorija d.d. pokazuje značajan rast. U 2009. godini obveze po dugoročnim bankarskim kreditima iznosile su svega 2,2 mil. kuna, dok su u 2014. godini iznosile 183,4 mil. kuna, kao rezultat velikih investicijskih projekata poduzeća (tablica 3).

**Tablica 3.** Dugoročne obveze poduzeća Jadran–Galenskog laboratorija d.d. prema bankama 2009.-2014. (u kunama)

Banka	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Raiffeisenbank Austria d.d. Podružnica Rijeka	2.235.722					
Societe Generale – Splitska banka		20.032.282	14.498.807	33.537.822	21.587.032	12.432.308
Privredna banka Zagreb		15.226.819	12.339.379	48.925.775	36.146.165	3.153.294
Erste & Steiemarkische Bank		50.887.608	38.711.374	50.685.923	37.949.511	18.661.688
Hrvatska banka za obnovu i razvoj					75.517.595	149.189.474
<b>Obveze prema bankama</b>	<b>2.235.722</b>	<b>86.146.709</b>	<b>65.549.560</b>	<b>133.149.520</b>	<b>171.200.303</b>	<b>183.436.764</b>

**Izvor:** Izvješće o obavljenoj reviziji godišnjih financijskih izvještaja za 2010. godinu; Godišnje izvješće JGL d.d. 2011.; Godišnje izvješće JGL d.d. 2013.; Godišnje izvješće JGL d.d. 2014.

U 2009. godini poduzeće je iskazalo obveze po dugoročnim kreditima Raiffeisenbank Austrija d.d. Podružnica Rijeka za primljeni kredit za kupnju poslovnog prostora i trajna obrtna sredstva iz 2005. godine u iznosu od 1,0 mil. eura uz ugovaranje valutne klauzule na rok otplate od 7 godina, te ugovorenu kamatnu stopu EURIBOR + 5,5% godišnje. U 2010. godini Društvo je imalo obveze po dugoročnim kreditima prema tri banke (Erste&Steiermarkische Bank, SocieteGenerale – Splitska banka i Privredna banka Zagreb. Ukupne obveze iznosile su 86,1 mil. kuna. Navedeni dugoročni krediti odnose se na Program kreditiranja izvoznika i Program kreditiranja gospodarstva iz sredstava Hrvatske banke za obnovu i razvoj. Obveze po ovim kreditima smanjene su u 2011. godini za 24% u odnosu na 2010. godinu, dok su 2012. godini iznosile 133.149.520 kn ili dvostruko više nego u 2011. godini. Daljnji rast vidljiv je i u 2013. godini, i to na 171.200.303 kuna ili za 28,6% u odnosu na 2012. godinu te u 2014. godini na 183,4 mil. kuna što je rast od 7,1% u odnosu na 2013. godinu. Poduzeće je u svrhu osiguranja naplate upisalo bankama pravo vlasništva u korist kredita na nekretninama Društva (Izvješće o obavljenoj reviziji godišnjih financijskih izvještaja za 2010. godinu; Godišnje izvješće JGL d.d. 2014.).

#### **4.5. Financiranje leasingom u Jadran – Galenskom laboratoriju d.d.**

Osim obveznicama i dugoročnim bankovnim kreditima Jadran – Galenski laboratorij d.d. za dugoročno financiranje koristi i leasing. Dugoročne obveze prema leasing financijskim institucijama Društvo temelji na više ugovora o financijskom leasingu čiji su predmet osobni i teretni automobili, sustav čistih soba, strojevi za izradu i pakiranje lijekova, analitička oprema, laserski čitač kodova, sustav izrade očnih kapi, sterilizator. Poduzeće ne koristi operativni leasing.

Poduzeće je u razdoblju od 2009. do 2013. godine obveze po osnovi leasinga iskazivalo prema financijskim institucijama (Erste & Steiermarkische S-leasing, PBZ leasing d.o.o. i Unikredit leasing Croatia d.d.) u rasponu vrijednosti od 8,7 mil. kuna u 2010. godini do 12,6 mil. kuna u 2009. godini (tablica 4).

**Tablica 4.** Dugoročne obveze poduzeća Jadran–Galenskog laboratorija d.d. prema leasing društvima 2009.-2014.

( u kunama)

Leasing financijska institucija	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Erste & Steirermarske Bank	12.638.145	8.733.468	12.360.234	4.132.620	1.929.367	3.858.653
S–Leasing d.o.o.						
PBZ leasing d.o.o.				8.448.944	6.762.286	3.622.078
Unikredit leasing Croatia d.o.o.					1.161.320	1.182.193
Hypo leasing						8.019.922
OTP leasing						640.526
Raiffeisen leasing						6.711.189
SG leasing						2.022.636
Stanje 31.12.	12.638.145	8.733.468	12.360.234	12.581.564	9.852.973	26.057.197

**Izvor:** Izvješće o obavljenoj reviziji godišnjih financijskih izvještaja za 2010. godinu; Godišnje izvješće JGL d.d. 2011.; Godišnje izvješće JGL d.d. 2013.; Godišnje izvješće JGL d.d. 2014.

Uz financijske institucije prethodnih godina, poduzeće 2014. godine iskazuje obveze po osnovi leasinga i prema financijskim institucijama Hypo leasing, OTP leasing, Raiffeisen leasing te SG leasing. Obveze su, većinom zbog nabavke opreme za investiciju Svilno 2, povećane za 164,4% u odnosu na 2013. godinu kad su iznosile 9.9 mil. kn.

#### 4.6. Kapitalna struktura bilance Jadran–Galenskog laboratorija d.d.

Analiziranjem kapitalne strukture bilance Jadran–Galenskog laboratorija d.d. može se uočiti da je poduzeće u razdoblju od 2009. do 2014. godine povećalo ukupnu vrijednost kapitala za 225,2 mil. kuna (tablica 5).

**Tablica 5.** Bilanca Jadran–Galenskog laboratorija d.d.

( u kunama)

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
A) Potraživanja za upisani a ne uplaćen kapital						
B) Dugotrajna imovina	196.082.568	217.762.590	262.878.873	314.735.475	365.264.088	476.714.199
C) Kratkotrajna imovina	312.764.474	353.410.662	449.025.287	512.085.845	566.670.098	552.465.354
D) Plaćeni troškovi budućeg razdoblja i obračunati prihodi	5.761.513	7.614.544	4.503.520	6.018.272	7.697.728	5.636.785
<b>E) Ukupno – aktiva</b>	<b>514.608.555</b>	<b>578.788.796</b>	<b>716.407.680</b>	<b>832.839.592</b>	<b>939.631.914</b>	<b>1.034.816.338</b>
F) Izvanbilančni zapisi	–	–	84.168.259	110.313.814	83.670.947	352.302.753
A) Kapital i rezerve	167.968.988	202.106.280	262.436.684	315.335.685	387.613.592	393.217.826
B) Rezerviranja	–	–	–	917.341	1.012.986	940.947
C) Dugoročne obveze	137.643.971	219.880.177	217.186.461	285.175.751	320.665.943	349.274.628
D) Kratkoročne obveze	201.842.789	152.540.979	227.355.854	222.413.750	213.749.448	269.306.319
E) Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućeg razdoblja	7.152.807	4.261.360	9.428.681	8.997.065	16.589.945	22.076.618
<b>F) Ukupno – pasiva</b>	<b>514.608.555</b>	<b>578.788.796</b>	<b>716.407.680</b>	<b>832.839.592</b>	<b>939.631.914</b>	<b>1.034.816.338</b>
G) Izvanbilančni zapisi	–	–	84.168.259	110.313.814	83.670.947	352.302.753

**Izvor:** Izvješće o obavljenoj reviziji godišnjih financijskih izvještaja za 2010. godinu; Godišnje izvješće JGL d.d. 2011.; Godišnje izvješće JGL d.d. 2013.; Godišnje izvješće JGL d.d. 2014.

Temeljni kapital društva povećan je u 2014. godini za 59,6 mil. kuna u odnosu na 2013. godinu kao rezultat reinvestiranja dobiti. Istovremeno je društvo formiralo rezerve za vlastite dionice od 8,1 mil. kuna. Dugoročne obveze povećane su u 2014. godini za 28,6 mil. kuna, ili za 8,9% u odnosu na prethodnu godinu odnosno za 211,6 mil. kuna u šestogodišnjem razdoblju. Kratkoročne obveze u 2014. godini povećane su za 33,4% u odnosu na 2009. godinu. Također je primjetno da se stanje imovine iskazano u bilanci poduzeća Jadran–Galenski laboratorij d.d. poboljšava iz godine u godinu. Vrijednost dugotrajne imovine povećana je u 2014. godini za 280,6 mil. kn u odnosu na 2009. godinu ili za 143,1%. Najznačajnija povećanja dugotrajne imovine odnose se na ulaganja za izgradnju građevina novog proizvodnog pogona Svilno 2. Kratkotrajna imovina je porasla za 239,7 mil. kn ili za 76,6%. Struktura bilance prikazana je u tablici 6.

**Tablica 6.** Struktura bilance Jadran–Galenskog laboratorija d.d.

(u %)

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
A) Potraživanja za upisani a ne uplaćen kapital						
B) Dugotrajna imovina	38,1	37,6	36,7	37,8	38,9	46
C) Kratkotrajna imovina	60,8	61,1	62,7	61,5	60,3	53,4
D) Plaćeni troškovi budućeg razdoblja i obračunati prihodi	1,1	1,3	0,6	0,7	0,8	0,6
<b>E) Ukupno – aktiva</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
A) Kapital i rezerve	32,6	34,9	36,6	37,9	41,3	38
B) Rezerviranja	–	–	–	0,1	0,1	0,1
C) Dugoročne obveze	26,7	38,0	30,4	34,2	34,1	33,8
D) Kratkoročne obveze	39,3	26,4	31,7	26,7	22,7	26
E) Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućeg razdoblja	1,4	0,7	1,3	1,1	1,8	2,1
<b>F) Ukupno – pasiva</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

**Izvor:** Izračun autora.

Iz podataka u tablici vidljivo je da Jadran–Galenski laboratorij d.d. ima dobru kapitalnu strukturu. Udio kapitala i rezervi u pasivi poduzeća ima trend rasta u razdoblju od 2009. do 2014. godine, s 32,6 na 38,0%. Istovremeno je udio dugoročnih obveza u pasivi povećan s 26,7 na 33,8%, dok je udio kratkoročnih obveza smanjen, s 39,3 na 26,0%. Izračunati pokazatelji zaduženosti u tablici 7 ukazuju na stupanj zaduženosti poduzeća. Oni pokazuju koliko se Jadran–Galenski laboratorij financira iz tuđih, a koliko iz vlastitih sredstava, odnosno koliko se imovine financira iz vlastitog kapitala.

**Tablica 7.** Pokazatelji zaduženosti Jadran–Galenskog laboratorija d.d.

Pokazatelji zaduženosti	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Koeficijent zaduženosti = $\frac{\text{ukupne obveze}}{\text{ukupna imovina}}$	0,67	0,65	0,62	0,61	0,57	0,59
Koeficijent vlastitog financiranja = $\frac{\text{kapital}}{\text{ukupna imovina}}$	0,33	0,35	0,38	0,39	0,41	0,38
Koeficijent financiranja = $\frac{\text{ukupni dug (obveze)}}{\text{ukupni kapital}}$	2,02	1,84	1,69	1,60	1,38	1,58
Pokriće troškova kamata = $\frac{\text{EBIT}}{\text{godišnji troškovi kamata}}$	2,52	3,11	5,67	5,09	4,50	1,46
Faktor zaduženosti = $\frac{\text{ukupne obveze}}{\text{neto dobit + amortizacija}}$	8,78	7,48	5,44	5,50	5,46	14,08
Stupanj pokrića I = $\frac{\text{ukupni kapital}}{\text{dugotrajna imovina}}$	0,86	0,93	1,00	1,00	1,06	0,82
Stupanj pokrića II = $\frac{\text{(vlastiti kapital + dugoročne obveze)}}{\text{dugotrajna imovina}}$	1,56	1,94	1,82	1,91	1,94	1,55

**Izvor:** Izrada autora.

**Napomena:** Jednadžbe korištene u ovoj tablici preuzete iz izvora: Vukoja, B. Primjena analize financijskih izvještaja pomoću ključnih financijskih pokazatelja kao temelj donošenja poslovnih odluka, <http://www.revident.ba/public/files/primjena-analize-financijskih-izvjestaja-pomocu-kljucnih-financijskih-pokazatelja.pdf>

Koeficijent zaduženosti pokazuje do koje mjere poduzeće koristi zaduživanje. U razdoblju od 2009. do 2014. godine poduzeće pokazuje trend smanjenja što ukazuje na smanjenje financijskog rizika iako ono ne doseže preporučljivu razinu manju od 50%. Koeficijent vlastitog financiranja pokazuje koliko se imovina financira vlastitim sredstvima. U razdoblju od 2009. godine do 2014. godine povećan je sa 33 na 38%, a s obzirom da bi trebao biti veći od 50% može se reći da je odnos vlastitog financiranja ukupne imovine nepovoljan. Što je stupanj samofinanciranja veći to je i rizik poslovanja manji. Koeficijent financiranja smanjuje se od 2009. do 2013. godine te se približava poželjnoj vrijednosti. U 2014. godini povećao se za 20% u odnosu na prethodnu godinu zbog povećanja ukupnog duga. Ovaj koeficijent bi trebao biti manji ili maksimalno 1, odnosno 100%. Prema konzervativnom pristupu pokazatelj financiranja bi trebao biti 1:1. U suvremenim uvjetima poslovanja od tog se odnosa pomalo odstupa, pa se sve veći naglasak daje rezultatima postignutim ukupnim kapitalom, odnosno trajnoj snazi prihoda. U skladu s tim tolerira se veća zaduženost poduzeća te se pomiče odnos vlastitog i tuđeg kapitala prema omjeru 30:70, a u

mnogim bankama to predstavlja granicu kreditne sposobnosti poduzeća (Vukoja, 2015). Pokazatelj troškova pokrića ukazuje koliko bi puta poduzeće moglo pokriti troškove kamata iz svoje dobiti. Poželjan je što veći odnos jer je manja rizičnost podmirenja obveza po dospjelim kamatama. Prema pokazatelju u tablici Jadran–Galenski laboratorij d.d. je u razdoblju od 2009. do 2013. godine uvećao svoje pokriće troškova kamata za više od dvostruko. Dok je u 2009. godini mogao iz svoje dobiti 2,5 puta pokriti trošak kamata, u 2013. godini to je mogao 4,5 puta. U 2014. godini pokriće troškova kamata se smanjuje tri puta više nego u prethodnoj godini jer je dobit prije oporezivanja manja u 2014. godini i to za 67,5 %. Iz vrijednosti faktora zaduženosti može se vidjeti da je poduzeće smanjilo u razdoblju od 2009. do 2013. godine faktor zaduženosti, sa 8,78 na 5,46, te se približavalo kontrolnoj mjeri za ovaj pokazatelj koja iznosi 5 godina. Zbog povećanja ukupnih obveza i smanjenja neto dobiti u 2014. godini faktor zaduženosti se povećava na 14,08 što znači da ne može podmiriti svoje obveze unutar 5 godina te da je prezaduženo. Stupanj pokrića I i II pokazuju rast u razdoblju od 2009. do 2013. godine te pad u 2014. godini. Njihova vrijednost u šestogodišnjem razdoblju veća je od preporučene. Vrijednost stupnja pokrića I treba biti veća od 0,5, a stupnja pokrića II veća od 1. Vrijednost pokazatelja stupanj pokrića I porasla s 0,86 na 1,06 u 2013. godini ali u 2014. godini bilježi pad na 0,82 što ukazuje da je pokrivenost dugotrajne imovine vlastitim kapitalom smanjena s 86% u 2009. godini na 82% u 2014. godini. Vrijednost pokazatelja stupnja pokrića II iznosila je u 2009. godini 1,56, a u 2013. godini 1,94 pa se dio dugoročnih izvora mogao koristiti za financiranje kratkotrajne imovine. U 2014. godini vrijednost pokazatelja stupnja pokrića II pada te je gotovo ista kao i prije 6 godina.

Temeljem navedenog može se zaključiti da je tijekom razdoblja od 2009. do 2014. godine došlo do promjena u strukturi kapitala. Odluke o strukturi kapitala rezultirale su pozitivnim poslovnim rezultatima i smanjenjem negativnih pokazatelja zaduženosti poduzeća do 2014. godine koja je bila jedna od najzahtjevnijih poslovnih godina JGL-a. S obzirom na gospodarsku i geopolitičku krizu, koja je pogotovo zahvatila značajna tržišta Rusije i Ukrajine, drastični pad cijena lijekova u Hrvatskoj te smanjenu kupovnu moć potrošača, kretanje poslovanja JGL-a (pad dobiti u 2014. godini) nimalo ne začuđuje. Na pad dobiti posebno je utjecalo povećanje financijskih rashoda 2014. godine za 73,6 mil. kuna u odnosu na prethodnu godinu. Razlog tome je nagli rast negativnih tečajnih razlika zbog slabljenja ruske rublje. S obzirom na rizik, poduzeće bi trebalo kontinuirano pratiti izloženost valutnom

riziku te koristiti instrumente zaštite. Poduzeće teži optimalizaciji stupnja zaduženosti poduzeća, pa time i optimalnoj strukturi kapitala. S obzirom na nepovoljan odnos vlastitog i tuđeg kapitala, preporuka bi bila daljnje povećanje zadržane dobiti kako bi se osiguralo što više sredstva za financiranje iz vlastitih sredstava. Zadržanom dobiti poduzeće bi moglo dalje investirati, razvijati nove proizvode te se širiti na nova tržišta. S obzirom na analizu specifičnosti pojedinih tržišta, poduzeće je prepoznalo velike potencijale tržišta Bjelorusije, pa je preporuka usmjerenje na povećanje poslovanja na tom tržištu.



## 5. ZAKLJUČAK

Za financiranje poslovanja poduzeća se koriste različitim oblicima financiranja, koja se s obzirom na ročnost dijele na: kratkoročna, srednjoročna i dugoročna. U ovom završnom radu bilo je riječ o dugoročnom financiranju. Ono je posebno značajno za velika poduzeća, kada se akumulirana novčana sredstva putem dugoročnog financiranja upotrebljavaju za nabavu dugotrajne fiksne aktive.

Izvori dugoročnog financiranja mogu biti: neročni (vlastiti) koji nemaju rok dospijeća (kapital priskrbljen emisijom dionica ili iz financijskih rezultata) i ročni (tuđi) koji imaju rok dospijeća (kapital priskrbljen emisijom obveznica, dugoročnim kreditima i sl.). U odnosu na druge oblike financiranja dugoročno financiranje ima određene prednosti. Primjerice, u odnosu na vlastiti kapital, prednosti dugoročnog financiranja očituju se u sljedećem: preuzimanjem kreditnih sredstava vlasnici zadržavaju istu razinu kontrole nad poduzećem, upotrebom kreditnih sredstava mogu se ostvariti i niži novčani izdaci, kreditna su sredstva ponekad isključivi izvor kapitala, kreditna sredstva mogu osigurati bolju financijsku i poslovnu fleksibilnost, te korištenjem kredita mogu se ostvariti i porezne uštede. Međutim, dugoročno financiranje ima i svojih nedostataka pa je na financijskom menadžmentu da odabere najpovoljniji način financiranja.

Kada se govori o dugoročnom financiranju, onda se u prvom redu misli na financiranje dionicama i obveznicama. Osnovna razlika im je što jedan predstavlja kreditni vrijednosni papir (obveznica), a drugi vlasnički vrijednosni papir (dionica). Pri financiranju poslovanja poduzeće će pribjeći financiranju emisijom obveznica i preferencijalnih dionica, dok će kod ulaganja u vrijednosne papire dionice imati veće prednosti od obveznica. Vrijednosni papiri predstavljaju jedan od najznačajnijih izvora financiranja poduzeća, a investiranje u vrijednosne papire jedan je od najznačajnijih oblika ulaganja novca za investitore, precizno vrednovanje istih predstavlja najvažniji korak investitora pri odluci o kupnji, držanju ili prodaji vrijednosnih papira. Osim vrijednosnih papira kao izvora dugoročnog financiranja poduzeća, koriste se bankovni dugoročni krediti i leasing.

Provedena analiza dugoročnog financiranja u poduzeću Jadran–Galenski laboratorij d.d. u razdoblju od 2009. do 2014. godine pokazala je da se poduzeće u financiranju dugotrajne fiksne aktive koristi različitim instrumentima dugoročnog financiranja, i to kombinacijom vrijednosnih papira (obveznica), dugoročnim bankarskim kreditima i

leasingom. Poduzeće tijekom analiziranog šestogodišnjeg razdoblja smanjuje udio tuđih izvora financiranja i povećava udio vlastitih izvora s 32,6% u 2009. na 38,0%, čime se značajno smanjuje rizik naplate potraživanja dugovanja po osnove dugoročnog financiranja. U strukturi financiranja poduzeća došlo je značajnih promjena. U 2009. godini više od 90% dugoročnog financiranja ostvarivalo se po osnovi emitiranih obveznica, dok u 2014. godini poduzeće u znatno većem udjelu koristi bankarske kredite, i to po osnovi Program kreditiranja izvoznika i Program kreditiranja gospodarstva iz sredstava Hrvatske banke za obnovu i razvoj, a čije su kamatne stope niže od kamatnih stopa na obveznice.

U razdoblju od 2009. godine do 2013. godine, promjene u strukturi kapitala rezultirale su i poboljšanjem vrijednosti pokazatelja zaduženosti. Financijski rizik je smanjen uz povećanje financiranja poduzeća vlastitim kapitalom. Brži rast ukupnog kapitala od ukupnih obveza rezultira smanjenjem koeficijenta financiranja i njegovim približavanjem vrijednosti 1, kao i povećanjem pokrivača troškova kamata i smanjenja faktora zaduženosti. Stupanj pokrivača I i II također imaju zadovoljavajuću vrijednost. Međutim, u 2014. godini brži rast ukupnih obveza od kapitala dovodi do povećanja koeficijenta financiranja za 20% u odnosu na prethodnu godinu. Pokrivač troškova kamata smanjuje se tri puta zbog smanjenja dobiti prije oporezivanja a faktor zaduženosti se povećava te ukazuje da poduzeće svoje obveze može pokriti tek unutar 14 godina te da je prezaduženo. Pokrivenost dugotrajne imovine vlastitim kapitalom je smanjeno sa 86% u 2009. godini na 82% u 2014. godini. U 2014. godini stupanj pokrivača II pada te je vrijednost gotovo ista kao i 2009. godine.

Ako se uzmu u obzir financijski pokazatelji poslovanja poduzeća, koja pokazuju pozitivne poslovne rezultate i ostvarivanje dobiti od 2009. godine do 2013. godine, bez obzira na pad vrijednosti pokazatelja zaduženosti u 2014. godini, može se zaključiti da je poduzeće odabralo način financiranja koji odgovara načelima i pravilima financiranja te da će takav status zadržati i u budućnosti.

## LITERATURA

### 1) Knjige

1. Alajbeg, D., Bubaš, Z. (2001): *Vodič kroz hrvatsko tržište kapitala za građane*, Institut za javne financije, Zagreb.
2. Andrijanić, I. (1991): *Vanjskotrgovinsko poslovanje*, Mikrorad, Zagreb.
3. Bennett, R. (1994): *Management*, Informator, Potecon, Zagreb.
4. Bujan, I., (2014): *Poslovne financije*, Međimursko veleučilište u Čakovcu, Čakovec
5. Feldman, B., Obuljen, S. (1995): *Društva kapitala – Društvo s ograničenom odgovornošću – Dioničko društvo*, Faber&Zgombić Plus, Zagreb.
6. Foley, B. J. (1998): *Tržište kapitala*, Mate, Zagreb.
7. Ivanović, Z. (1997): *Financijski menadžment*, Hotelijerski fakultet Opatija, Opatija.
8. Marković, I. (2000): *Financiranje, Teorija i praksa financiranja trgovačkih društava*, RRiF Plus, Zagreb.
9. Orsag, S. (1992): *Financiranje emisijom vrijednosnih papira*, Institut za javne financije, Zagreb.
10. Perić, J. (2005): *Osnove vrednovanja poduzeća*, Fintrade & tours d.o.o., Rijeka.
11. Popović, Ž., Vitezić, N. (2000): *Revizija i analiza – instrumenti uspješnog donošenja poslovnih odluka*, Sveučilište u Rijeci i HZRFD, Zagreb.
12. Sefić, N. et. al. (2003): *Financije za poduzetnike i menadžere nefinancijske*, Adamić, CBA, M.E.P. Consulting, HITA, Rijeka – Zagreb.
13. Van Horne, J. C. (1993) *Financijsko upravljanje i politika (financijski menadžment)*, Mate, Zagreb.
14. Veselica, V. (1995): *Financijski sustav u ekonomiji*, Inženjerski biro, Zagreb.
15. Vukičević, M. (2000): *Financiranje malih poduzeća (Financiranje, investiranje, odlučivanje – teorija i praksa)*, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb.
16. Vukičević, M. (2006): *Financije poduzeća*, Golden marketing – Tehnička knjiga, Zagreb.

### 2) Časopisi

1. Deželjin, J. (1993): *Leasing i njegova isplativost u financiranju investicija*,

Računovodstvo i financije, XXXIX, br. 10, str. 3–11.

2. Ježovita, A., Žager, L., (2014): *Ocjena zaduženosti poduzeća pokazateljima profitabilnosti*, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, vol. 12, br. 1, str. 1-22
3. Kontuš, E. (2011): *Kratkoročno financiranje i njegove implikacije na solventnost i profitabilnost poduzeća*, Ekonomska misao i praksa, vol. 20, br. 2, str. 443–468.
4. Marković, I. (2005): *Kratkoročno financiranje*, RRiF, br. 9, str. 72–78.
5. Proklin, P., Proklin, M., Zima, J.(ur.) (2010): *Likvidnost poduzetnika u teoriji i praksi*, Zbornik radova XI. Savjetovanja “Upravljanje likvidnošću”, Hrvatski računovođa, Zagreb-Opatija, str. 3–7.
6. Šoštarić, B. (2002): *Ugovori o leasingu kao temelj privremenog uvoza*, RRiF, br. 5, str. 83–88.

### 3) Ostali izvori

1. Anić, Š., Klaić, B., Domović, Ž. (ur.) (2002): *Rječnik stranih riječi*, Sani-Plus, Zagreb.
2. Godišnje izvješće JGL d.d. 2011., [http://www.jgl.hr/media/785689/jgl\\_ukupno\\_2011.pdf](http://www.jgl.hr/media/785689/jgl_ukupno_2011.pdf) (12.08.2014.)
3. Godišnje izvješće JGL d.d. 2013., [http://www.jgl.hr/media/997044/jgl\\_31.12.2013.pdf](http://www.jgl.hr/media/997044/jgl_31.12.2013.pdf) (12.08.2014.)
4. Godišnje izvješće JGL d.d. 2013., [http://www.jgl.hr/media/1059802/jgl\\_31.12.2014..pdf](http://www.jgl.hr/media/1059802/jgl_31.12.2014..pdf) (28.09.2015.)
5. Izvješće o obavljenoj reviziji godišnjih financijskih izvještaja za 2010. godinu, [http://www.jgl.hrmedia/115784/godisnji\\_financijski\\_izvjestaj\\_jgl\\_31122010.pdf](http://www.jgl.hrmedia/115784/godisnji_financijski_izvjestaj_jgl_31122010.pdf) (12.08.2014.)
6. Revizijski izvještaj JGL 2009., [http://www.jgl.hr/media/38871/revizijski\\_izvjestaj\\_jgl\\_konsolidirani\\_2009.pdf](http://www.jgl.hr/media/38871/revizijski_izvjestaj_jgl_konsolidirani_2009.pdf) (12.8.2014.)
7. Vukoja, B. Primjena analize financijskih izvještaja pomoću ključnih financijskih pokazatelja kao temelj donošenja poslovnih odluka, <http://www.revident.ba/public/files/primjena-analize-financijskih-izvjestaja-pomocu-kljucnih-financijskih-pokazatelja.pdf> (19.03.2015.)
8. Zakon o trgovačkim društvima, NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 86/13.

## SAŽETAK

### **Dugoročno financiranje poduzeća Jadran-Galenski laboratorij d.d.**

Predmet istraživanja završnog rada je dugoročno financiranje poduzeća Jadran-Galenski laboratorij d.d. U okruženju kojeg karakteriziraju česte promjene kako na strani ponude tako i na strani potražnje stalna ulaganja u nove proizvode koji udovoljavaju potrebama i zahtjevima kupaca jedan su od temeljnih čimbenika uspješnog poslovanja poduzeća. Ulaganje u proširenje proizvodnog kapaciteta poduzeća povezano je uz dugoročno financiranje. Ono obuhvaća pozajmljivanje novčanih sredstava za vrijeme duže od pet godina. U segmentu farmaceutskih proizvoda od morske soli Jadran-Galenski laboratorij d.d. zauzima osmo mjesto na međunarodnom tržištu. Kako bi zadržao i poboljšao poziciju na tržištu proteklih godina investira značajna financijska sredstva u razvoj i proširenje poduzeća. Novim investicijama poduzeće osigurava rast prihoda, a pri tome koristi različite izvore dugoročnog financiranja, i to kombinaciju vrijednosnih papira (obveznica), dugoročnim bankarskim kreditima i leasingom. Kako bi se dao što bolji pregled dugoročnog financiranja u poduzeću Jadran-Galenski laboratorij d.d. istraživanje je provedeno u razdoblju od šest godina (2009.-2014.) godine, te izvršena analiza strukture dugoročnog financiranja u tom razdoblju. Komparacijom rezultata poslovanja i korištenih izvora dugoročnog financiranja dolazi se do saznanja o primjerenosti odabranog modela financiranja. Poduzeće se u financiranju dugotrajne fiksne aktive koristi kombinacijom različitih instrumenata dugoročnog financiranja: vrijednosnim papirima (obveznice), dugoročnim bankarskim kreditima i leasingom. Promjenama u strukturi kapitala smanjen je udio tuđih izvora financiranja uz povećanje vlastitih izvora. Time su ujedno poboljšane vrijednosti pokazatelja zaduženosti, što ukazuje da je poduzeće u proteklom šestogodišnjem razdoblju donijelo dobre poslovne odluke vezane uz zaduživanje bez obzira na pad vrijednosti pokazatelja zaduženosti u 2014. godini.

**Ključne riječi:** dugoročno financiranje, struktura kapitala, poslovni rezultat poduzeća.

## SUMMARY

### **Long-term financing of Jadran Galenski Laboratory company**

The final issue of research topic deals with a long term financing structure of Jadran Galenski Laboratory company. In an environment that is characterized by frequent changes in both sides, supplies and demands, constant investments in new products is one of the fundamental factor in successful bussines process. Investment in expanding production capacity is associated with long-term financing and involves borrowing funds for a long term period. Jadran Galenski Laboratory is placed on a particulary high level among other international companies worldwide, in terms which affects the area of pharmaceutical products of sea salt. In order to maintain and improve its market position company invested significant funds in the development and expansion in recent times. Company provides the new investments that enables income increasement meanwhile using the different sources of long-term financing such as bonds, loans and leasing. In terms of providing a better overview for a long-term financing structure, company make a detailed analysis (period: 2009 – 2014). Comparing the results of operations and the sources of long term financing has been concluded the appropriateness of the selected financing model. In a long term planning within financing system the company uses a combination of various instruments: bonds, long term bank loans and leasing. The changes inner capital structure reduce others funding sources while increase their own sources. The value of the gearing ratio has also enhanced which indicates that the company made a good business decisions related to borrowing during the last six years regardless of the drop in the value of the gearing ratio in 2014 .

**Key words:** long-term financing, capital structure, the company business results.