

SVEUČILIŠTE
JOSIPA JURJA STROSSMAYERA U OSIJEKU

EKONOMSKI FAKULTET U OSIJEKU

Vladimir Srb
Branimir Marković

AKTUALNA FINANCIJSKA PROBLEMATIKA

Zbornik radova sa 6. znanstvene konferencije
Katedri za financije ekonomskih fakulteta Hrvatske

Izdavač: Ekonomski fakultet u Osijeku
 Za izdavača: prof.dr.sc. Željko Turkalj
 Recenzenti: prof.dr.sc. Branko Novak
 prof.dr.sc. Branko Matić
 Urednici: prof.dr.sc. Branimir Marković
 prof.dr.sc. Vladimir Srb
 Organizacijski odbor: prof.dr.sc. Branimir Marković
 mr.sc. Domagoj Karačić
 mr.sc. Domagoj Sajter
 Priprema: mr.sc. Domagoj Karačić
 mr.sc. Domagoj Sajter
 Tisak: MIT d.o.o., Osijek

CIP – Katalogizacija u publikaciji
 GRADSKA I SVEUČILIŠNA KNJIŽNICA OSIJEK

UDK 336(497.5)(063)
 ZNANSTVENA konferencija Katedri za
 financije ekonomskih fakulteta Hrvatske (6
 ; 2007 ; Osijek)

Aktualna financijska problematika:
 zbornik radova sa 6.znanstvene
 konferencije Katedri za financije
 ekonomskih fakulteta Hrvatske/ uredili
 Vladimir Srb, Branimir Marković. - Osijek
 : Ekonomski fakultet, 2007.

ISBN 978-953-253-027-8

1. Srb, Vladimir, pravnik 2. Marković,
 Branimir, ekonomist

111217098

Zbornik radova sa 6.znanstvene konferencije je tiskan uz potporu Ministarstva znanosti, obrazovanja i sporta Republike Hrvatske u okviru tri projekta: 1.Financiranje lokalne i regionalne samouprave u nedovoljno razvijenim krajevima (broj 010-0102290-2446), 2.Bankarski sustav i financiranje policentričnog razvitka (broj 010-0102290-1284) i 3. Restrukturiranje trgovačkih društava u poslovnim teškoćama (broj 010-0102290-2292).

SADRŽAJ

Uvodna riječ	5
Sažetci	7
Damir Baran, Ana Rimac Smiljanić: Utjecaj ograničenja kreditnog rasta banka na mogućnosti financiranja sme u hrvatskoj	13
Vinko Barić: Integrirana zdravstvena zaštita kao faktor veće učinkovitosti zdravstvenoga sustava	27
Marijana Ćurak: Konvergencija tržišta osiguranja i tržišta kapitala	45
Saša Drezgic: Utjecaj pakta o stabilnosti i razvoju na gospodarski rast ekonomija europske unije	55
Antun Jurman: Multiplikacija kredita i depozita – čimbenik rasta financijskog potencijala i profitabilnosti banke	63
Domagoj Karačić: Leasing – alternativni model financiranja	77
Dubravka Mahaček: Državna revizija u republici hrvatskoj	87
Stipan Penavin, Dubravka Pekanov: Izvedenice na hrvatskom tržištu kapitala	97
Zdenko Prohaska, Bojana Olgić-Draženović: Financijske inovacije - novi financijski instrumenti u poslovanju financijskih institucija	107
Petar Proklin, Blaženka Hadrović Zekić, Ivo Mijoć: Standardizacija financijskog izvještavanja na internetu	117
Domagoj Sajter, Danica Živković: Opcije eksternog kratkoročnog financiranja trgovačkih društava u republici hrvatskoj	129
Saša Žiković: Primjena predviđanja volatilnosti pomoću garch modela u svrhu mjerenja robnog rizika: primjer naftnih futures ugovora	147
Igor Živko, Josipa Spajić, Branimir Skoko: Opcije kao instrument zaštite od kamatnog rizika u bankarstvu	155

mr. sc. Domagoj Sajter
Ekonomski fakultet u Osijeku

Danica Živković

OPCIJE EKSTERNOG KRATKOROČNOG FINANCIRANJA TRGOVAČKIH DRUŠTAVA U REPUBLICI HRVATSKOJ¹

SAŽETAK

Obradene su najčešće opcije kratkoročnog eksternog financiranja trgovačkih društava u Republici Hrvatskoj: trgovački kredit, komercijalni zapisi, bankarski neosigurani zajmovi, te osigurani zajmovi (uz kolateral vrijednosnih papira, financiranje potraživanja, faktoring, ili financiranje zaliha). Trgovački je kredit u pravilu najčešći kratkoročni eksterni izvor financiranja, dok je financiranje komercijalnim zapisima ograničena mogućnost uglavnom nedostupna manjim i novijim društvima.

Hrvatsko financijsko tržište temelji se bankovnom sustavu i izrazito je bankocentrično, stoga banke najčešće vode glavnu riječ kada se radi o eksternom financiranju. Prodaja domaćih banaka, osim dobro poznatih negativnih efekata, donijela je i povećanje ponude kredita i sofisticiranije usluge financiranja. Kao rezultat navedenoga, bankovni su krediti sve više specijalizirani i u načelu pristupačniji, te se ponuda mogućnosti kratkoročnog financiranja neprestano povećava. Jedna od ovih mogućnosti, također obrađena radom, je i faktoring, koji se kod nas sve češće koristi. Ponuđeni su i konkretni primjeri kako bi materija bila bolje razjašnjena.

KLJUČNE RIJEČI

kratkoročno financiranje, struktura kapitala, trgovački kredit, komercijalni zapisi

1. UVOD

Financiranje je ishodišna točka svake poslovne aktivnosti, jedna je od najbitnijih funkcija svakog trgovačkog društva, te predstavlja poslovnu politiku kroz koju tvrtka odlučuje o pribavljanju i upravljanju novčanim sredstvima. Eksternim financiranjem, odnosno financiranjem iz vanjskih (tuđih) izvora tvrtka preuzima obveze koje se odnose na vraćanje sredstava i plaćanje naknade. Sredstva prikupljena kratkoročnim eksternim financiranjem² koriste se za obavljanje tekućeg

¹ Sukladno članku 2. točki 2. Odluke rektorskog zbora o nužnim uvjetima za ocjenu nastavne i stručne djelatnosti u postupku izbora u znanstveno-nastavna zvanja (Urbroj: RZ 2158-60-01/05-244), rad je nastao u suradnji sa studentom Danicom Živković, i proizišao je iz njenog diplomskog rada.

² U stranoj se literaturi termin 'financiranje' (eng. financing) najčešće odnosi na kratkoročno financiranje, dok se

poslovanja i podmirivanje dospjelih obveza u roku do jedne godine, a troškovi kratkoročnog financiranja ovise o opsegu financiranja, cijeni izvora, i trajanju razdoblja financiranja. Kratkoročno financiranje najčešće je jeftinije i dostupnije od dugoročnog, no treba voditi računa o ročnoj usklađenosti kako se dugoročne investicije ne bi financirale (samo) iz kratkoročnih izvora. Pogreška koja se najčešće čini pri planiranju eksternog financiranja (kratkoročnog, ali isto tako i dugoročnog), je preoptimistično prognoziranje budućeg poslovanja, odnosno budućih priljeva sredstava iz kojih će se podmirivati obveze po osnovi zaduženja. Pri poslovnom planiranju potrebno imati određenu dozu optimizma, no važnije je zadržati ispravnu mjeru realnosti i objektivnosti kako se ne bi u pitanje doveo opstanak društva.

Podmirenje kratkoročnih obveza tuđim novcem potrebno je izbjegavati ako je trošak takvog financiranja viši od kratkoročnog troška vlastitog kapitala. Drugim riječima, ako vlastiti novac kratkoročno možemo oploditi po višoj kamatnoj stopi od kamatne stope koju nam obračunava naš eksterni izvor financiranja, mudrije je vlastite izvore umnožavati po višoj stopi, a za kratkoročne potrebe koristiti tuđi novac, jer iz razlike možemo ostvariti dobit. Ipak, ovo je uglavnom teže ostvarivo, stoga je potrebno koristiti vlastita sredstva za podmirenje kratkoročnih obveza kad god je to moguće. Kada to nije izvedivo, pribjegava se eksternim izvorima financiranja.

Najčešće opcije eksternih kratkoročnih izvora financiranja između kojih tvrtka u Republici Hrvatskoj može birati su trgovački kredit, kreditna linija, revolving kredita (neosigurani kratkoročni bankarski krediti), financiranje emisijom komercijalnih zapisa, financiranje potraživanja, faktoring, te financiranje zaliha. Upravo navedene opcije bit će obrađene ovim radom.

Brojni su faktori koji utječu na odluke o izboru izvora financiranja, a Romano et al. (2001) istakli su (među ostalima): poslovnu kulturu, karakteristike poduzetnika, prethodna iskustva poduzetnika, poslovne ciljeve, stadij poslovnog životnog ciklusa, preferiranu vlasničku strukturu, stav prema odnosu kratkotrajnog i dugotrajnog duga (i zaduživanju općenito), starost i veličinu društva, gospodarsku granu (djelatnost) društva, moguće izvore financiranja rasta, starost/iskustvo direktora i uprave, stav prema kontroli i nezavisnosti, te razinu spremnosti prihvatanja rizika.

2. TRGOVAČKI KREDIT

Trgovački kredit uobičajen je način kratkoročnog financiranja tvrtki, a temelji se na odgodi plaćanja kod koje kupac ne mora platiti robu odmah nakon isporuke, već mu je odobreno određeno razdoblje odgode plaćanja. Tijekom tog razdoblja, proizvođači i/ili prodavači dobara i usluga u biti odobravaju kredit kupcu. Takav se kredit naziva trgovački (dobavljački) kredit.

Tri su uobičajena tipa trgovačkog kredita:

- a) Otvoreni račun (dogovor o otvorenom računu). Ovim dogovorom prodavatelj isporučuje robu kupcu i ispostavi fakturu sa specifikacijom poslane robe, ukupnom svotom koju treba platiti i uvjetima prodaje. Prodavatelj odobri kredit kupcu na osnovi vlastitog istraživanja o njegovom kredititetu, kupac ne potpisuje nikakav formalni instrument zaduženja u kojem je vidljiv iznos

dugoročno financiranje naziva investiranjem (eng. investing).

koji duuguje prodavatelju. Na kupčevoj se bilanci kredit otvorenog računa vodi kao obveza prema dobavljačima.

- b) Obveze po izdanim vlastitim vrijednosnicama (mjenica). U nekim situacijama umjesto otvorenog računa koriste se vlastite mjenice. Kupac potpisuje mjenicu koja označava dug prodavatelju. Mjenica poziva na plaćanje određenog dana u budućnosti. Koristi se kada prodavatelj želi da kupac formalno prizna dug.
- c) Trgovački akcept kojim se formalno priznaje zaduženje kupcu. Prodavatelj vuče mjenicu na kupca, te nalaže da kupac plati mjenicu na neki budući datum. Prodavatelj neće isporučiti robu dok kupac ne prihvati vremensku mjenicu. Prihvaćajući mjenicu kupac određuje banku kod koje će mjenica biti plaćena kad stigne na naplatu, te tada mjenica postaje trgovački akcept.

Ukoliko je odgođeno plaćanje računa dio poslovne politike društva, trgovački kredit postaje ugrađeni izvor financiranja koji se mijenja s obujmom proizvodnje. Kako se povećava proizvodnja i odgovarajuće nabavke, povećava se obveza prema dobavljačima i dio sredstava potrebnih za financiranje povećanja proizvodnje. Padom proizvodnje obveze se prema dobavljačima smanjuju. Pod ovakvim okolnostima trgovački kredit nije neograničen izvor financiranja, te ovisi o planovima nabave koji su ovisni o obujmu proizvodnje.

Trgovački kredit kao oblik kratkoročnog financiranja ima nekoliko prednosti. Najznačajnija prednost je raspoloživost. Obveze prema dobavljačima mnogim tvrtkama predstavljaju stalan oblik kreditiranja. Nema potrebe da se financiranje formalno zaključuje jer je ono već uhodano. Kod većine ostalih oblika kratkoročnog financiranja potrebno je formalno pregovarati o uvjetima kredita. Kod ostalih izvora kratkoročnog financiranja proteći će određeno vrijeme između trenutka u kojem se pojavila potreba za sredstvima i vremena kada će tvrtka biti u mogućnosti posuditi ih. Uz navedeno, dobavljač promatra povremene poremećaje u plaćanjima mnogo manje kritičnim okom od banaka i sličnih kreditora.

Negativni aspekti trgovačkog kredita vezani su uz trošak financiranja. Trgovački kredit uključuje troškove za korištenje sredstava na određeno vrijeme, a taj trošak može biti vrlo visok. Trošak trgovačkog kredita snosi kupac, dobavljač ili obje strane. Dobavljač može biti u mogućnosti prevaliti trošak kupcu u obliku viših cijena. No, potražnja se može znatno smanjiti ako se poveća cijena, te dobavljač može biti protiv podizanja cijena i na taj način snositi većinu troška trgovačkog kredita. Kupac koji snosi sav trošak može tražiti alternativne dobavljače. Također, kreditor može nametnuti ograničenja tvrtki i tražiti osiguranje.

Potrebno je istaći kako tvrtka može odgoditi plaćanje i poslije roka dospjeća, premda je to u suprotnosti s dobrim poslovnim običajima i nerijetko ruši rating društva. "Otezanje" s podmirenjem računa nosi troškove propuštenog diskonta, mogući obračun penala za kasno plaćanje, te teže mjerljive troškove pada kreditibiliteta i poslovnog ugleda. U Hrvatskoj se otezanja događaju prilično često, te deformiraju poslovanje do mjere kada neplaćanje postaje uzorak „normalnog“ poslovnog ponašanja.

Poslovni subjekti koji imaju veliku pregovaračku moć i značajan udio na tržištu (pre)često iskorištavaju svoju nadmoćnu poziciju, te nerijetko plaćaju nakon roka dospjeća. Dobavljači, u

inferiornoj poziciji, silom prilika prate otežanje plaćanja kako ne bi narušili poslovni odnos i izgubili kontakt s tržišnim liderom, osobito kada je rizik gubitka zbog nenaplativih potraživanja zanemariv. Jedinu izlaz koji dobavljači imaju u ovoj situaciji jest obračunati indirektni trošak produljenja kredita, te ga ukalkulirati i na taj način povećati cijenu.

PRIMJER 1. Trošak financiranja trgovačkim kreditom

Dobavljač kreditira kupca u razdoblju u kojem je ugovorena odgoda plaćanja. Tako društvo 'A' dobiva sirovine ili materijal za potrebe vlastite proizvodnje na današnji dan, uz obvezu plaćanja računa od 100.000,00 kn za 30 dana. Zapravo dobiva kratkoročan beskametni kredit dospijeca 30 dana.

Društvo A bi, u načelu, račun trebalo platiti posljednjeg tridesetog dana, kako bi kreditno razdoblje bilo što dulje. U tom je razdoblju ponekad moguće nabavljene sirovine ili materijal preraditi u gotove proizvode i prodati i tako osigurati novčana sredstva za plaćanje računa. Trgovački kredit besplatan je kratkoročan izvor financiranja, ukoliko dobavljač ne nudi kupcu gotovinski diskont (popust u novcu), odnosno popust u nabavnoj cijeni.

U uvjetima plaćanja „2/10, neto 30“ kupcu se nudi popust 2% ako robu plati u roku 10 dana³. Ako kupac popust ne iskoristi i račun plati tridesetog dana, na dan dospijeca, tada nabavna cijena neće biti snižena 2% te će uporaba ovog izvora posljednjih 20 dana stajati 2%. Tako se pojavljuje trošak propuštenog gotovinskog diskonta što je zapravo oportunitetni trošak financiranja trgovačkim kreditom. Ponuđeni gotovinski diskont se može iskoristiti i tako smanjiti nabavna cijena robe, ali time se smanjuje i razdoblje kratkoročnog financiranja.

Trošak propusta da se ostvari gotovinski diskont =

$$\frac{\text{Postotak_diskonta} * 100}{100\% - \text{Postotak_diskonta}} * \frac{360}{\text{Dana_dospijeca} - \text{Razdoblje_diskonta}}$$

³ Uvjeti prodaje specificirani u fakturi mogu se razvrstati u nekoliko kategorija prema razdoblju u kojem se očekuje izvršenje plaćanja, te prema uvjetima popusta u novcu.

- COD i CBD- bez odobrenja kredita; uvjet COD (cash on delivery) znači plaćanje nakon isporuke robe. Prodavatelj može tražiti plaćanje prije isporuke CBD (cash before delivery) kako bi izbjegao rizik. Bilo pod uvjetima COD ili CBD prodavatelj ne odobrava trgovački kredit.
- Odgođeno plaćanje - bez popusta u novcu; kada je odobren kredit prodavatelj određuje rok plaćanja. Uvjet „neto 30“ znači da račun mora biti plaćen u roku od 30 dana. Ako prodavatelj fakturira jednom mjesečno može postaviti uvjete kao neto/15 EOM (EOM- end of the month- kraj mjeseca) što znači da sva roba isporučena prije kraja mjeseca mora biti plaćena do 15. sljedećeg mjeseca.
- Odgođeno plaćanje - s popustom u novcu; uz odgađanje kredita prodavatelj može odobriti i popust u novcu (gotovinski diskont) ako se račun plati u ranijem dijelu odobrenog odgođenog perioda. Uvjet „2/10 neto 30“ označava da prodavatelj nudi 2% popusta ako se račun podmiri unutar 10 dana, u suprotnom kupac mora platiti puni iznos u roku od 30 dana. Popust u novcu se nudi kao poticaj kupcu da plaćanje izvrši ranije.

Kod fakture od 100,00 kn može se platiti 98,00 kn do desetog dana, ili 100,00 kn nakon 30 dana. To bi predstavljalo korištenje 98,00 kn tijekom 20 dana uz trošak od 2,00 kn. Trošak propusta da se ostvari gotovinski diskont iznosi:

$$\frac{2\% * 100}{100\% - 2\%} * \frac{360}{(30 - 10)} = 36,73\% \text{ (godišnje)}$$

Trošak trgovačkog kredita pada što je odobreni period duži u odnosu na period popusta. Kada bi uvjeti bili 2/10, neto 60 trošak propusta iznosio bi:

$$\frac{2\% * 100}{100\% - 2\%} * \frac{360}{(60 - 10)} = 14,7\%$$

3. KOMERCIJALNI ZAPISI

Komercijalni zapis je prenosivi kratkoročni dužnički vrijednosni papir, danas najčešće u nematerijaliziranom obliku. Omogućuje podmirenje kratkoročnih potreba izdavatelja na način da izdavatelj, ovisno o situaciji na tržištu, izdaje tranšu zapisa. Obzirom da predstavljaju obećanje plaćanja, komercijalne zapise u mogućnosti su emitirati samo tvrtke višeg kreditnog ratinga koje na taj način obično postižu nižu kamatnu stopu od trenutne kamatne stope na kratkoročne kredite, što komercijalne zapise za njih čini atraktivnim načinom kratkoročnog financiranja.

Komercijalni zapisi izdaju se kao pojedinačno izdanje (utvrđuje se najniža cijena i rok dospijeca) ili u tranšama, odnosno jednom izdanju od više serija (za svaku seriju potrebno utvrditi najnižu cijenu i rok dospijeca). Uspostavom programa komercijalnih zapisa povećava se fleksibilnost financiranja kroz izdavanje tranši komercijalnih zapisa različitih dospijeca, iznosa i cijene, u skladu s financijskim potrebama izdavatelja.

Komercijalni zapis najčešće je neosigurani vrijednosni papir, no u slučaju kad se izdaje bez instrumenta osiguranja predstavlja prilično rizično ulaganje. Stoga tvrtke mogu koristiti različite instrumente osiguranja čime se smanjuje stupanj rizika za potencijalnog kupca (asset-backed izdanja tj. izdanja komercijalnih zapisa s određenom imovinom kao kolateralom, ili s bankom kao jamcem).

Emitent komercijalnih zapisa mora platiti odgovarajuću cijenu novca, odnosno kamatu. Praksa je da se komercijalni zapisi prodaju uz diskont, prethodno obračunatu kamatu kojom se umanjuje nominalna vrijednost komercijalnog zapisa. Po dospijecu emitent plaća imatelju komercijalnog zapisa puni tj. nominalni iznos.

Postoje dva osnovna načina izdavanja komercijalnih zapisa:

- a) Izdavatelj izravno prodaje komercijalne zapise kupcima (zajmodavcima). Financijske kompanije (obično vezane uz velike proizvodne korporacije) emitiraju komercijalne zapise prvenstveno institucionalnim investitorima – mirovinskim fondovima, osiguravajućim društvima, investicijskim fondovima.

- b) Izdavalatelj putem agenta izdanja pripremi izdanje, a preko ovlaštenog dilera prodaje komercijalne zapise na tržištu kratkoročnih vrijednosnih papira. Posrednici kupuju komercijalne zapise od emitenata i prodaju ih investitorima. Komercijalne zapise emitiraju proizvodne tvrtke ili financijske kompanije koje su premale da bi imale vlastitu mrežu posrednika za distribuciju zapisa.

Imatelj komercijalnog zapisa koji ga naplaćuje o dospelju ne mora nužno biti osoba koja ga je stekla na primarnom tržištu. Kao kratkoročni vrijednosni papir komercijalni zapis je predmet trgovanja na tržištu novca, te je stoga za zajmodavce važno postojanje tržišta novca na kojem oni u svako vrijeme mogu prodajom zamijeniti komercijalne zapise za likvidna sredstva. U razdoblju do dospelja imatelj komercijalnog zapisa koji ga je stekao izravno od izdavalatelja ili na tržištu novca, u slučaju potrebe za likvidnim sredstvima zapise može ponovo prodati na tržištu novca. Posljednji imatelj konzumira sva prava koja proizlaze iz vlasništva nad komercijalnim zapisom tj. pravo na nominalni iznos naveden na komercijalnom zapisu.

Emisijom komercijalnih zapisa izdavalatelj pribavlja sredstva od šireg kruga investitora, najčešće uz pomoć nekog investicijskog poduzeća. Uspjeh emisije ovisi o kamatnom prinosu komercijalnih zapisa, popustu za robu emitenta što se može kupiti komercijalnim zapisima, bonitetu emitenta, podršci poslovne banke emitenta. Kupcu (investitoru) komercijalni zapisi nose prinos, kamatu, ili (najčešće) zaradu u obliku diskonta.

Kao nedostaci financiranja komercijalnim zapisima mogu se navesti:

- nesiguran plasman predstavlja najveći problem izdavalatelju, poglavito ako nema visok bonitet. Izdavalatelj bi u tom slučaju trebao prethodno pronaći potencijalnog kupca i dogovoriti osnovne uvjete emisije. Tek ako su oni povoljni za obje strane tada bi se trebao pokrenuti postupak izdanja
- nemogućnost realne procjene boniteta izdavalatelja komercijalnih zapisa predstavlja osobit problem za potencijalnog investitora

Prednosti financiranja tvrtke emisijom komercijalnih zapisa:

- očekuje se da će izdavanjem komercijalnih zapisa tvrtka pribaviti financijska sredstva po prihvatljivim cjenovnim uvjetima. Kamata na iznos komercijalnih zapisa može biti niža od bankarske kamate, i utjecati na niže troškove financiranja tvrtke
- postupak izdavanja je relativno jednostavan i vremenski prihvatljiv
- komercijalni zapis kao vrijednosni papir je u svakom trenutku moguće prodajom na tržištu zamijeniti za likvidna sredstva
- mogućnost refinanciranja – u slučaju da izdavalatelj nakon isteka roka dospelja nije u mogućnosti podmiriti obveze koje proizlaze iz komercijalnih zapisa, izdavalatelj može izdati nove komercijalne zapise za podmirenje obveze, što će biti izvršeno njihovom zamjenom. Izdavalatelj zapravo transformira kratkoročno zaduženje u dugoročno
- prilagođavanje veličine izdanja, ročnosti i dinamike financiranja potrebama izdavalatelja
- spajanje ponude i potražnje odnosno strukturiranje takvog komercijalnog zapisa koji najbolje odgovara potrebama izdavalatelja s jedne strane, i potrebama investitora s druge strane

- izgrađivanje ratinga izdavalatelja
- oslobađanje kreditnih linija prema poslovnim bankama, te oslobađanje imovine od hipoteke - komercijalni zapis je najčešće neosigurani vrijednosni papir
- širenje baze investitora; sve značajniji investitori u komercijalne zapise tvrtki su investicijski fondovi, osiguravajuća društva, mirovinski fondovi, brokerske kuće i dr.
- nakon uspostave programa izdavalatelji mogu pribaviti novčana sredstva u vrlo kratkim rokovima

Komercijalni zapisi u Hrvatskoj su vrijednosni papiri s rokom dospelja do godinu dana, a u SAD-u do 270 dana. Izdanja tvrtki u RH uglavnom su bila na rok od 182 do 364 dana, a 2006. godine kamatne stope izdanih komercijalnih zapisa iznosile su između 3,4 i 4,9%, što je puno niže od razine prosječnih kamatnih stopa na kratkoročne kredite društvima u Hrvatskoj. Prosječna kamatna stopa na kratkoročne kredite u ožujku bila je na razini od 7,5 posto, pa su komercijalni zapisi sve atraktivniji za kratkoročno financiranje tvrtki, pogotovo zbog ograničenog rasta plasmana banaka.

Tržište komercijalnih zapisa u posljednjih godinu dana vrlo je aktivno. Na dan 30. rujna 2006.g. (prikazano u tablici 1.) u opticaju su bile po dvije tranše Atlantske plovidbe, Ingre, Magme i M-SAN Grupe, te pojedina Atlantic Grupe, Belišća, Dalekovoda, Istraturista, Jadran-Galenskog laboratorija, Lure, Medike, Oktal Pharme, i PBZ Card-a, ukupnog nominalnog iznosa 682,0 milijuna.

Tablica 1. Pregled tržišta komercijalnih zapisa na dan 30. rujna 2006

	Agent izdanja i dealer programa	emitirano		u opticaju	
		iznos (mil. kn)	broj tranši	iznos (mil. kn)	broj tranši
Jadranka d.d.	PBZ	82,08	8	0,00	0
Podravka d.d.	PBZ	330,00	8	0,00	0
Belišće d.d.	PBZ	198,50	1	10,00	1
Pliva d.d.	PBZ	450,00	3	0,00	0
LURAd.d.	PBZ	105,00	2	22,00	1
Atlantic Grupa	RBA	95,00	3	30,00	1
Kraš d.d.	PBZ	95,00	4	0,00	0
MEDIKA d.d.	PBZ	100,00	2	40,00	1
Ingra d.d.	PBZ	55,00	2	55,00	2
Dalekovod d.d.	PBZ	75,00	1	75,00	1
Magma d.d.	PBZ	55,00	2	55,00	2
Atlanska plovidba	PBZ	70,00	2	70,00	2
PBZ CARD d.o.o.	PBZ	85,00	1	85,00	1
M SAN Grupa	PBZ	90,00	2	90,00	2
Oktal Pharm	RBA	50,00	1	50,00	1
Istraturist d.d.	ZABA	70,00	1	70,00	1
JGL d.d.	PBZ	30,00	1	30,00	1
UKUPNO		2.057,58	55	682,00	17

Izvor: <http://www.pbz.hr/default.asp?g=200405070000001>

Značaj komercijalnih zapisa prva je u Hrvatskoj prepoznala Pliva, koja je 1998. izdala euro-komercijalne zapise⁴ u iznosu od 100 milijuna USD. Svoje potrebe za kratkoročnim izvorima financiranja na taj je način zadovoljilo još pet hrvatskih tvrtki: Podravka, Jadranka, Belišće, Atlantic Trade i Lura.

Direkcija tržišta kapitala, Sektor investicijskog bankarstva Privredne banke Zagreb tržišni je lider u aranžiranju izdavanja tranši komercijalnih zapisa s 89,6%-tnim udjelom u ukupnom iznosu aranžiranih tranši na primarnom tržištu komercijalnih zapisa.

Vlasnici u Hrvatskoj u pravilu drže komercijalne zapise do dospijeća, te je trgovanje komercijalnim zapisima na sekundarnom tržištu kod nas slabo razvijeno. Tomu svjedoči i podatak da je u prvih šest mjeseci 2006. godine ukupan promet komercijalnim zapisima na Zagrebačkoj burzi (ZSE) iznosio 9,5 milijuna kuna, što predstavlja 4,5 posto prosječnog dnevnog ukupnog prometa ostvarenog na ZSE.

⁴ komercijalni zapisi izdani u stranoj valuti

4. BANKARSKI NEOSIGURANI ZAJMOVI

Bankarski neosigurani se zajmovi pojavljuju u obliku kreditne linije i revolving kredita.

Kreditna linija jest ugovor s bankom o najvećoj svoti kredita koja se može koristiti u roku najdulje do jedne godine. Primjenjuje se za financiranje povećanih sezonskih potraživanja i zaliha. Odobrava se na temelju kreditnog boniteta i otplaćuje ih se nakon prodaje zaliha i naplate potraživanja. Kredit se koristi prema potrebama tvrtke. Kamate se plaćaju na svotu iskorištenog kredita, a ne na iznos odobrenog kredita. Male i srednje tvrtke rijetko koriste ovaj oblik financiranja jer najčešće ne uživaju povjerenje banaka.

Revolving kredit je zajamčena kreditna linija, odnosno obveza banke da nakon isteka jedne godine produljuje kredit u sljedeću godinu. Kredit se automatski obnavlja za ugovoreni iznos i tako postaje srednjoročan izvor financiranja.

Zajmoprimcu korištenje bankarskih zajmova stvara kamatne troškove, a trošak kamate povećava njegove rashode, smanjuje financijski rezultat i povećava novčani izdatak. Kamatna stopa ima funkciju granične stope rentabilnosti i treba razlikovati nominalnu i stvarnu kamatnu stopu.

Nominalna kamatna stopa je stopa ugovorena u kreditnom ugovoru; to je stopa na temelju koje se obračunavaju i plaćaju kamate. Stvarna kamatna stopa zapravo je cijena financiranja kreditom. Stvarna kamatna stopa temelji se na iznosu zajma, plaćenoj kamati, dužini zajma i načinu otplate. Ona je u većini slučajeva veća od nominalne kamatne stope.

PRIMJER 2. Troškovi financiranja kratkoročnim kreditom uz dekurzivan obračun kamata

Tvrtka koristi kratkoročni jednogodišnji kredit od 100.000,00 kn, uz dekurzivan obračun i kamatnu stopu od 10%, porezna stopa na dobitak iznosi 20%, a tvrtka posluje rentabilno. Kolika je stvarna kamatna stopa prije i nakon oporezivanja dobiti?

1. Glavnica kratkoročnoga jednogodišnjeg kredita	100.000,00 kn
2. Nominalna (ugovorena) dekurzivna kamatna stopa	10 %
3. Nominalni kamatni trošak financiranja kreditom ($1 \cdot 2$)	10.000,00 kn
4. Stvarna kamatna stopa prije oporezivanja ($3/1 \cdot 100$)	10 %
5. Porezna ušteda od kamatnog troška ($3 \cdot 20\%$)	2.000,00 kn
6. Postotak porezne uštede ($5/1 \cdot 100$)	2 %
7. Stvarna kamatna stopa nakon oporezivanja ($4-6$) ili $[4 \cdot (1-0,20)]$	8 %
8. Stvarni kamatni trošak nakon oporezivanja dobiti ($3-5$) ili $(1 \cdot 7)$	8.000,00 kn

Tijekom jedne godine tvrtka iskoristi nesmanjenu glavicu kredita 100.000,00 kn i za to plati kamatu na kraju godine 10.000,00 kn. Nominalna i stvarna kamatna stopa prije oporezivanja su jednake i čine 10%, ali je stvarna kamatna stopa nakon oporezivanja smanjena na 8%. Kamatni trošak od 10.000,00 kn smanjio je poreznu osnovicu i omogućio manje plaćanje poreza na dobit, smanjio je trošak financiranja kreditom za 2%, sa 10% na 8%, odnosno sa 10.000,00 kn na 8.000,00 kn.

PRIMJER 3. Troškovi financiranja kratkoročnim kreditom uz dekurzivan obračun kamata i depozit (kompenzirajući saldo)

Tvrtka može dobiti kratkoročan jednogodišnji kredit 100.000,00 kn uz kamatnu stopu 10%, kamate se obračunavaju dekurzivno, a nužni depozit odobrenog kredita iznosi 5%.

1. Glavnica kratkoročnoga kredita	100.000,00 kn
2. Nominalna (ugovorena) dekurzivna kamatna stopa	10%
3. Nominalan kamatni trošak financiranja kreditom (1*2)	10.000,00 kn
4. Depozit (1*5%)	5.000,00 kn
5. Stvarno uporabljena svota kredita (1-4)	95.000,00 kn
6. Stvarna kamatna stopa prije oporezivanja (3/5 *100)	10,53%
7. Porezna ušteda od kamatnog troška (3 * 20%)	2.000,00 kn
8. Postotak porezne uštede (7/5 *100)	2,11%
9. Stvarna kamatna stopa nakon oporezivanja (6-8) ili [6 * (1-0,20)]	8,42%
10. Stvaran kamatni trošak nakon oporezivanja dobiti (3-7)	8.420,00 kn

Financijski učinak depozita je smanjenje stvarno uporabljenog kredita na 90.500,00 kn i povećanje stvarne kamatne stope prije oporezivanja na 10,53%. Stvarna kamatna stopa nakon oporezivanja smanjuje se na 8,42% što je ispod nominalne zahvaljujući poreznoj uštedi.

5. OSIGURANI ZAJMOVI

Mnoge tvrtke ne mogu dobiti kredit bez instrumenata osiguranja, bilo zbog tog što su nove i još neproverjene, ili zato što banke nisko ocjenjuju njihov kreditni rating. Zajmodavci stoga traže osiguranje (kolateral, залог) kojim će smanjiti rizik, te zajmove odobravaju na temelju danog osiguranja kredita, što osigurava vraćanje glavnice kredita i plaćanje kamata. Ako zajmoprimac nije u mogućnosti ispuniti obveze zajmodavac može prodati kolateral kako bi podmirio svoja potraživanja. Zajmodavac obično zahtjeva da tržišna vrijednost kolaterala bude iznad svote zajma kako bi minimizirao mogućnost gubitka u slučaju nemogućnosti postizanja tržišne cijene kolaterala.

Mali će broj zajmodavaca odobriti zajam samo na temelju kolaterala, jer je kolateral izlaz u slučaju nužde. Osnovna je briga zajmodavca vezana za sposobnost zajmoprimca da stvara dovoljan novčani tijek kako bi mogao vratiti zajam. Iznad određene razine rizika gotovo svi će zajmodavci pored boniteta tvrtke zahtijevati i osiguranje (kolateral) osobito u financiranju malih i srednjih tvrtki.

Osigurano kreditiranje je skuplje od neosiguranoga, a troškovi se prenose na zajmoprimca u obliku provizija i viših kamatnih stopa. Stupanj zaštite koju zajmodavac zahtijeva mijenja se ovisno o kreditnoj sposobnosti zajmodavca, o kolateralu koga daje zajmoprimac i o financijskoj instituciji koja odobrava kredit.

5.1. Vrijednosni papiri

Radi dobivanja kratkoročnog kredita kao kolateral rabe se kratkoročni vrijednosni papiri (komercijalni zapisi, blagajnički zapisi i sl.). Banke odobravaju kredite do 80% vrijednosti založenih vrijednosnih papira. Time osiguravaju maržu za sigurnost (višak tržišne vrijednosti založenog vrijednosnog papira) za slučaj smanjenja tržišne vrijednosti založenih vrijednosnih papira i nevraćanja kredita. Ako zajmoprimac nije u mogućnosti ispuniti obvezu, zajmodavac može prodati vrijednosne papire kako bi podmirio svoje potraživanje.

Vrijednost kolaterala ovisi o više čimbenika:

- Utrživost. Ako se vrijednosni papir može brzo prodati na tržištu bez većeg smanjenja cijena, zajmodavac će odobriti kredit u iznosu koji je prilično visok postotak navedene vrijednosti vrijednosnog papira.
- Rok na koji je izdan vrijednosni papir. Što se ročnost vrijednosnog papira više podudara trajanju zajma, bit će vrijedniji za zajmodavca.
- Rizik. Što je veća fluktuacija tržišne vrijednosti vrijednosnog papira to je kolateral zajmodavcu manje poželjan.

5.2. Financiranje potraživanja

Potraživanja od kupaca spadaju u najlikvidniju imovinu tvrtke i poželjan su kolateral zajma, no potrebno ih je naplatiti kako bise transformirali u novac. Problemi vezani uz ovu vrstu osiguranja za zajmodavca jesu trošak obrade kolaterala, te rizik prijevare zbog mogućeg zalaganja nepostojećih potraživanja.

Zajmodavac će definirati koja su potraživanja dovoljno dobra kako bi mogla služiti kao kolateral zajma, a pri ocjenjivanju zahtjeva za zajam zajmodavac će analizirati kvalitetu potraživanja tvrtke kako bi odredio iznos zajma. Ovisno o kvaliteti prihvaćenih potraživanja (viša kvaliteta, viši postotak) zajmodavac odobrava zajam od 50%-80% vrijednosti, a razlika do 100% čini maržu za sigurnost naplate kredita.

Nakon što je zajmodavac odobrio zajam nekoj tvrtki na osnovu založenih potraživanja zajmoprimac šalje raspored potraživanja s imenima dužnika, datumima obračuna i svotama koje potražuje. Nakon što je zajmodavac primio raspored potraživanja, zajmoprimac i zajmodavac potpisuju zadužnicu i ugovor o osiguranju.

Zajam podržan potraživanjima može biti zajam bez obavijesti (na nenotifikacijskoj osnovi). U tom slučaju dužnici zajmoprimca nisu obaviješteni o zalaganju njihovih potraživanja kod zajmodavca, a kada zajmoprimac primi uplatu za potraživanje prosljeđuje je zajmodavcu. Kod zajma uz obavijest (na notifikacijskoj osnovi) dužnika se obavještava da uplate vrši kod zajmodavca.

5.3. Faktoring

Tvrtke mogu povećati ili osigurati plasman svojih proizvoda i usluga na tržištu davanjem povoljnih uvjeta financiranja kupcima, no odobrenjem odgode plaćanja mogu nastati financijske poteškoće i problemi s likvidnošću (ukoliko se primici od naplate ne usklađuju s dospijećem obveza).

Prodajom svojih potraživanja tvrtka prenosi na kupca – faktora potpunu odgovornost i rizik naplate. Kod zalaganja potraživanja tvrtka i dalje zadržava vlasništvo nad potraživanjem kada prenosi svoje potraživanje na zajmodavca, no kod faktoringa prenosi i vlasništvo nad potraživanjima prodajući ih faktoru.

Faktor obavlja kreditne provjere dužnika na temelju kojih može odbiti kupiti određena potraživanja koja smatra vrlo rizičnima. Dogovor o naplati potraživanja temelji se na ugovoru sklopljenom između faktora i klijenta. Taj je ugovor često potpisan na rok od godine dana s automatskom stavkom produljenja, a može se poništiti samo uz prethodnu objavu od 30 do 60 dana.

Faktor pored osnovne djelatnosti otkupa kratkoročnih potraživanja obavlja i druge usluge za svoga klijenta u okviru faktoringa, kao što su: upravljanje potraživanjima (vodi knjigovodstvo, unovčavanje, ispostavljanje računa, opominje, utvrđuje platne sposobnosti dužnika itd.), financiranje klijenta za vrijeme između preuzetog potraživanja i stvarne naplate, preuzimanje dijela rizika i nadoknada gubitaka nastalih zbog platne nesposobnosti dužnika, savjetovanje i posredovanje informacija o pravnim propisima, poslovnim običajima, i bonitetima poslovnih partnera itd. Sadržaj faktoring usluga čine financiranje, osiguranje i upravljanje potraživanjem, koje mogu biti u sintetičkom obliku (tzv. puni faktoring). No, faktoring može biti i parcijalni, kada se koriste samo neke od prethodno navedenih usluga.

Zbog preuzimanja rizika podmirjenja potraživanja faktor obračunava naknadu koja iznosi oko 1 posto nominalne vrijednosti potraživanja. Naknada varira u skladu s veličinom svakog potraživanja, obujmom prodanih potraživanja, i njihovom kvalitetom.

Faktor obično ne plaća tvrtki odmah nakon kupnje potraživanja. Gotovinsko se plaćanje obično izvrši na dan dospijeća ili na prosječni dan dospijeća uključenih potraživanja. U slučaju kada faktor unaprijed daje novac prije dospijeća naplate od kupca, tvrtka mora platiti kamate na predujam novca.

Glavni nedostatak faktoringa je što može biti poprilično skup. No, treba uzeti u obzir da faktor često oslobodi tvrtku od provjere vjerodostojnosti dužnika, troška procesuiranja potraživanja, troškova naplate, a faktor ima često bolji pristup informacijama od pojedinačnih tvrtki.

Prednosti financiranja faktoringom su slijedeći:

- učinci na novčani tijek – poboljšava likvidnost i ubrzava obrtaj novčanih sredstava, predstavlja stalan izvor gotovine, omogućava stjecanje gotovine kada se ne može ili ne želi povećati dug
- utjecaj na financijski položaj – osigurava gotovinu bez nastajanja novog duga, prodaja potraživanja transformira imovinu u aktivi i olakšava servisiranje postojećeg duga, prodajom potraživanja restrukturira se aktiva i nema promjena u pasivi koje prate kreditni aranžman

- administrativni učinci – minimalna „papirologija“, potrebno je kratko vrijeme za realizaciju konkretnog otkupa
- vlasnički učinak – faktor ima savjetodavnu ulogu, poboljšava pregovarački položaj, i najčešće ne zahtjeva dugoročno vezivanje.

Faktoring najčešće koriste:

- tvrtke čija kratkoročna potraživanja nisu ustupljena banci ili trećoj osobi;
- tvrtke koje imaju već preuzete kredite za financiranje strojeva, opreme i zemljišta, ili je banka sudionik u financiranju njihova zakupa odnosno najma, ili se pripremaju za investiranje;
- tvrtke kojima banka analizom novčanog tijeka odbije odobriti novi kratkoročni kredit;
- tvrtke kojima banka odbije odobrenje kredita i ako su spremne za osiguranje kredita ponuditi kvalitetna, otvorena, kratkoročna potraživanja; te
- tvrtke koje izlaze na dinamična svjetska tržišta, među nepoznatu konkurenciju; faktoring im daje besplatnu informaciju o bonitetu kupca.

Prvo specijalizirano faktoring društvo u Hrvatskoj Prvi faktor d.o.o. Zagreb osnovano je krajem 2003.g., potom su ovu uslugu ponudili Adriatic i Zagrebačka banka, dok danas sve veće banke nude uslugu faktoringa. Tvrtka Prvi faktor specijalizirana za poslove domaćeg i međunarodnog faktoringa u prvih devet mjeseci 2006.g. u Hrvatskoj je preuzela 124 mil. eura potraživanja što je 2,89 puta više nego u istom razdoblju prethodne godine.⁵

Godine 2005. ukupan volumen faktoring-transakcija u svijetu iznosio je oko 910 milijardi eura, od čega se 92% odnosi na domaću naplatu. Oko 80% svjetskog faktoringa događa se u Europi (tablica 2.), što čini oko 735 milijardi eura, dok je u Hrvatskoj ostvaren otkup u iznosu 220 milijuna eura.

Posljednjih godina faktoring je postao važan izvor kratkoročnog financiranja, prisutan je u gotovo svim zemljama svijeta, a stope rast izrazito su visoke u zemljama u razvoju. U Hrvatskoj se ovaj oblik financiranja aktivnije upotrebljava u posljednje dvije godine.

Tablica 2. Volumen faktoring transakcija u 2005. g.

PODRUČJE	IZNOSI OTKUPA POTRAŽIVANJA (U MILIJUNIMA EURA)
Europska unija	735.000
Poljska	5.000
Češka	3.500
Mađarska	2.100
Slovenija	650
Hrvatska	220

Izvor: <http://www.poslovnih.hr/17156.aspx> na dan 10.12.2006.

⁵ Izvor: <http://www.poduzetnicki-centar.hr/step.jsp?newsid=13324> na dan 10.12.2006.

5.4. Financiranje zaliha

Zalihe sirovina i gotovih proizvoda predstavljaju relativno likvidnu imovinu pa stoga mogu biti primjerene kao kolateral (proizvodnja u tijeku može biti kolateral u malom postotku). Zajmodavac određuje postotak koji će se odobriti u odnosu na tržišnu vrijednost zalogu, a taj se postotak razlikuje ovisno o kvaliteti i vrsti zaliha (60% do 80% vrijednosti zaliha). Postotak odobrenja kredita ovisi o utrživosti, pokvarljivosti dobara, stabilnosti tržišne cijene, te poteškoćama i trošku prodaje tih zaliha kako bi se otplatio zajam. Najbolji su kolateral standardne zalihe za koje tržište postoji i izvan marketinške organizacije zajmoprimca.

Načini na koje zajmodavac može dobiti osigurani udio u zalihama su:

- promjenjiva prava zapljene - zajmodavcu omogućuje zakonsku zapljenu založenih zaliha u slučaju neotplaćivanja duga;
- hipoteka na pokretnu imovinu (chattel hipoteka)- zajmoprimac ima hipotekarno pravo na zalihe te se zalihe ne mogu prodati bez suglasnosti zajmodavca;
- primka (zalihe ostaju kod zajmoprimca) - zajmoprimac zadržava zalihe i prihode od prodaje za zajmodavca;
- skladišnica javnog skladišta - kompanija za skladištenje izdaje skladišnicu koja dokazuje vlasništvo nad određenim robama koje se nalaze u skladištu. Na temelju skladišnice se odobrava zajam, a zajmodavac može održati strogu kontrolu nad kolateralom;
- skladišnica privatnog skladišta (zalihe se čuvaju kod treće strane)⁶ - odobravanje zajma na temelju zaliha u privatnom skladištu. Koristan način financiranja kada zbog troškova ili neprikladnosti nije poželjno smjestiti robu u javna skladišta. Troškovi ovakvog načina financiranja mogu biti dosta visoki.

Kratkoročne osigurane kredite na temelju založenih potraživanja od kupaca, zaliha i druge imovine u Hrvatskoj je gotovo nemoguće dobiti, zato što postoji velika potražnja za kreditima od fizičkih i pravnih osoba, pa banke mogu davati kredite uz druga jamstva. U razvijenim zemljama i uvjetima snažne bankarske konkurencije takvi se krediti relativno lako ostvaruju.

PRIMJER 4. Troškovi financiranja kratkoročnim osiguranim zajmom.

Utvrđeni su sljedeći postotci u odnosu na procijenjenu vrijednost i kamatne stope za: a) založena potraživanja od kupaca 85% uz kamatnu stopu 10%; b) za založene zalihe 75% uz kamatnu stopu 12%. Tvrtnica A zalaže 100.000,00 kn potraživanja i 150.000,00 kn zaliha. Koliki jednogodišnji kredit uz dekurzivan obračun kamata tvrtka A može dobiti? Koliko iznosi stvarni kamatni trošak? Tvrtnica A rentabilno posluje i plaća porez na dobitak 20%.

⁶ Van Horne, J.C., Osnove financijskog menadžmenta, Mate, Zagreb, 2002. str. 299-302

1. Vrijednost kolaterala	
a) Potraživanje od kupaca	100.000,00 kn
b) Zalihe	150.000,00 kn
2. Vrijednost odobrena kredita	
a) Potraživanja od kupaca (100.000,00 * 0,85)	85.000,00 kn
b) Zalihe (100.000,00 * 0,75)	112.500,00 kn
c) Ukupna vrijednost odobrena kredita (a + b)	197.500,00 kn
3. Godišnji kamatni trošak	
a) Kredit od založenih potraživanja (85.000,00 * 0,10)	8.500,00 kn
b) Kredit od založenih zaliha (112.500,00 * 0,12)	13.500,00 kn
c) Ukupni godišnji kamatni trošak (a + b)	22.000,00 kn
4. Kamatna stopa osiguranoga kredita = (Ukupni godišnji kamatni trošak / ukupna vrijednost odobrenog kredita) * 100	11,14 %
5. Stvarna kamatna stopa nakon oporezivanja dobitka $k'' = k' * (1-p)$; k' - kamatna stopa prije oporezivanja dobitka, p -porezna stopa na dobitak	8,91%

Na temelju založenih potraživanja i zaliha tvrtka A može dobiti kratkoročan kredit 197.500,00 kn. Stvarni kamatni trošak financiranja poslije oporezivanja dobitka iznosi 8,91%.

PRIMJER 5. Odabir kratkoročnog izvora financiranja

Tvrtnica treba 1.000.000,00 kn koje planira financirati iz kratkoročnog izvora. Na raspolaganju ima:

- A) trgovački kredit uz uvjet plaćanja 2/10 neto 60, uz mogućnost obnavljanja ovoga izvora tijekom godine
- B) bankarski jednogodišnji kredit uz kamatnu stopu 12%, i jednokratnu otplatu glavnice
- C) emisiju komercijalnih zapisa, uz kamatnu stopu od 10% i trošak emisije 50.000,00 kn.

Tvrtnica plaća porez na dobit, a stopa iznosi 20%. Koji izvor financiranja je najpogodnije koristiti s obzirom na trošak financiranja i kamatnu stopu nakon odbitka poreza?

A) Trgovački kredit

$$T_{ik} = \frac{2 \times 100}{100 - 2} * \frac{365}{60 - 10} = \frac{2 \times 100}{98} * \frac{365}{50} = 2,04 * 7,30 = 14,89\%$$

B) Bankarski kredit

1. Glavnica kredita	1.000.000,00 kn
2. Nominalna kamatna stopa	12%
3. Nominalan kamatni trošak (1*2)	120.000,00 kn
4. Stvarna kamatna stopa prije oporezivanja (3/1*100)	12%
5. Porezna ušteda od kamatnog troška (3*20%)	24.000,00 kn
6. Postotak porezne uštede (5/1*100)	2,4%
7. Stvarna kamatna stopa nakon oporezivanja (4-6)	9,6%
8. Stvarni kamatni trošak nakon oporezivanja (3-5) ili (1*7)	96.000,00 kn

C) Emisija komercijalnih zapisa

1. Glavnica kredita	1.000.000,00 kn
2. Nominalna kamatna stopa	10%
3. Nominalni kamatni trošak (1*2)	100.000,00 kn
4. Trošak emisije	50.000,00 kn
5. Ukupan trošak financiranja komercijalnim zapisima (3+4)	150.000,00 kn
6. Stvarna kamatna stopa prije oporezivanja (5/1*100)	15%
7. Porezna ušteda od kamatnog troška (5*20%)	30.000,00 kn
8. Postotak porezne uštede (7/1*100)	3%
9. Stvarna kamatna stopa nakon oporezivanja (6-8)	12%
10. Stvarni kamatni trošak nakon oporezivanja (5-7) ili (1*9)	120.000,00 kn

Tvrtka treba odabrati bankarski kredit, jer ondje može ostvariti najnižu kamatna stopa od 9,6%, odnosno najmanji stvarni kamatni trošak nakon oporezivanja.

6. ZAKLJUČAK

Obrađene su najčešće opcije kratkoročnog eksternog financiranja trgovačkih društava u Republici Hrvatskoj: trgovački kredit, komercijalni zapisi, bankarski neosigurani zajmovi, osigurani zajmovi (uz kolateral vrijednosnih papira, financiranje potraživanja, faktoring, ili financiranje zaliha). To nipošto nisu sve mogućnosti eksternog kratkoročnog financiranja, no upravo navedene pretežito se koriste u hrvatskom poslovnom svijetu.

Trgovački je kredit u pravilu najčešći kratkoročni izvor financiranja, dok je financiranje komercijalnim zapisima ograničena mogućnost nedostupna manjim i novijim društvima. Hrvatsko financijsko tržište temelji se bankovnom sustavu i izrazito je bankocentrično, stoga banke najčešće vode glavnu riječ kada se radi o eksternom financiranju. Prodaja domaćih banaka, osim dobro poznatih negativnih efekata, donijela je i povećanje ponude kredita i sofisticiranije usluge financiranja. Kao rezultat navedenoga, bankovni su krediti sve više specijalizirani i u načelu pristupačniji, te se ponuda mogućnosti kratkoročnog financiranja neprestano povećava. Jedna od ovih mogućnosti, također prethodno obrađena, je i faktoring, koji se kod nas sve češće koristi.

U svakom slučaju, kod strukturiranja kapitala i izbora izvora financiranja treba voditi računa o tzv. 'zlatnom bilančnom pravilu', prema kojemu dugotrajna ulaganja u aktivi (tj. ulaganja u nematerijalnu imovinu, materijalnu imovinu, financijsku imovinu, gubitak, osim ulaganja u stalnu kratkotrajnu imovinu, tj. stalnu obrtnu imovinu) treba financirati iz dugoročnih izvora financiranja (temeljnog kapitala, zadržanog dobitka, dugoročnih obaveza), a ne iz kratkoročnih izvora.

Financijski menadžment trgovačkih društava prije odluke o eksternom izvoru financiranja treba razmotriti sve raspoložive podatke vezane uz izvore financiranja koji mu stoje na raspolaganju, jer bi interni izvori trebali biti primarni (osim ako je trošak vlastitog kapitala veći od troška tuđeg kapitala).

U obzir svakako valja uzeti i razliku između financiranja malih i velikih trgovačkih društava. Kod financiranja malih tvrtki sužen je izbor izvora sredstava, te je uglavnom ograničen na kratkoročne izvore i bankarske kredite. Velike tvrtke su te koje stvarno mogu birati izvore financiranja, osobito

kada je riječ o izlasku na tržište kapitala emisijom vrijednosnih papira. Velike tvrtke su fleksibilnije od malih i srednjih tvrtki, na raspolaganju imaju brojne alternative financiranja kako bi minimizirale troškove.

No, bez obzira na veličinu, u većini će slučajeva društvo koristiti kombinaciju različitih izvora financiranja.

Literatura

- Marković, Ivan: Kratkoročno financiranje poduzeća, RRiF, Zagreb, 9 / 2005, str. 72.
- Novak, B.: Financijska tržišta i institucije, Ekonomski fakultet u Osijeku, Osijek, 2005.
- Novak, B.: Odlučivanje u financijskom upravljanju, Ekonomski fakultet u Osijeku, Osijek, 2002.
- Rajan, Raghuram G.; Zingales, Luigi; What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, Journal of Finance, Vol. 50 Issue 5, 1995, str. 1421-1460
- Rodrik, Dani; Velasco, Andrés; Short-Term Capital Flows, NBER Working Paper No. W7364, 1999.
- Romano, Claudio A; Tanewskib, George A; Smyrniosc, Kosmas; Capital structure decision making, Journal of Business Venturing, Vol. 16, Iss. 3, 2001, str. 285-310
- Rothenberg, R. M.; The Good Borrowing Guide, Director; Vol. 41, Iss. 4; 1987, str. 111
- Schmukler, S.; Vesperoni, E.; Financial globalization and debt maturity in emerging economies, Journal of Development Economics, Vol. 79, Iss. 1, 2006, str. 183-207
- Van Horne, J.C.; Financijsko upravljanje i politika, Mate, Zagreb, 1997.
- Van Horne, J.C.; Osnove financijskog menadžmenta, Mate, Zagreb, 2002
- Vidučić, Lj.; Financijski menadžment, RRiF, Zagreb, 2004.