

Financiranje korporacijskim obveznicama u javnom sektoru

Žgela, Anja

Undergraduate thesis / Završni rad

2019

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University North / Sveučilište Sjever**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:122:787156>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-02-08**



Repository / Repozitorij:

[University North Digital Repository](#)





**Sveučilište
Sjever**

Završni rad br. 140/PMM/2019

Financiranje korporacijskim obveznicama u javnom sektoru

Anja Žgela, 1444/336

Koprivnica, srpanj 2019.



**Sveučilište
Sjever**

Odjel za ekonomiju

Završni rad br. 140/PMM/2019

Financiranje korporacijskim obveznicama u javnom sektoru

Student:

Anja Žgela, 1444/336

Mentor:

Ivana Martinčević, univ.spec.oec.

Koprivnica, srpanj 2019.

Sažetak

U ovome je radu promatrano financiranje poslovanja korporacijskim obveznicama u javnome sektoru. Najprije je objašnjeno što je to uopće javni sektor te koje su mogućnosti financiranja javnoga sektora. Nakon toga je prikazan hrvatski javni sektor te su obrađeni pojmovi javnih prihoda, javnih rashoda i javnoga duga. Zatim su dane definicije obveznica te je prikazana podjela obveznica prema izdavatelju, pri čemu su posebno promatrane korporacijske obveznice. Korporacijske obveznice su obveznice koje izdaju velike korporacije, odnosno tvrtke, a obično ih izdaju na dulje vremensko razdoblje. Dijele se na osigurane, neosigurane i špekulativne, a svaka se od ovih vrsta dijeli na manje grupe, specifične prema određenim obilježjima. U idućem je koraku promatran utjecaj financiranja obveznicama na likvidnost poduzeća. Naime, u tome smislu likvidnost je sposobnost poduzeća da podmiri sve svoje tekuće troškove, odnosno dospjele obveze. Jedan od osnovnih ciljeva obveznica je posuditi novac poduzeću koje ima potrebu za gotovim novcem, tj. obveznice služe kao kredit. Nadalje, prikazani su načini financiranja javnoga sektora u Republici Hrvatskoj, istaknuti su osnovni izvori financiranja te osnovni izvori zaduživanja. Naposljetku su prikazani primjeri korporativno-društvenih partnerstva. Cilj ovoga rada je teorijski prikazati korporacijske obveznice te navesti primjere financiranja korporacijskim obveznicama u javnome sektoru kako bi se istaknule pozitivne te negativne strane ovoga načina financiranja. Svrha rada je prikazati da su korporativno-društvena partnerstva moguća.

Ključne riječi: javni sektor, obveznice, korporacijske obveznice, javno-privatna partnerstva

Summary

This paper deals with the financing of corporate bonds in the public sector. First it was explained what the public sector is, and what are the public sector funding opportunities. After that, the Croatian public sector was presented and the concepts of public revenues, public expenditures and public debt were processed. Then there are the definitions of the bonds and the breakdown of bonds to the issuer is shown, with specially observed corporate bonds. Corporate bonds are bonds issued by large corporations or companies and are usually issued for a longer period of time. They are secured, uninsured, and speculative, and each of these types is divided into smaller groups, specific to certain characteristics. In the next step, the impact of financing the bonds on liquidity of the company is observed. Namely, in this sense, liquidity is the ability of an enterprise to settle all its current costs, ie due liabilities. One of the basic goals of bonds is to lend money to a company that has the need for cash, ie bonds serve as a loan. Furthermore, the ways of financing the public sector in the Republic of Croatia are outlined, the main sources of funding and the main sources of borrowing are highlighted. Finally, examples of corporate social partnerships are presented. The aim of this paper is to present theoretically corporate bonds and provide examples of financing corporate bonds in the public sector to highlight the positive and negative side of this mode of financing. The purpose of the paper is to show that corporate-social partnerships are possible.

Key words: public sector, bonds, corporate bonds, public-private partnerships

Sadržaj

1. Uvod.....	1
2. Javni sektor	2
2.1. Pojam javnog sektora i javnih dobara.....	2
2.2. Struktura javnog sektora	3
2.3. Hrvatski javni sektor	5
2.4. Financiranje javnog sektora	7
2.5. Javni prihodi i javni rashodi.....	8
2.6. Javni dug	11
3. Obveznice	14
3.1. Definicije i podjele obveznica.....	14
3.2. Načela poslovanja obveznicama	17
3.3. Vrste obveznica prema tipu izdavatelja	19
4. Osnovna obilježja korporacijskih obveznica	20
4.1. Pojam korporacijskih obveznica	20
4.2. Obilježja korporacijskih obveznica.....	21
4.3. Vrste korporacijskih obveznica.....	23
4.3.1. Osigurane obveznice	23
4.3.2. Neosigurane obveznice	24
4.3.2. Špekulativne obveznice.....	25
4.4. Korporacijske obveznice u Hrvatskoj	25
5. Financiranje obveznicama i likvidnost poduzeća	30
6. Financiranje javnog sektora u Hrvatskoj	33
6.1. Osnovni izvori financija.....	33
6.2. Osnovni izvori zaduživanja.....	34
7. Korporativno-društvena partnerstva	36
7.1. Osnovne informacije	36
7.2. Korištenje obveznica u javno-privatnom partnerstvu	39
8. Zaključak.....	41

1. Uvod

Javni sektor je čimbenik koji u principu u potpunosti određuje kvalitetu života građana u svakoj državi svijeta budući da u njega spada sva infrastruktura koja osigurava neometano funkcioniranje gospodarskog sustava i društva u cjelini. Javna dobra iz javnoga sektora na raspolaganju su svim članovima društva, odnosno svi ih mogu koristiti, neovisno o tome žele li za njih platiti izravnu cijenu ili ne. Problem predstavlja činjenica da države imaju sve veće potrebe za javnim dobrima budući da se javljaju sve razvijenije tehnologije te društva sve više napreduju. Zbog toga je potrebno osmisliti nove načine suradnje javnog i privatnog sektora u kojima bi se javni sektor barem djelomice mogao financirati posudbom financijskih sredstava od privatnog sektora, a da se pritom mogući rizici smanje na minimum. Glavni cilj ovoga rada je prikazati odnos javnoga sektora i financiranja obveznicama, posebice korporacijskim obveznicama. Budući da financiranje korporativnim obveznicama u Republici Hrvatskoj zaostaje za svjetskim trendovima, sekundarni cilj ovoga rada je potaknuti čitatelja na promišljanje isplativosti financiranja korporacijskim obveznicama u javnome sektoru. Rad je podijeljen na osam glavnih poglavlja. Nakon uvodnog poglavlja slijedi drugo poglavlje koje je usmjereno na proučavanje javnoga sektora. U drugome se poglavlju obrađuje pojam javnog sektora. Treće poglavlje bavi se analizom obveznica kao vrijednosnih papira. Četvrto poglavlje bavi se jednom vrstom obveznica iz podjele prema vrstu izdavatelja – korporacijskim obveznicama. Objašnjen je pojam korporacijskih obveznica te su prikazana njihova obilježja. Peto poglavlje prikazuje povezanosti likvidnosti poduzeća s poslovanjem putem izdanih korporacijskih obveznica. Šesto poglavlje prikazuje kako se financira javni sektor u Republici Hrvatskoj. U sedmome poglavlju prikazuje se koncept javno-privatnog partnerstva koji je nedovoljno razvijen u Hrvatskoj. Osmo poglavlje predstavlja zaključak ovoga rada i prikazuje smjernice za eventualna daljnja istraživanja.

U izradi ovoga rada korištena je relevantna hrvatska i svjetska literatura, međutim problem je predstavljao nedostatak istraživanja koja se bave financiranjem korporacijskim obveznicama u javnome sektoru, a koja bi mogla biti izvor istraživanja za ovaj rad.

2. Javni sektor

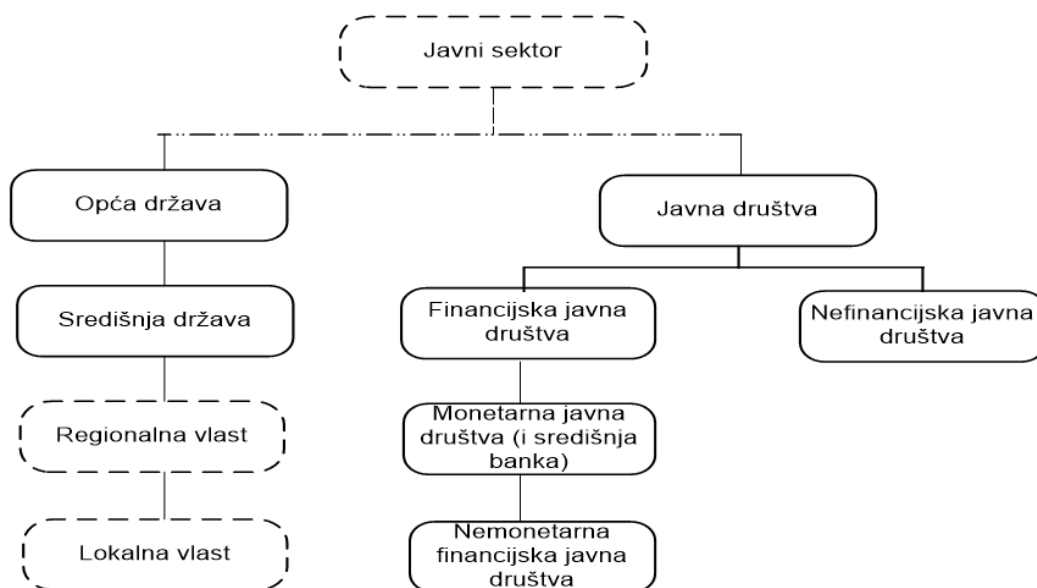
2.1. Pojam javnog sektora i javnih dobara

Javni sektor uključuje javnu infrastrukturu koja je nužna kako bi društvo i gospodarstvo uopće funkcionirali. Javnom je infrastrukturom podržano neometano odvijanje različitih aktivnosti, a dijeli se na gospodarsku javnu infrastrukturu i društvenu javnu infrastrukturu. Gospodarska javna infrastruktura su različita prijevozna sredstva, komunalne mreže i ostale infrastrukture koje su nužne da bi se uopće mogao odvijati normalan život u zajednici. Društvena javna infrastruktura je nužna kako bi društvo dobilo svoju strukturu, a u nju spadaju škole, bolnice, knjižnice te ostale slične ustanove. (Yescombe, 2010., str. 1.) Javni sektor dužan je osigurati javnu infrastrukturu u svim područjima u kojima bi se moglo dogoditi da, zbog natjecateljskog određivanja cijena na tržištu, gospodarstvo ili društvo trpe velike gubitke. (Yescombe, 2010., str. 2.) Primjer takve infrastrukture su sve ustanove koje su važne za zaštitu osnovnih životnih potreba kao što su bolnice, zgrade policije i sl. Glavno pitanje koje se javlja oko javnog sektora tiče se dobara i usluga koje bi javni sektor trebao staviti na raspolaganje te oblika u kojima bi ta dobra i usluge trebali biti stavljeni na raspolaganje. Kako bi se vidjelo koja su to dobra, obično se kreće od situacije zakazivanja tržišta. Prvo je potrebno vidjeti kod kojih dobara tržište ne funkcionira, a nakon toga je potrebno koristiti mehanizam odlučivanja kojim će se izvršiti korekcije, odnosno kojim će se vidjeti koja javna dobra i usluge članovi društva žele imati na raspolaganju. (Jelčić, 2001., str. 376.) Javna dobra su sva ona dobra koja su stavljena na raspolaganje svim članovima društva, a glavna razlika između privatnih i javnih dobara je u tome što privatna dobra konzumiraju određene skupine te su stoga namijenjena određenim skupinama, a javna dobra mogu konzumirati sve skupine, bez ograničenja. Kod javnih dobara vrijedi pravilo da osobe koje ne žele ili ne mogu platiti njihovo korištenje nisu onemogućene u njihovom korištenju, odnosno mogu ih koristiti. (Jelčić, 2001., str. 376.)

2.2. Struktura javnog sektora

Javni sektor je kompleksni pojam koji se sastoji od različitih podsektora. Kako bi se lakše shvatilo javni sektor, najbolje ga je prikazati grafički, odnosno slikom. Na sljedećoj slici prikazana je struktura javnog sektora.

Slika 1. Struktura javnog sektora



Izvor: www.efos.unios.hr/arhiva/dokumenti/00A1.%20JAVNI%20SEKTOR%20lf.ppt

Opća država je vrsta političkog sustava u kojemu su stanovnici i cjelokupna zajednica regulirani zakonima te organizirani. U općoj državi postoje različite razine vlasti od kojih svaka ima određene odgovornosti, a nacionalni politički oblik vlasti određuje koja će biti snaga nižih razina vlasti. (Bajo, Jurlina Alibegović, 2008., str. 2.) Sektor opće države sastoji se također od svih državnih jedinica koje financira i kontrolira država, a tu su uključene i sve neprofitne institucije. Sektor opće države sastoji se od središnje države, regionalne vlasti i lokalne vlasti. (Bajo, Jurlina Alibegović, 2008., str. 2.)

Središnja država je prvi podsektor opće države, to je “najviša razina fiskalne vlasti koja postoji na području neke države” (Bajo, Jurlina Alibegović, 2008., str. 3.). Njezina je odgovornost pružati javne usluge stanovništvu. U javne usluge ubrajaju se nacionalna obrana, odnosi s drugim državama, javni mir i javni red te dobro funkcioniranje društvenog i ekonomskog sustava države. Osim pružanja javnih usluga, središnja država može biti zadužena za pružanje drugih javnih usluga kao što je zdravstvo ili obrazovanje, ali te druge javne usluge također mogu biti prepuštene drugim razinama vlasti. (Bajo, Jurlina Alibegović, 2008., str. 3.) Primarna djelatnost državnih jedinica je obavljanje funkcije države, odnosno obnašanje zakonodavne, pravosudne te izvršne vlasti nad drugim institucionalnim jedinicama na nekome prostoru. Središnja država je vrlo kompleksni podsektor koji se u većini svjetskih država sastoji od skupine odjela ili ministarstava. Ako se želi definirati što su institucionalne jedinice države treba se voditi sljedećim načelima (Bajo, Jurlina Alibegović, 2008., str. 3.):

1) Institucionalna jedinica države mora raspolagati vlastitim sredstvima koje dobiva oporezivanjima ili joj novac daju druge državne jedinice.

2) Insitucionalna jedinica mora imati ovlaštenje za raspolaganjem ukupnim ili dijelom sredstava kako bi uopće mogla ostvariti ciljeve svoje politike.

3) Institucionalna jedinica mora se moći zadužiti na vlastiti račun.

Regionalna vlast je zadužena za raspolaganje imovinom, odnosno vlastitim sredstvima. Njezin zadatak je samostalno zapošljavanje namještenika i službenika, a obično se financira ubiranjem poreza od pravnih osoba koje djeluju na njezinom području. Regija se također odnosi na geografski prostor, a u tome smislu je to područje koje ima jasne granice i prepoznatljiva obilježja na cjelokupnom teritoriju. Regija se ne mora poklapati s granicama administrativnog tipa. (Bajo, Jurlina Alibegović, 2008., str. 7.) Lokalna vlast je opsegom ograničena ispod opsega regionalne vlasti. Jedinice lokalne vlasti mogu, ali i ne moraju imati pravo uvođenja poreza osobama koje borave na području jedinice lokalne vlasti. Ova razina vlasti uglavnom je financijski ovisna o središnjoj državi, ali svejedno mora samostalno raspolagati imovinom pa čak i vlastitim sredstvima. Javni sektor uključuje i javna društva (financijska, monetarna i nemonetarna) koja su zadužena za obavljanje određenog broja neposrednih transakcija koje se računaju kao državni posao. Javna društva “provode fiskalnu politiku kada veći dio svojih proizvoda ili usluga prodaju po cijenama koje su niže od onih koje bi naplaćivali da su dobavljači samo privatna društva” (Bajo, Jurlina Alibegović, 2008., str. 9.)

2.3. Hrvatski javni sektor

Hrvatski javni sektor moguće je prikazati kroz opću teoriju javnog sektora te je to moguće grafički prikazati kao što je prikazano na sljedećoj slici.

Slika 2. Hrvatski javni sektor



Izvor: Štros, D., Coner, M., Bukovinski, D. (2018.), Izazovi javnog sektora u gospodarstvu Republike Hrvatske, Zbornik radova Međimurskog veleučilišta u Čakovcu, Vol. 9., No. 1. str. 5.

U opću državu hrvatskog javnog sektora spadaju središnja država, regionalna vlast i lokalna vlast. Središnju državu čine proračunski korisnici kao što su ministarstva, instituti ili akademije te izvanproračunski fondovi kao što su Hrvatske vode ili Hrvatske ceste. Regionalnu vlast hrvatskog javnog sektora čine županije i Grad Zagreb koji nije županija, ali ima status županije te izvanproračunski korisnici. Lokalnu vlast čine općine, gradovi i lokalna trgovačka društva. (Štros, Coner, Bukovinski, 2018., str. 6.)

Javna poduzeća su poduzeća u vlasništvu Republike Hrvatske, a poslovanje im se regulira zakonima koji se odnose na obavljanje svake pojedinačne djelatnosti. Tako imamo raznovrsne zakone o šumama i slične zakone vezane za obavljanje pojedinačnih djelatnosti. Javno poduzeće je specifično po tome što su u njemu isprepleteni elementi javnosti i elementi tržišnosti. Za svoje postupke javna poduzeća odgovaraju Hrvatskoj Vladi ili Hrvatskom Saboru koji predstavljaju čuvaru javnoga interesa. (Bajo, Jurlina Alibegović, 2008., str. 10.) Hrvatski javni sektor često se zbog svoje veličine i neučinkovite administracije nalazi na prostoru javnih kritika. U 2015. godini hrvatski je javni sektor svojom uspješnošću bio mnogo ispod prosjeka cjelokupne Europske unije. Strateški dokumenti i određene gospodarske reforme zbog toga se uopće nisu mogli provesti. Europska komisija u svojim

izvješćima za Hrvatsku redovito smatra da poduzeća u vlasništvu države u Republici Hrvatskoj pokazuju ispodprosječnu produktivnost. Zbog toga se hrvatski javni sektor mora u potpunosti restrukturirati. (Štros, Coner, Bukovinski, 2018., str. 8.) Neki autori smatraju da je restrukturiranje hrvatskog javnog sektora jedna od najvažnijih reformi koje Hrvatska mora uopće provesti. Ako se ne provede postupak restrukturiranja javnoga sektora, mogle bi se javiti mnoge neželjene situacije. Primjerice, javne financije mogle bi postati sve nestabilnije te bi se uvelike mogao povećati dug državnog proračuna. Mogući je daljnji pad zapošljavanja i BDP-a i slično. (Šarić, 2013., str. 12.) Upravo zbog toga vrlo je važno osmisliti nove načine financiranja javnoga sektora što bi omogućilo rasterećenje državnog proračuna i omogućilo znatnije financijske uštede te spriječilo buduće neželjene situacije.

2.4. Financiranje javnog sektora

Javni sektor mora ostvariti određene financijske prihode budući da lokalne i regionalne jedinice trebaju nešto značajnija sredstva kako bi uspješno obavljale svoje djelatnosti. Ove jedinice financiraju se različitim izvorima. Budući da lokalne jedinice imaju određene potrebe, trebaju imati i određene svote novca. Međutim, država nastoji kontrolirati priljev novca u jedinice lokalne samouprave i to na način da ograniči maksimalnu stopu poreza kako bi ograničila mogućnost nekontroliranog rasta poreza u lokalnim jedinicama. (Bajo, Jurlina Alibegović, 2008., str. 62.)

Prvi izvor financiranja su lokalni porezi. Oni omogućuju jedinicama lokalne samouprave imanje određene samostalnosti u odlučivanju o tome kako će se namijeniti dobivena sredstva, odnosno za financiranje kojih javnih potreba će se koristiti. Lokalni porezi su najčešće (Bajo, Jurlina Alibegović, 2008., str. 65.):

- a) Porez na dohodak fizičkih osoba
- b) Porez na imovinu
- c) Opći porezi na potrošnju
- d) Trošarine ili akcize (selektivni porez na potrošnju)
- e) Porezi na kućanstva i glavarine
- f) Porez na dobit

Osim najčešćih poreza, postoje i drugi oblici lokalnih poreza. Međutim, kod lokalnih poreza vrlo je važno da zadovolje nekoliko kriterija. Prvi i najvažniji kriterij je stabilnost prihoda, odnosno činjenica da bi lokalni porezi trebali redovito dolaziti u lokalnu blagajnu ako se želi osigurati stabilnost lokalne jedinice. Nadalje, lokalni porezi moraju biti pravedni što znači da porezna obveza mora biti usklađena s općim mogućnostima poreznih obveznika. (Bajo, Jurlina Alibegović, 2008., str. 65.) Osim poreza, lokalne jedinice financiraju se korisničkim naknadama. Općenito se smatra da su korisničke naknade uz porez najvažniji izvor prihoda za jedinice lokalne samouprave. Korisničke naknade su sredstvo kojim lokalna samouprava

može stanovnicima ponuditi javna dobra ili javne usluge u količinama koje odgovaraju potražnji stanovnika. Podjela korisničkih naknada prikazana je u sljedećoj tablici.

Tablica 1. Korisničke naknade za financiranje lokalnih jedinica

Korisničke naknade za financiranje lokalnih jedinica	
Naknada za usluge	U ovu skupinu spadaju naknade za različite dozvole (npr. sklapanje braka, zasnivanje radnog odnosa), sitnije takse za obavljanje posebnih usluga (npr. ovjere preslika). Naknade za usluge su naknade troškova koji nastaju u javnome sektoru.
Javne cijene	Prihodi koje se dobivaju prodajom privatnih dobara i usluga. Primjerice, naknade za korištenje javnih dobara, ulaznice za parkove i sl.
Porezi za posebne koristi	Ove naknade služe kako bi se ostvarile posebne koristi kao što je poboljšanje životnih uvjeta stanovanja.

Izvor: izrada autorice prema Bajo, A., Jurlina Alibegović, D. (2008.), Javne financije lokalnih jedinica vlasti, Školska knjiga, Zagreb, str. 73.

Jedinice lokalne samouprave u Republici Hrvatskoj dobivaju prihode iz različitih oblika poreza (osnovni oblici poreza su županijski, općinski i gradski porez i lokalni porezi), iz fondova za pomoć u županijskom i državnom proračunu, neoporezivim prihodima te zaduživanjem. (Bajo, Jurlina Alibegović, 2008., str. 73).

2.5. Javni prihodi i javni rashodi

U svakoj suvremenoj političkoj zajednici javljaju se javni prihodi i javni rashodi. Javni prihodi razvili su se paralelno s razvitkom države. Vrste javnih prihoda mijenjale su se, ovisno o promjeni društvenog uređenja, još od robovlasničkih sistema. Nakon razdoblja liberalnog kapitalizma došlo je do povećanih javnih potreba za novcem, odnosno do potrebe za većim javnim prihodima. Zbog toga su države, u skladu sa svojim povećanim potrebama, odlučile (Jelčić, 2001., str. 27.):

- a) Povećati broj poreznih obveznika
- b) Povećati porezno opterećenje
- c) Povećati broj vrsta poreza

S vremenom je povećan broj zadataka koje mora obavljati suvremena država za svoje građane, a povećan je obuhvat tih zadataka. Budući da državne potrebe sve više rastu, potrebno je sve više financijskih sredstava. Svaka država ima prilagođen način prikupljanja javnih prihoda, ali svi javni prihodi svijeta imaju četiri zajedničke javne karakteristike. Prva karakteristika je da se javni prihodi ubiru u novcu što se razlikuje od povijesnih načina ubiranja javnih prihoda. Druga karakteristika je da se javni prihodi ubiru periodično, odnosno u određenim vremenskim intervalima. Treća karakteristika je da se javni prihodi u pravilu ubiru iz poreza i dohotka, a vrlo rijetko se ubiru iz imovine. Četvrta karakteristika je da se javni prihodi koriste kako bi se podmirile javne, odnosno državne potrebe. (Jelčić, 2001., str. 27.)

Javni se prihodi dijele prema različitim kriterijima, a prema vremenu pritjecanja dijele se na redovne prihode i izvanredne prihode. Redovni prihodi su prihodi koje država kroz određeni period konstantno ubire, a njima se podmiruju redovni rashodi. Izvanredni prihodi su prihodi koji se ubiru ako se pojave izvanredni rashodi, a uvode se samo u slučaju nužde. Prema načinu stjecanja prava na prihode dijele se na originalne prihode i derivatne prihode. Originalne prihode država ubire zahvaljujući gospodarskim aktivnostima, kao i bilo koje drugo poduzeće. Derivatne prihode država ubire kao prisilne prihode, zahvaljujući suverenitetu države. U ovu vrstu prihoda spadaju javni zajmovi zato što su sredstva dobivena javnim zajmovima privremeno vlasništvo države. (Jelčić, 2001., str. 27.)

Idući kriterij podjele javnih prihoda je prema karakteru vlasti u odnosima, a prihodi se dijele na privatnopravne i javnopravne. Privatnopravni prihodi dolaze iz statusa države kao gospodarskog subjekta. To su prihodi od državne imovine te od javnih poduzeća. Javnopravni prihodi su prihodi koje država dobiva zato što ima nadređeni status kojim može pojedincima narediti da joj daju novac. To su prihodi u obliku poreza, doprinosa, pristojbe itd. Prema subjektu koji je izvor prihoda, prihodi se mogu podijeliti na prihode od fizičkih osoba te na prihode od javnih osoba. Prihodi od fizičkih osoba su svi prihodi koje država ubire od fizičkih osoba posredstvom plaćanja različitih oblika poreza. Prihode od pravnih osoba država uglavnom dobiva od različitih gospodarskih subjekata. Prihodi se mogu podijeliti i prema financijskom suverenitetu i financijskoj autonomiji i to na prihode širih te prihode užih teritorijalnih jedinica. (Jelčić, 2001., str. 28.)

Jedno od najvažnijih pitanja vezanih za javne prihode je kojoj bi se teritorijalnoj jedinici trebala dati koja količina javnih prihoda koji su dobiveni navedenim načinima. Postoje tri različita sustava kojima se može regulirati raspodjela prihoda. Prvi način je sustav separacije. U sustavu separacije prihodi su odvojeni, što znači da svako tijelo ima vlastite prihode te da njima financira ono što je u njegovoj nadležnosti. Drugi način je sustav participacije. U sustavu participacije samo se jednoj teritorijalnoj jedinici priznaju vlastiti prihodi, a ostale jedinice participiraju u tim prihodima. Treći način je sustav mješovitih prihoda. U sustavu mješovitih prihoda kombiniraju se prethodno spomenuti načini raspodjele prihoda. (Jelčić, 2001., str. 28.)

Javni rashodi definiraju se kao “oni izdatci koje država čini u javnom interesu radi zadovoljenja društvenih potreba” (Jelčić, 2001., str. 455.) Njihova veličina ponajviše ovisi o veličini javnih zadataka koje država obavlja te o složenosti tih zadataka. Kapitalističko društveno uređenje dovelo je do rasta veličine javnih rashoda zato što je došlo do povećanja državnih funkcija te do povećanja državnog administrativnog aparata. Dio javnih rashoda smatra se neproduktivnima te se smatra da se takvi javni rashodi moraju reducirati. (Jelčić, 2001. str. 455.)

Postoje različiti uzroci rasta javnih rashoda, a najvažniji su (Jelčić, 2001., str. 466.):

- a) Prividni porast javnih rashoda – u ovaj uzrok spadaju smanjenje kupovne snage novca, povećanje broja stanovnik i promjene u tehnici izrade proračuna.
- b) Stvarni porast javnih rashoda – u ovaj uzrok spadaju ekonomski razlozi, politički razlozi te financijski razlozi.

Također, postoje različite podjele javnih rashoda, kao što je prikazano u sljedećoj tablici.

Tablica 2. Kriteriji podjele javnih rashoda

Kriteriji podjele javnih rashoda	
Redovni	Izvanredni
Produktivni	Neproduktivni
Investicijski	Transferni
Osobni	Materijalni
Odgodivi	Neodgodivi
Novčani	Nenovčani
Centralnih tijela	Regionalnih i lokalnih tijela

Izvor: izrada autorice prema Jelčić, B. (2001.), Javne financije, RriF, Zagreb, str. 478.

Kod podjele javnih rashoda važno je dosljedno se držati određenih kriterija kako bi se smanjila mogućnost bilo kojeg oblika diskriminacije određenog korisnika te kako se nijedan korisnik javnih rashoda ne bi oštećio.

2.6. Javni dug

Pojam javnog duga također je vezan za javne financije te za državne institucije. Javni dug čine iznosi novčanih sredstava koje je država pojamljivala za financiranje prošlih deficita (manjkova). U principu se kod korištenja pojma javni dug zapravo misli na pojam javnog deficita. Kada država dođe u stanje u kojemu su javni rashodi veći od javnih prihoda, našla se je u stanju deficita. U stanju deficita mora posuditi novac iz drugih izvora kako bi podmirila javni deficit. Kada država dođe u stanje u kojemu ima javni deficit, mora osmisliti način da dođe u stanje suficita budući da javni dug može smanjiti samo javni suficit.¹

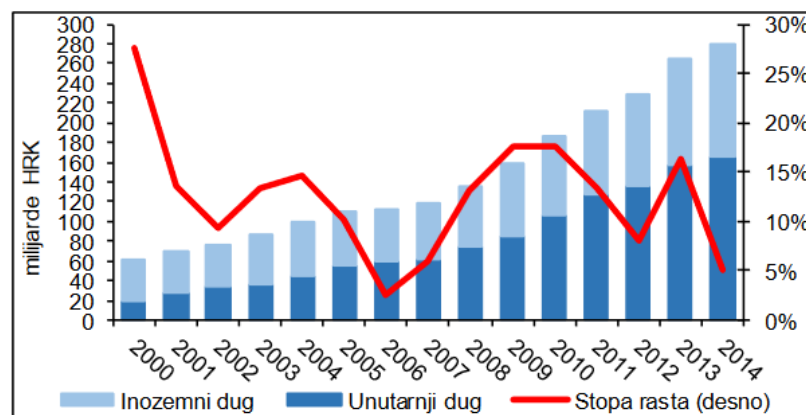
Javni dug je dug koji državni aparat duguje zajmodavcima. Pod pojmom zajmodavaca podrazumijevamo pojedince, tvrtke pa čak i druge vlade. Pojam javnog duga u principu se koristi u sinonimnom odnos s pojmom državnog duga. Javni dug je dakle akumulacija godišnjeg proračunskog deficita. On predstavlja rezultat dugogodišnjih vladinih vođa koji

¹http://www.ijf.hr/pojmovnik/javni_dug.htm

troše više nego što zarađuju putem poreznih prihoda.² Postoje javni dug i javni vanjski dug. Vrlo je važno ne pomiješati javni dug s vanjskim dugom. Vanjski dug je iznos koji stranim ulagačima duguju i vlada i privatni sektor. Javni dug utječe na vanjski dug jer ako se povećaju kamatne stope na javni dug, one će se također povećati za sav privatni dug. To je jedan od razloga zašto tvrtke vrše pritisak na svoje vlade da zadrže javni dug unutar razumnog raspona.³

Ako država ima javni dug, važno je da je taj javni dug dobro usklađen ili uravnotežen. Dobro uravnotežen javni dug znači da su rokovi dospeljeća dugovanja tako usklađeni da neće državu dovesti u stanje nelikvidnosti ili još gore, inflacije.⁴ Republika Hrvatska ne raspolaže cjelovitim podacima o javnom dugu za razdoblje do 2000. godine što je problematično budući da se ne može napraviti analiza javnoga duga od osamostaljena. Hrvatska se nije mogla zaduživati na inozemnom tržištu do 1996. godine pa je zbog toga posezala za izvorima zaduživanja u vlastitoj zemlji. Od 2000. godine javni dug Hrvatske rastao je kao što je prikazano na sljedećoj slici.

Slika 3. Rast javnog duga Republike Hrvatske



Izvor: <https://www.hgk.hr/documents/aktualna-tema-odrzivost-javnog-duga-svibanj-201557b6f4884c777.pdf>

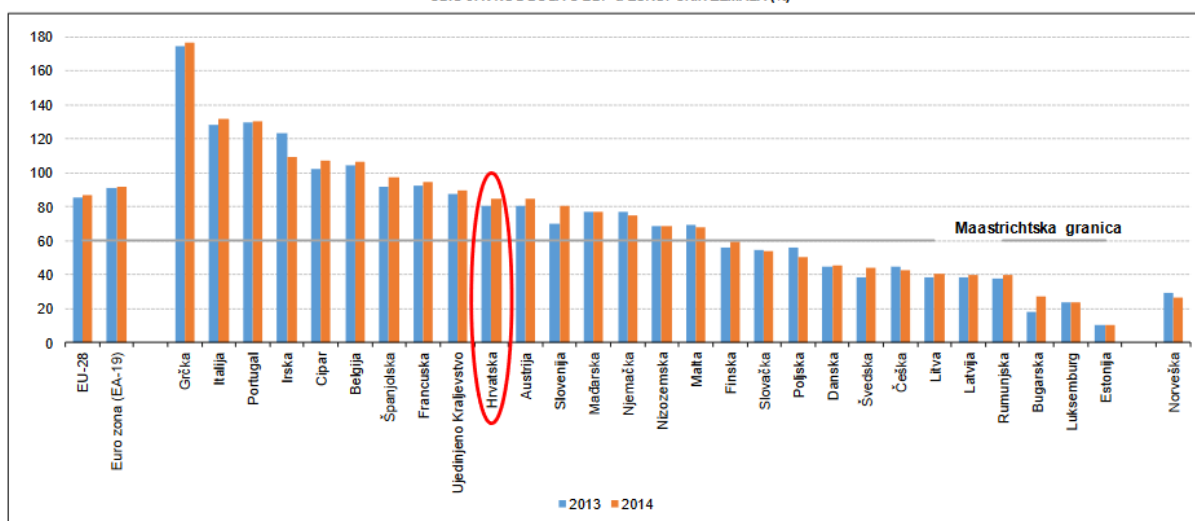
² <https://www.thebalance.com/what-is-the-public-debt-3306294>

³ <https://www.thebalance.com/what-is-the-public-debt-3306294>

⁴ http://www.ijf.hr/pojmovnik/javni_dug.htm

Hrvatski javni dug vrlo je dinamično i brzo rastao zbog izgradnje cestovne infrastrukture, zbog restrukturiranja poduzeća i banaka koje je pomagala država, zbog preuzimanja obveza države prema građanima oko namirivanja starih deviznih štednji te zbog izdašno izdanih državnih jamstava koja je trebalo podmiriti.⁵ Međutim, hrvatski se javni dug nalazi negdje u sredini po veličini javnih dugova u Europskoj uniji, što je prikazano na sljedećoj slici.

Slika 4. Hrvatski javni dug u odnosu na javne dugove ostalih zemalja



Izvor: <https://www.hgk.hr/documents/aktualna-tema-odrzivost-javnog-duga-svibanj-201557b6f4884c777.pdf>

Jedan od načina stvaranja javnog duga je i putem raznovrsnih državnih obveznica. No u planu svake države trebalo bi biti smanjenje javnoga duga, a idealna je situacija u kojoj država uopće nema javni dug. Zbog toga je potrebno razmisliti o alternativnim načinima financiranja javnih potreba, kao što je javno-privatno partnerstvo.

⁵ <https://www.hgk.hr/documents/aktualna-tema-odrzivost-javnog-duga-svibanj-201557b6f4884c777.pdf>

3. Obveznice

3.1. Definicije i podjele obveznica

Obveznice su financijski element kojim se uređuje odnos dugovanja između dužnika i vjerovnika. One su dugoročni financijski element prisutan na tržištu kapitala, a pomoću njih se od izdavatelja traži da na neki određeni datum (ili na više određenih datuma) plati određeni iznos vlasniku. Uz određeni iznos koji izdavatelj mora platiti, obavezan je platiti i dogovorene kamate. Kamate koje izdavatelj plaća predstavljaju naknadu za korištenje novca kroz određeni period. (Tomić, 2016., str. 72.) Daljnja definicija kaže da su obveznice “dužnički vrijednosni papiri koje emitiraju države, poduzeća ili financijske institucije radi prikupljanja financijskih sredstava za tekuće plaćanje obveza ili razvojnih potreba.” (Vukičević, 2006., str. 226.) Također, obveznice se definiraju i kao “pismene isprave kojima se njihov izdavalac obvezuje da će vlasniku obveznice isplatiti dinamikom naznačenom u obveznici iznose novčanih sredstava naznačene u obveznici.” (Orsag, 2003., str. 196.) Ovu definiciju nazivamo legalnom definicijom obveznice zato što je ta definicija uređena zakonom. Obveznice imaju i druge važne karakteristike. Prema načinu na koji potražuju, obveznice su obligacijski vrijednosni papiri koji imaju unaprijed određen rok dospijeca. U pravilu su obveznice dugoročni vrijednosni papiri, a izdaju se s rokom dospijeca duljim od deset godina, iako se izdaju i s kraćim rokovima dospijeca pa ih tada nazivamo kratkoročnim obveznicama. (Orsag, 2003., str. 196.) Budući da se mogu prenositi s jednog vlasnika na drugoga, one su prenosivi vrijednosni papiri. Mogu se izdavati s jednokratnim dospijecem ili s višekratnim dospijecem. Jednokratno dospijecje je u principu češći način. Na financijska sredstva koja su posuđena izdavanjem obveznice u pravilu se plaćaju kamate. (Orsag, 2003., str. 196.) Primarni cilj izdavanja obveznica je prikupljanje novčanih sredstava za različite potrebe. Nakon što su obveznice izdane, njima se može trgovati na sekundarnom tržištu pa investitori imaju mogućnost ulagati u njih te ostvariti zaradu. Obveznice se razlikuju od kredita, a razlike obveznica i kredita navedene su u sljedećoj tablici.

Tablica 3. Razlike obveznica i kredita

Razlike obveznica i kredita	
Kredit	Obveznice
Izdaje se samo jedan kredit	Iznos se dijeli na manje dijelove
Vrijednost kredita je jednaka ukupnoj vrijednosti kredita	Vrijednost duga jednaka je zbroju manjih dijelova duga
Kod kredita su najčešće zajmovne strane banka i dužnik	Cjelokupni dug se dijeli na manje djelove koji predstavljaju pojedinačne, prenosive vrijednosne papire
Teško prenosiv	Lakše prenosiv

Izvor: izrada autorice prema Tomić, B. (2016.), *Financijski instrumenti i izvedenice*, Effectus, Zagreb, str. 73.

Obveznice i dionice su najpopularniji financijski instrumenti koji su rasprostranjeni na tržištima kapitala cijeloga svijeta. Zbog toga je vrlo važno shvatiti u čemu se točno razlikuju obveznice i dionice kako ne bi došlo do miješanja pojmova. Dionice prvotno nastaju kod osnivanja dioničkog društva kada se dijele među vlasnicima dioničkog društva te su one zbog toga vlasnički vrijednosni papiri. Dioničko društvo uvijek ima određeni kapital koji je podijeljen na određeni broj dionica. Svaki vlasnik dioničkog društva dobiva proporcionalni broj dionica. Dionička društva u pravilu imaju skupštinu koja može odlučiti da vlasnici dionica mogu dobivati dio neto dobiti društva. Ako vlasnici dionica dobivaju dio te neto dobiti, obično se neto dobit dijeli proporcionalno broju dionica koji svaki dioničar posjeduje. (Tomić, 2016., str. 73.)

Vlasnici obveznica imaju drugačija prava nego vlasnici dionica. Oni nemaju pravo na vlasništvo društva, tj. nisu vlasnici društva zato što posjeduju određeni broj obveznica. Također, vlasnici obveznica nemaju pravo dobiti dio neto dobiti društva. Njima se ne može isplatiti dio neto dobiti zato što posjeduju određeni broj dionica. Važno je spomenuti i da vlasnici obveznica nemaju pravo glasa u upravljačkim tijelima dioničkog društva budući da obveznice ne daju pravo vlasništva. (Tomić, 2016., str. 73.) Obveznice predstavljaju dužnički financijski instrument, a dionice su vlasnički financijski instrument, što je glavna razlika između ova dva financijska instrumenta. Dionice nemaju dospjeće, a obveznice imaju dospjeće pa ih nakon dogovorenog vremena izdavatelj mora otkupiti od vlasnika. Otkup od vlasnika zapravo predstavlja povrat novca vlasniku. (Tomić, 2016., str. 73.)

Obveznice konstantno donose prihode vlasniku budući da kroz cijelo vrijeme izdavatelj zakonski mora isplaćivati dogovorenu kamatu. Kod dionica je drugačije budući da se neto dobit ne mora dijeliti vlasnicima dionica, osim ako to skupština odluči. Ali kada skupština izglasa da se vlasnicima dionica mora isplaćivati dio neto dobiti proporcionalno njihovom vlasništvu, tada isplata dividende postaje zakonska obaveza poduzeća. (Tomić, 2016., str. 73.) Razlika između obveznica i dionica vidi se i u preuzetom riziku. Naime, kada dođe do stečaja poduzeća, pravo isplate imaju prvo obveznice, a tek onda dioničari. To znači da je rizik obveznica zapravo mnogo manji nego rizik dionica. (Tomić, 2016., str. 74.) Budući da su obveznice jedan od najzastupljenijih financijskih dužničkih instrumenata koji se javljaju na burzama cijeloga svijeta, s vremenom su se razvile pa postoje mnogobrojne podjele obveznica. Postoje različiti kriteriji prema kojima se dijele obveznice, a svaki od tih kriterija ima još niže podvrste obveznica. Osnovni kriteriji podjele obveznica su (Tomić, 2016., str. 80.):

1. Obveznice koje se dijele prema mjestu emisije na:
 - a) Domaće obveznice
 - b) Strane obveznice
 - c) Euroobveznice

2. Obveznice podijeljene prema tipu emitenta na:
 - a) Državne obveznice
 - b) Municipalne obveznice
 - c) Korporacijske obveznice

3. Obveznice koje se prema osiguranju dijele na:
 - a) Osigurane obveznice
 - b) Neosigurane obveznice

4. Obveznice koje se prema novčanom tokom dijele na:
 - a) Kuponske obveznice
 - b) Obveznice bez kupona
 - c) Anuitetske obveznice

5. Obveznice koje se prema karakteru isplate kamatne stope dijele na:
 - a) Obveznice koje imaju fiksnu kamatnu stopu
 - b) Obveznice koje imaju varijabilnu kamatnu stopu
 - c) Obveznice indeksirane inflacijom

Obveznica u Republici Hrvatskoj može glasiti na kune ili na stranu valutu, ali se na hrvatskom tržištu može kupovati i prodavati samo za kune. Temeljni podaci koje svaka obveznica mora sadržavati su (Gorenc, 2000., str. 295.):

- a) Oznaku vrijednosnog papira – obveznice
- b) Naziv tvrtke i sjedište izdavatelja
- c) Oznaku kupca, tj. donositelja obveznice
- d) Visinu novčane svote na koju obveznica izdana
- e) Visinu kamatne stope ako se obveznicom predviđa plaćanje kamata
- f) Ako je predviđen, postotak udjela u dobitku
- g) Rokove otplate glavnice i kamata
- h) Mjesto i datum izdavanja
- i) Serijski i kontrolni broj
- j) Potpise ovlaštenih osoba
- k) Prava koja proizlaze iz obveznice

3.2. Načela poslovanja obveznicama

Obveznice u principu funkcioniraju kao bilo koja druga vrsta zajma, odnosno kredita, ali se razlikuju u svojem sastavu te u načinu dogovaranja. Kao i kod bilo kojega drugoga kredita ili zajma i kod obveznica zajmoprimac prilikom uzimanja zajma izdaje potvrdu na temelju koje investitor (odnosno zajmodavac) ostvaruje pravo na kamate prema kamatnoj stopi koja je unaprijed dogovorena. U toj potvrdi stoji da se zajmoprimac obvezuje da će posuđenu svotu vratiti do unaprijed dogovorenog roka. Obveznice se ponajviše razlikuju od drugih oblika zajmova u činjenici da su one prenosive, dok drugi oblici zajmova uglavnom nisu prenosivi. Banke imaju poslovne knjige u kojima vode dug sve dok se dug ne otplati, a vode ga kao odnos zajmoprimca i zajmodavca pa je zajmoprimac korisnik zajma sve dok zajam nije otplaćen. (Foley, 1998., str. 75.)

Svaka obveznica ima kupon. Kupon je kamatna stopa prema kojoj se izračuna prihod koji će nastati od obveznice. Cijena obveznica određuje se u skladu s tržišnim mehanizmom koji smatra da je tržište sučeljavanje ponude i potražnje. Cijena obveznica ovisi o(Foley, 1998., str. 176.):

a) Promjeni statusa emitenta obveznica

Značajan učinak na formiranje cijene obveznica ima položaj izdavatelja obveznica. Ako se javi sumnja u izdavatelja da će moći plaćati kamate ili isplatiti cijenu obveznice kada dođe vrijeme za to, potencijalni kupci obveznica neće biti motivirani za kupnju obveznica. Zbog toga će cijena takvih obveznica biti nešto niža.

b) Blizini roka dospjeća

Kada obveznica ima bliži rok dospjeća, povećava joj se cijena zato što obveznica koja će biti iskupljena po punoj vrijednosti u kratkome razdoblju privlači potencijalne kupce. Nagovještaj pada tržišne cijene u ovome će slučaju privući kupce.

c) Očekivanja inflacije

U vremenima u kojima se očekuje ubrzanje inflacije, vrijednosni papiri koji imaju fiksnu kamatnu stopu bit će manje privlačni od oblika imovine koji su zaštićeni od rasta cijena. Tržišna cijena obveznica u ovome će slučaju pasti, ali će rasti povrat uloženog novca.

d) Promjeni kamatnih stopa

Kamatne stope su osobito važne pri određivanju cijena obveznica s fiksnom kamatnom stopom. Kada je kamatna stopa stabilna, obveznice su poželjnije.

3.3. Vrste obveznica prema tipu izdavatelja

Jedno od važnijih obilježja obveznica je da su obveznice prenosivi dužnički instrumenti, a to znači da se vlasnik obveznice može mijenjati za vrijeme njezinog postojanja. Međutim, izdavatelj obveznice se nikada ne može promijeniti. Obveznice prema tipu izdavatelja nazivamo još obveznicama prema tipu emisije, a dijele se na:

- a) Državne obveznice
- b) Municipalne obveznice
- c) Korporacijske obveznice

Državne obveznice su one obveznice koje izdaje vlada ili neki drugi državni organ ili agencija. Primjerice, u Republici Hrvatskoj to su Ministarstvo financija Republike Hrvatske ili Fond za nadoknadu oduzete imovine u Republici Hrvatskoj. Ova vrsta obveznica u velikoj je prednosti prema ostalim obveznicama zato što njezin rizik snose država ili državne agencije pa ima najmanji rizik. (Tomić, 2016., str. 82.)

Municipalne obveznice izdaju lokalne vlasti (gradovi, županije, regije, općine ili neke druge lokalne jedinice). Sredstva koja se dobivaju municipalnim obveznicama uglavnom se ulažu u izgradnju lokalne infrastrukture. Budući da se ovim obveznicama financira izgradnja lokalne infrastrukture, ponekad su prihodi od kamata te dobit municipalnih obveznica uračunati u porezne olakšice. (Tomić, 2016., str. 82.)

Razlikuju se dvije vrste municipalnih obveznica:

- 1) Općeobvezujuće obveznice
- 2) Prihodovne obveznice

Općeobvezujuće obveznice su obveznice kojima je glavna svrha popuniti općinske proračune. Novac prikupljen ovim obveznicama usmjerava se u općenite svrhe, tj. novac je namijenjen zadovoljenju potreba lokalne zajednice. Zbog toga se isplata dugovanja (glavnice i kamata) kod ovih obveznica može jamčiti iz različitih izvora u lokalnoj zajednici. (Tomić, 2016., str. 82.)

Prihodovne obveznice su obveznice kojima je glavna svrha zadovoljenje potreba neke određene svrhe ili nekoga projekta. Glavnica i kamate u slučaju prihodovnih obveznica financirane su iz projekta za čije zadovoljenje su bile namijenjene. Zbog toga se isplata dugovanja kod ove obveznice ne može smatrati toliko sigurnom kao kod općeobvezujućih obveznica te ove obveznice ipak imaju i veći rizik. (Tomić, 2016., str. 82.)

Korporacijske obveznice su obveznice koje izdaju korporacije, odnosno poduzeća. Ta trgovačka društva ili poduzeća mogu obavljati različite djelatnosti. Problem je što su ovo najrizičnije obveznice prema vrsti, odnosno tipu izdavatelja budući da se njihova naplata može garantirati samo iz korpusa poduzeća. (Tomić, 2016., str. 83.)

4. Osnovna obilježja korporacijskih obveznica

4.1. Pojam korporacijskih obveznica

Korporacijske obveznice izdaju velike tvrtke kada im trebaju određena financijska sredstva na dulji vremenski period posudbe. Kupnja korporacijskih obveznica je kompliciranija nego kupnja državnih ili municipalnih obveznica zato što je njihova cijena, osim kamatama i dospijecem, određena nizom drugih faktora kao što su status izdavatelja, obilježja opoziva, likvidnost, stopa rizika itd. Ovu vrstu obveznica tvrtke izdaju kada žele prikupiti određene količine novca. (Bebek, Santini, 2008., str. 140.)

Korporacijske obveznice, kao i sve druge vrste obveznica, imaju svoje prednosti i nedostatke. Prednosti korporacijskih obveznica su:

- a) Prilagodljivost u skladu s potrebama izdavatelja (mogu se prilagoditi iznos izdanja, način otplate, rok otplate...).
- b) Postizanje suglasnosti ponude i potražnje – može se kreirati obveznica koja će na najbolji način odgovarati potrebama izdavatelja i potrebama dužnika, odnosno osobe kojoj je izdana obveznica.
- c) Troškovi su konkurentniji nego troškovi tradicionalnih kredita.
- d) Manji udio sudjelovanja poslovnih banaka.
- e) Kamatna stopa se fiksira u povoljnom trenutku.
- f) Proširenje izvora financiranja te proširenje baze ulagatelja.

- g) Izdavatelj koji izađe na tržište obveznica potvrđuje svoju snagu i poslovnu sigurnost.
- h) Medijski interes za izdavatelje je velik što donosi pozitivnu promociju.⁶

Nedostatci korporacijskih obveznica su zapravo rizici njihovog izdavanja, a rizici su:

- a) Tečajni rizik, odnosno rizik rasta ili pada vrijednosti obveznice koja je izdana u stranoj valuti, a koja je izražena u domaćoj valuti.
- b) Rizik promjene kamatnih stopa, odnosno rizik porasta ili pada tržišnih kamatnih stopa u odnosu na kamatnu stopu koju dužnik plaća izdavatelju obveznice.
- c) Reputacijski rizik, odnosno rizik nepovoljnog utjecaja nekog događaja u poduzeću na cjelokupan ugled poduzeća. Odnosi se na negativne događaje vezane za korporacijske obveznice.⁷

4.2. Obilježja korporacijskih obveznica

U prošlosti su se korporacijske obveznice prodavale uz kupon vlasnika obveznice pa ih je vlasnik poštom slao tvrtki kako bi dobio kamate. Te obveznice su se nazivale obveznice na donositelja zato što se je isplata financijskih sredstava vršila onome pojedincu koji je fizički mogao donijeti obveznicu. Taj način poslovanja obveznicama ukinut je zbog porezne uprave kojoj on nije odgovarao budući da nije mogla pratiti dohotke od kamata. Obveznice na ime s kuponima zamijenjene su obveznicama na ime bez kupona, nego se vlasnik mora registrirati u određenom poduzeću ako želi ostvariti povrat kamata. Tvrke u ime vlasnika obveznice koji dobiva dohodak od kamata moraju slati financijska izvješća poreznoj upravi. (Mishkin, Eakins, 2005., str. 253.)

Korporacijske obveznice danas imaju određene ograničavajuće odredbe. Budući da financijske menadžere zapošljava na nalog dioničara iz nadzornog odbora, financijskim menadžerima u interesu je zaštititi vlasnike dionica, a ne vlasnike obveznica. Zbog toga može doći do situacije u kojoj financijski menadžeri neće iskoristiti sredstva prikupljena obveznicama onako kako su to vlasnici obveznica zamislili. Najvažnija ograničavajuća odredba tiče se iznosa dividende koji tvrtka može isplatiti. Potrebno je ograničiti iznos dividende koji se može isplatiti te ograničiti tvrtku u izdavanju dugova. Što više ograničenja je stavljeno pred menadžment, to će obveznice biti sigurnije pa će samim time i kamatna

⁶<https://www.pbz.hr/hr/tvrtke/trzista-kapitala#app-left-tab2>

⁷<https://www.pbz.hr/hr/tvrtke/trzista-kapitala#app-left-tab2>

stopa, odnosno prihod vlasnicima biti niži, ali je i stopa rizika značajno umanjena. (Mishkin, Eakins, 2005., str. 253.)

Jedno od važnijih obilježja korporacijskih obveznica je odredba o opozivu koja omogućuje izdavatelju, odnosno tvrtku, da prisili vlasnika da mu proda obveznicu. U principu se uvijek postavlja neki vremenski rok nakon čijega se isteka može koristiti odredba o opozivu. Jedan od načina na koji si izdavatelji korporacijskih obveznica žele osigurati odredbu o opozivu je amortizacijski fond. Amortizacijski fond je dio ugovora u kojemu stoji da tvrtka svake godine mora vlasniku obveznice isplatiti određeni dio obveznica. Amortizacijski fond je vrlo privlačan ulagateljima u obveznice zato što smanjuje mogućnost da neka obveznica bude neispunjena po dospeljeću pa se smanjuje stopa rizika te samim time i kamatna stopa na obveznicu. (Mishkin, Eakins, 2005., str. 253.)

Posljednje obilježje korporacijskih obveznica je konverzija. Konverzija je pojava da se određene obveznice mogu pretvoriti u dionice. Ovaj oblik pretvorbe omogućuje vlasnicima obveznica da u budućnosti možda postanu vlasnici određenog udjela u poduzeću pa je zbog toga konverzija vrlo privlačna određenoj skupini ulagatelja u obveznice. Mnoge konvertibilne obveznice na sebi imaju dodatak na kojemu piše da se mogu pretvoriti u dionice na zahtjev vlasnika obveznice. Menadžeri koji su uvjereni da će tvrtka u budućnosti pozitivno poslovati izdat će obveznice koje imaju mogućnost konverzije pa će vlasnici obveznica moći pretvoriti obveznice u dionice ako cijena dionica poraste. (Mishkin, Eakins, 2005., str. 254.)

Postoji mnogo različitih vrsta korporacijskih obveznica, a one se najčešće razlikuju prema tipu kolaterala kojim se osigurava obveznica te prema tome kojim se redom obveznica isplaćuje ako dođe do stečaja poduzeća. (Mishkin, Eakins, 2005., str. 254.)

4.3. Vrste korporacijskih obveznica

4.3.1. Osigurane obveznice

Osigurane obveznice imaju pridruženi kolateral. U njih spadaju hipotekarne obveznice koje se služe za financiranje raznovrsnih projekata. Primjerice, ako se gradi škola koja je financirana hipotekarnih obveznicama, onda se zgrada škole može koristiti kao jamstvo svim obveznicama koje su izdane za namjenu izgradnje škole. Ako se dogodi da poduzeće ne izgradi školu kako je dogovoreno, pronevjeri novac ili izgradi zgradu drugačije nego što je dogovoreno, vlasnici hipotekarne obveznice imaju zakonsko pravo likvidirati imovinu (zgradu škole) da im se isplati njihov novac. (Mishkin, Eakins, 2005., str. 255.) Hipotekarne obveznice u principu nisu rizične zato što uvijek postoji određena imovina koja im predstavlja zalog pa je gotovo sigurno da će biti isplaćene. Iz toga slijedi da su i kamatne stope na hipotekarne obveznice nešto niže nego na druge vrste korporativnih obveznica. Također, ove su obveznice vrlo sigurne za ulaganje. U osigurane obveznice spadaju i obveznice koje se zovu certifikati uz zalog opreme. Certifikati uz zalog opreme su vrsta obveznica koja je također osigurana imovinom, ali to je drugačija vrsta imovine nego kod hipotekarnih obveznica. Kod ove vrste obveznica zalog predstavlja nematerijalna imovina koja ne smije biti nekretnina. Primjerice kod certifikata uz zalog opreme zalog mogu predstavljati velika postrojenja, avioni itd. (Mishkin, Eakins, 2005., str. 255.) Obveznice certifikata uz zalog opreme su također vrlo nerizične obveznice zato što se isplata zaloga također garantira određenom, vrlo vrijednom imovinom. Također imaju niže kamatne stope te su vrlo sigurne za ulaganje.

Osigurane obveznice su najpouzdanije korporacijske obveznice koje se uopće mogu izdati budući da imaju vrijedne garancije isplate te gotovo da ne postoji nikakav rizik za njihovu neisplatu. Zbog toga se smatraju najboljim ulogom što se tiče ulaganja u korporacijske obveznice koje ionako slove za najnesigurniji oblik obveznica koji se uopće javlja na tržištima diljem svijeta.

4.3.2. Neosigurane obveznice

Neosigurane obveznice se dijele na tri tipa obveznica; zadužnice, subordinirani dug te na obveznice s promjenjivom stopom.

Zadužnice su vrsta neosigurane obveznice koju karakterizira dugoročnost, a njezinu isplatu garantira opći bonitet izdavatelja. Kod ovih obveznica nije određen kolateral koji bi bio zadužen za zalaganje isplate dugovanja. Kada dođe do slučaja neisplate sredstava koje nastaju zbog obveznice, vlasnici moraju sudski tražiti nadoknadu sredstava. Uz zadužnice uglavnom dolazi dodatak ugovora u kojemu su navedene dužnosti menadžmenta te u kojemu su nabrojani uvjeti obveznice. Taj ugovor naziva se ugovor o zadužnici. (Mishkin, Eakins, 2005., str. 255.) Budući da su zadužnice niže rangirane na listi prioriteta isplate od osiguranih obveznica u slučaju stečaja poduzeća, one nose nešto viši rizik te zbog toga imaju i više kamatne stope. Subordinirani dug je vrsta obveznice koja je vrlo slična zadužnici, ali se ipak razlikuje od zadužnice jer ima još niže pravo isplate na listi prioriteta isplate. U slučaju stečaja poduzeća ovi vlasnici imaju pravo isplate tek nakon što su nesubordinirani vlasnici u potpunosti isplaćeni. Kod ovih obveznica viša je kamatna stopa, ali je mnogo viši i rizik. (Mishkin, Eakins, 2005., str. 255.) Obveznice s promjenjivom stopom mogu biti osigurane ili neosigurane. One su novost na financijskom tržištu, a pokrenute su zbog povećane varijabilnosti kamatnih stopa u 80-ima i 90-ima godinama prošlog stoljeća. Kamatna stopa ovih obveznica veže se za neku drugu kamatnu stopu na tržištu, a periodično se vrše prilagodbe kamatne stope obveznice. Ako se kamatne stope na tržištu mijenjaju, mijenjaju se i kamatne stope kod ove vrste obveznica. (Mishkin, Eakins, 2005., str. 255.)

4.3.2. Špekulativne obveznice

Špekulativne obveznice su obveznice koje imaju vrlo niski investicijski rejting. Nastale su nakon 70-ih godina prošlog stoljeća kada su mnogobrojna poduzeća pala u dugove te su imala problema s prodajom obveznica na tržištima. (Mishkin, Eakins, 2005., str. 256.)

Špekulativne obveznice na engleskom se govornom području nazivaju *junk bonds*. To su obveznice koje nose mnogo veći rizik od neispunjenja obveza od većine obveznica koje izdaju korporacije i jedinice uprave. Obveznica obećava plaćanje kamata investitorima i povrat uložene glavnice u zamjenu za kupnju obveznice. *Junk* obveznice predstavljaju obveznice koje izdaju tvrtke koje imaju financijske borbe i koje imaju visok rizik neispunjavanja obveza ili ne plaćaju svoje kamate ili ne vraćaju glavicu investitorima.⁸

4.4. Korporacijske obveznice u Hrvatskoj

Korporacijske obveznice su vrlo raširen oblik obveznica u cijelome svijetu. Primjerice, u Sjedinjenim Američkim Državama postoje specijalizirane agencije koje se bave prodajom korporacijskih obveznica te je financiranje poduzeća izdavanjem obveznicama sasvim uobičajen proces koji se ne razlikuje od financiranja drugim oblicima obveznica.

Republika Hrvatska zaostaje za trendovima financiranja korporacijskim obveznicama, što pokazuju malobrojna istraživanja na tu temu. Prva poduzeća koja su izdala korporacijske obveznice u Hrvatskoj bila su Belišće d.d. i Plava laguna Poreč u 2002. godini. Dakle, korporacijske se obveznice u Hrvatskoj emitiraju tek 17 godina pa je njihovo smanjeno korištenje uvjetovano i malim vremenskim razdobljem u kojemu su se koristile. Osim što se koriste relativno kratko razdoblje, ne postoji sveobuhvatno istraživanje tržišta koje bi pokazalo zašto se korporacijske obveznice ne koriste te ne postoji dostupno istraživanje koje pokazuje statistiku kretanja financiranja korporacijskim obveznicama.

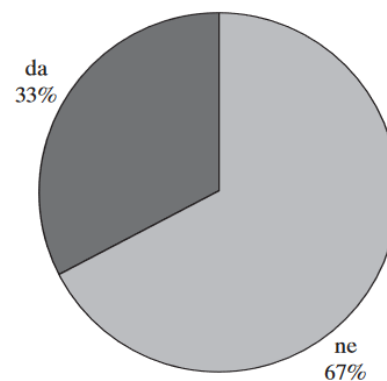
⁸<https://www.investopedia.com/terms/j/junkbond.asp>

Jedno od glavnijih istraživanja tržišta korporacijskih obveznica u Hrvatskoj provedeno je na samome početku korištenja, 2004. godine. Istaživanje je provela mr. sc. Danijela Miloš s Ekonomskog fakulteta u Zagrebu.

U tome istraživanju pokazalo se je da tek trećina financijskih menadžera u ispitanim poduzećima razmatra ideju financiranja izdavanjem korporacijskih obveznica. Rezultat je prikazan na sljedećoj slici.

Slika 5. Korporacijske obveznice kao izvor financiranja

Razmatranje emisije obveznica kao načina financiranja

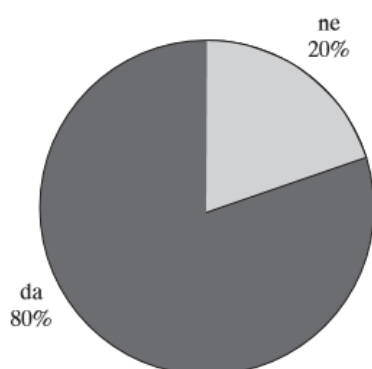


Izvor: Miloš, D. (2004.), *Perspektive razvoja hrvatskog tržišta korporacijskih obveznica*, *Financijska teorija i praksa* 28, (4), str. 422.

Iz prethodne je slike vidljivo da je već na samome začetku financiranja korporacijskim obveznicama mali broj korporacija razmišljao o obveznicama kao o sredstvu financiranja. Iz ovoga grafikona vidljivo je da su korporacijske obveznice na samome začetku ove prakse financiranja bile nedovoljno proučavane te prezentirane.

Zanimljivo je što istraživanje prikazuje statistiku poduzeća koja su u istome razdoblju bila financirana nekim oblikom kredita komercijalnih banaka. Na sljedećoj slici prikazano je da među ispitanim poduzećima čak 80% poduzeća koristi neki oblik dugoročnog kredita za financiranje, a samo 20% poduzeća ne koristi se dugoročnim oblicima kredita za poslovanje.

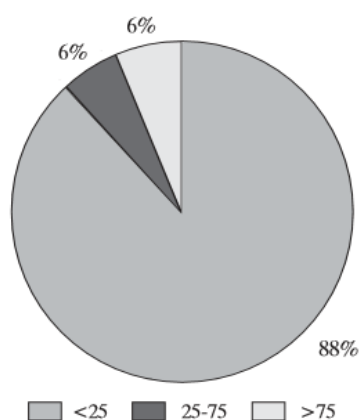
Slika 6. Postotak korištenja dugoročnih kredita



Izvor: Miloš, D. (2004.), *Perspektive razvoja hrvatskog tržišta korporacijskih obveznica*, *Financijska teorija i praksa* 28, (4), str. 420.

Iz prikazanog istraživanja očigledno je da su poduzeća u Republici Hrvatskoj bila u potrebi za dodatnim načinima financiranja u obliku financijske posudbe te da su ostvarivala kredite u vrlo visokom postotku. No poduzeća se u potrazi za dodatnim izvorom kreditiranja nisu usmjeravala na korporativne obveznice, nego su već tradicionalno bila orijentirana na financiranje dugoročnim kreditima koje su nudile različite banke. U istraživanju je ispitana i vjerojatnost emitiranja obveznica u narednom razdoblju, što je prikazano na sljedećoj slici.

Slika 7. Vjerojatnost emitiranja obveznica u iduće tri godine



Izvor: Miloš, D. (2004.), *Perspektive razvoja hrvatskog tržišta korporacijskih obveznica*, *Financijska teorija i praksa* 28, (4), str. 423.

Kao što je vidljivo na slici, većina ispitanika (88%) odlučila je da je vjerojatnost izdavanja korporacijskih obveznica te financiranje tim putem u iduće tri godine manja od 25%. Stoga je

6% ispitanika izabralo drugu opciju (od 25 do 75% vjerojatnosti), a isti je broj ispitanika odabrao treću opciju, odnosno tvrdio je da je mogućnost izdavanja korporacijskih obveznica u naredne tri godine veća od 75%.

Međutim, 2004. godina bila je malo značajnija nego prve dvije što se tiče obveznica u Republici Hrvatskoj. U 2007. godini zabilježeno je prvo značajnije korištenje korporacijskih obveznica u Hrvatskoj. Stanje korporacijskih obveznica u 2007. godini prikazano je na sljedećoj slici.

Slika 8. Stanje korporacijskih obveznica u RH u 2007. godini

IZDANJA KORPORATIVNIH OBVEZNICA NA DOMAĆEM TRŽIŠTU	Datum izdanja	Dospijeće	Vrijednost izdanja	Valuta	Nominalna kamatna stopa
Bina-Istra	25.02.2003	15.12.2022	210.000.000	EUR	8%
Hypo Alpe-Adria-Bank	05.06.2003	06.06.2008	150.000.000	HRK	6,5%
Pliva	12.05.2004	12.05.2011	75.000.000	EUR	5,75%
Belišće	14.01.2005	14.01.2009	8.000.000	EUR	5,5%
Medika	11.07.2005	11.07.2008	16.500.000	EUR	4,5%
RBA	10.02.2006	10.02.2011	600.000.000	HRK	4,125%
Podravka	17.05.2006	17.05.2011	375.000.000	HRK	5,125%
Nexe grupa	14.06.2006	14.06.2011	750.000.000	HRK	5,5%
Atlantic grupa	06.12.2006	06.12.2011	115.000.000	HRK	5,75%
Metronet telekomunikacije	28.07.2006	28.07.2009	120.000.000	HRK	8,5%
Hospitalija trgovina	05.10.2006	05.10.2009	75.000.000	HRK	8,25%
Hrvatska elektroprivreda	29.11.2006	29.11.2013	500.000.000	HRK	5%
Ingra	06.12.2006	06.12.2011	200.000.000	HRK	6,125%
OT-Optima Telekom	01.02.2007	01.02.2014	250.000.000	HRK	9,125%
Jadran Galenski laboratorij	11.06.2007	11.06.2012	125.000.000	HRK	5,65%

Izvor: <http://arhiva.ericsson.hr:8080/etk/novine/kom080907/22.pdf>

Kao što je vidljivo na slici, mnogobrojne su se značajne, utjecajne i financijski stabilne tvrtke odlučile na financiranje obveznicama u ovome razdoblju što je uvelike utjecalo na stvaranje pozitivnijeg mišljenja javnosti o obveznicama. No to svejedno nije bilo dovoljno da se financiranje korporacija obveznicama prihvati kao redovna praksa u financiranju, zbog toga što se poduzeća tradicionalno u većini slučajeva financiraju kreditima.

Stanje korporacijskih obveznica u Hrvatskoj je nakon vrlo optimistične 2007. godine ipak malo stagniralo. Na sljedećoj je slici prikazano stanje korporacijskih obveznica u Hrvatskoj u 2019. godini, a dostupno je na stranicama Zagrebačke burze.

Slika 9. Stanje korporacijskih obveznica u Hrvatskoj 2019. godine

Simbol	Izdavatelj	ISIN	Broj izdanih	Nominala	Datum uvrštenja
3ATG	ATLANTIC GRUPA dioničko društvo za unutarnju i vanjsku trg	HRATGRO216A9	200.000.000	1,00 HRK	17.6.2016
3DLK	Dalekovod, dioničko društvo za inženjering, proizvodnju i izgr	HRDLKVO302A0	16.177.185	1,00 HRK	3.2.2015
3DLK2	Dalekovod, dioničko društvo za inženjering, proizvodnju i izgr	HRDLKVO302E2	1.235.713	1,00 EUR	3.2.2015
3HP	HP - Hrvatska pošta d.d.	HRHP00O19BA4	400.000.000	1,00 HRK	18.2.2015
3JDG	JADRAN - GALENSKI LABORATORIJ d. d.	HRJDGLO20CA4	130.000.000	1,00 HRK	23.3.2016
3LNG	LANIŠTE d.o.o. za graditeljstvo i usluge	HRLNGUO31AE3	54.985.733	1,00 EUR	26.9.2016
3NFD	NETA Capital Croatia d.d. za upravljanje investicijskim fondov	HRNFDAOAA0A6	1.530.000	1,00 HRK	5.12.2014
3OPT	OT-OPTIMA TELEKOM d.d. za telekomunikacije	HROPTEO142A5	250.000.000	1,00 HRK	3.8.2015
3RIB3	ERSTE&STEIERMÄRKISCHE BANKA dioničko društvo	HRRIBAO22BE0	50.000.000	1,00 EUR	30.11.2017
3RIB4	ERSTE&STEIERMÄRKISCHE BANKA dioničko društvo	HRRIBAO23BA6	300.1.000.000,00 HRK		30.11.2018
3ZGH	ZAGREBAČKI HOLDING, društvo s ograničenom odgovornoš	HRZGHOO237A3	2.300.000.000	1,00 HRK	15.7.2016

Izvor: <https://www.zse.hr/default.aspx?id=26476>

Sa slike je vidljivo da je trenutno izdano jedanaest skupina korporacijskih obveznica u Republici Hrvatskoj. Od toga je u 2014. Godini samo NETA Capital Croatia d.d. izdala korporacijsku obveznicu. U 2015. i 2016. godini izdan je najveći broj korporacijskih obveznica, čak četiri u svako godini. U idućim godinama (2017. i 2017.) zamjetan je trend smanjenog izdavanja korporacijskih obveznica budući da je u svakoj godini izdana samo po jedna skupina korporacijskih obveznica.

5. Financiranje obveznicama i likvidnost poduzeća

Poduzeća se mogu financirati na različite načine te zbog toga postoje različite podjele načina financiranja poduzeća. Prema roku, izvori financiranja poduzeća dijele se na:

- a) Kratkoročni izvori financiranja
- b) Srednjoročni izvori financiranja
- c) Dugoročni izvori financiranja

Kod kratkoročnog izvora financiranja, novac se može potrošiti u periodu do 12 mjeseci, a ta je sredstva najbolje koristiti za ulaganje u poboljšanje kratkotrajne imovine. Srednjoročni izvori financiranja su izvori financiranja koji se moraju potrošiti u periodu do pet godina, a korisni su za ulaganje u dugotrajniju imovinu. Dugoročni izvori financiranja koriste se za razdoblje dulje od pet godina. Uglavnom se koriste za razvoj tvrtke ili za financiranje dugoročne imovine. (Martišković, 2017., str. 27.)

Sredstva kojima se financira poduzeće mogu se podijeliti i prema izvoru financiranja pa se dijele na:

- a) Unutarnje ili interne izvore financiranja
- b) Vanjske ili eksterne izvore financiranja

Unutarnji (interni) izvori financiranja su amortizacija, zadržana dobit, rezerve, temeljni kapital, pozajmice i sl. Vanjski (eksterni) izvori financiranja su materijalna sredstva koja se nabavljaju na tržištu posredstvom financijskih institucija ili izdavanjem vlastitih vrijednosnih papira. (Martišković, 2017., str. 27.)

Ako se u obzir uzima odakle dolaze izvori financiranja, odnosno tko im je vlasnik, sredstva financiranja dijele se na:

- a) Vlastite izvore sredstava
- b) Tuđe izvore sredstava

Vlastiti izvori sredstava su izvori financiranja kod kojih ne postoji obveza vraćanja sredstava te naknade za korištenje sredstava. Tuđi izvori sredstava su izvori sredstava za koje postoji

obveza vraćanja sredstava te plaćanja naknade za korištenje sredstava. (Martišković, 2017., str. 27.)

Jedan od tuđih izvora financiranja poduzeća su obveznice. Obveznice mogu predstavljati važan korak u dobivanju financijskih sredstava za poduzeća, ali osim toga one predstavljaju suvremeno sredstvo financiranja poduzeća pa stoga njihovo izdavanje također jača povjerenje potencijalnih investitora u poduzeće. Obveznice su uobičajeno sredstvo dolaska do financijskih sredstava na anglosaksonskim tržištima, ali se u Republici Hrvatskoj još uvijek ne koriste u dovoljnoj mjeri. U Europi pa tako i u Hrvatskoj dominantni su klasični bankarski krediti, ali obveznice polako ulaze u svijet financiranja poslovanja iz tuđih izvora. (Jugović, Debelić, Lončar, 2009., str. 442.)

Kada se govori o financiranju poduzeća, vrlo je važan pojam likvidnosti. Likvidnost se najčešće definira kao “svojstvo imovine ili njezinih pojedinih dijelova da se mogu pretvoriti u gotovinu dostatnu za pokriće preuzetih obveza⁹.” Zbog toga su likvidnost i rentabilnost osnovna načela privređivanja poduzeća u robno-novčanoj privredi. Također, “likvidnost poduzeća nerijetko se definira kao njegova sposobnost da pravovremeno podmiruje svoje obveze¹⁰.”

Likvidnost govori koji je to stupanj do kojega se imovina ili vrijednosni papiri mogu brzo kupiti ili prodati na tržištu po cijeni koja odražava stvarnu vrijednost. Odnosno, likvidnost je jednostavnost pretvaranja imovine ili vrijednosnih papira u gotovinu. Novac se danas općenito smatra najlikvidnijom imovinom, dok su materijalna sredstva (nekretnine, likovna djela, drugi skupi izlošci) relativno nelikvidna imovina. Ostala financijska imovina zauzima različito mjesto na listi likvidnosti.¹¹

Likvidnost korporativnih obveznica može se shvatiti kao sposobnost da se trguje bez vidljivog utjecaja na cijenu, odnosno vrijednost poduzeća. Rizik likvidnosti, tj. sama likvidnost utječe na određivanje cijena korporativnih obveznica. Cijena obveznice se vrlo često može ponašati u skladu sa specifičnom situacijom izdavatelja u širem kontekstu sigurnosnih uvjetana tržištu korporativnih obveznica. Primjer za to je činjenica da većinu dosadašnjih ulaganja na tržištu korporativnih obveznica čini relativno mali postotak investicijskih institucija, dok većinsko stanovništvo preostalih investitora ne zna gotovo ništa

⁹<http://www.poslovni.hr/leksikon/likvidnost-1443>

¹⁰<http://www.poslovni.hr/leksikon/likvidnost-1443>

¹¹<https://www.investopedia.com/terms/l/liquidity.asp>

o tome kako tržište funkcionira. Rezultat toga subrojne obveznice na tržištu koje pokazuju veću likvidnost zbog činjenice da investitori ne znaju za njih ili im nemaju pristup.¹²

Postoje mnogobrojni i važni dokazi upućuju na to da postoji snažna veza između sustavnog rizika likvidnosti (koji se naziva još i zajednički rizik likvidnosti) i određivanja cijena vrijednosnih papira na tržištu korporativnih obveznica. Dokazi također pokazuju da nelikvidnost utječe na prinose korporativnih obveznica. Ovaj utjecaj je još izraženiji za obveznice s visokim, ali i visokim rizikom (npr. Špekulativne obveznice). Likvidnost čini do 14% prinosa korporativnih obveznica, a to je postotak koji se povećava na gotovo 30% u vrijeme financijski nestabilnih situacija, kao što je recesija.

Likvidnost korporativnih obveznica zajedničko obilježje promjene kroz vrijeme. Ta je promjena posebno izražena tijekom recesija. Način na koji korporativna obveznica odgovara na šokove nelikvidnosti ovisi o kreditnom rejtingu. Dok obveznice koje imaju manji rizik i manji prihod reagiraju na pozitivan način, korporativne obveznice s višim prinosima, ali i višim rizicima reagiraju negativno.

Likvidnost se mijenja ovisno o stanju na tržištu. Stabilno stanje na tržištu pogoduje likvidnosti poduzeća, a nestabilno stanje na tržištu ne ide u prilog likvidnosti poduzeća. Zbog toga je likvidnost poduzeća vrlo važna i za tržište korporacijskih obveznica. Dakle, likvidnost je svakako važna na tržištu korporativnih obveznica i trebala bi se pomno pratiti. Pratiti bi je trebali investitori koji žele ulagati u obveznice. Investitori trebaju obratiti pozornost na zajedničku likvidnost na tržištu kao i na likvidnost specifičnu za obveznice. Rizik likvidnosti je vrlo složen predmet i uvijek zahtijeva dubinsku profesionalnu analizu i stalno praćenje ako se želi izbjeći bilo kakav financijski rizik višeg stupnja.¹³

¹²<https://www.investopedia.com/articles/investing/012216/why-liquidity-matters-corporate-bond-market.asp>

¹³<https://www.investopedia.com/articles/investing/012216/why-liquidity-matters-corporate-bond-market.asp>

6. Financiranje javnog sektora u Hrvatskoj

6.1. Osnovni izvori financija

Općenito, osnovni izvor financiranja na razini cjelokupne države su porezna davanja koja plaćaju svi zaposleni stanovnici Republike Hrvatske te ostala porezna davanja koja nisu rezultat oporezivanja rada. Prihodi od poreza nakon priljeva u državni proračun preraspoređuju se za različite potrebe.

Financijski položaj lokalnih jedinica u Republici Hrvatskoj se od 2000. godine konstantno poboljšava što je pokazatelj napretka te boljeg financiranja lokalnih zajednica. Budući da su lokalne jedinice odgovorne za niz različitih funkcija i zadataka (npr. zdravstvo, školstvo, sportski i kulturni život), postoje određeni troškovi koje je potrebno namiriti iz različitih izvora. Jedan od glavnih zadataka lokalnih jedinica je povećanje blagostanja stanovništva, a dio blagostanja može se povećati kapitalnim projektima. Kapitalni projekti su projekti koji su namijenjeni velikim ulaganjima u infrastrukturu, a njihovo je glavno obilježje visina sveukupnih troškova. Tri su načina financiranja izgradnje, ali i održavanja kapitalnih projekata koji se tiču infrastrukture (Bajo, Jurlina Alibegović, 2008., str. 187.):

- 1) Financiranje javnim financijama
- 2) Financiranje privatnim financijama
- 3) Financiranje mješovitim modelom, odnosno partnerstvom javnog i privatnog sektora.

U financiranju, vrlo su važne financijske institucije koje prikupljaju financijska sredstva te ih u obliku kredita ili drugih vrsta pozajmica plasiraju na tržište. Financijske institucije snose ulogu financijskog posrednika između vjerovnika i dužnika, a to su (Bajo, Jurlina Alibegović, 2008., str. 190.):

- a) regionalne i lokalne razvojne banke
- b) komercijalne banke
- c) štedionice
- d) hipotekarne banke
- e) stambene štedionice i stambeno komunalne banke
- f) infrastrukturne banke
- g) infrastrukturni fondovi

U financiranju javnoga sektora važnu ulogu imaju regionalne i lokalne razvojne agencije. One se osnivaju s ciljem da podrže lokalni i regionalni razvoj, a bave se promicanjem razvoja i rasta regije. Također, zadatak im je posredovati između središnje države sa svim tijelima i institucijama te lokalne zajednice poduzetnika u kojoj djeluje. U principu se češće osnivaju u gospodarski zaostalim dijelovima te na perifernim područjima koja su udaljena od velikih gradova. (Bajo, Jurlina Alibegović, 2008., str. 195.).

6.2. Osnovni izvori zaduživanja

Lokalne se jedinice mogu zaduživati kratkoročno i dugoročno. Kratkoročno financiranje koristi se za financiranje redovitih djelatnosti tijela jedinica lokalne samouprave te za financiranje korisnika njihovih proračuna ako se prihodi iz proračuna kroz godinu ne ostvaruju ravnomjerno. Vlada nije suglasna s financiranjem lokalnih jedinica za tekuću nelikvidnost te za deficitarno financiranje minusa na tekućem računu proračuna. Dugoročno zaduživanje može se provoditi na dva načina; putem kredita te putem izdanih vrijednosnica. Lokalna jedinica može se kreditno zadužiti kod domaćih poslovnih banaka. Zaduzivanje kreditom u bankama moguće je samo ako se radi o novom projektu obnove i razvoja. Lokalna

jedinica također može izdati vrijednosnice ako prije toga dobije suglasnost Vlade.(Bajo, Jurlina Alibegović, 2008., str. 162.).

Ponekad su dugovi lokalnih jedinica veliki pa se moraju zadužiti kako bi refinancirale dug. Refinanciranje podrazumijeva da se smanji mjesečno davanje, tj. da se produži otplata dugovanja, ali sam dug se ne smije povećati. Postoje određena ograničenja koja Vlada nameće lokalnim jedinicama, a kojima se regulira njihova zaduženost, a temeljno ograničenje definira da se mogu zaduživati samo one lokalne jedinice koje su imale veći prihod od poslovanja nego što su im rashodi. (Bajo, Jurlina Alibegović, 2008., str. 163.).

Lokalne jedinice u svojem vlasništvu mogu imati ustanove i komunalna poduzeća koje smatramo izvanproračunskim korisnicima, a koja se također mogu zadužiti kratkoročno i dugoročno. Osobito je zanimljivo dugoročno zaduživanje putem korporacijskih obveznica kojima se financiraju kapitalni projekti, ali o kojemu nema dostupnih javnih informacija te se postavlja pitanje načina na koji će se otplaćivati takva zaduženja. (Bajo, Jurlina Alibegović, 2008., str. 167.).

Važan segment koji pokazuje općenitu zaduženost države je državni dug, a važan je i javni dug. Državni dug je dug središnjeg proračuna, a javni dug je dug općeg proračuna koji se definira kao “središnji proračun i proračuni jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave te izvanproračunski korisnici jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave.”¹⁴

¹⁴<http://www.mfin.hr/hr/javni-dug>

7. Korporativno-društvena partnerstva

7.1. Osnovne informacije

Budući da je javni sektor dužan osigurati javnu infrastrukturu za neometano odvijanje društvenih te gospodarskih aktivnosti, pred njega je stavljen ogroman izazov koji ne može sam u potpunosti zadovoljiti. Materijalni gubitci doveli su javnu upravu do nužnosti daljnje odluke o načinima održivog financiranja. Zbog toga su se razvili modeli korporativno-društvenih, odnosno javno-privatnih partnerstva. Prvi modeli javno-privatnog partnerstva javili su se u Sjedinjenim Američkim Državama te su nastali zato što su javni i privatni sektor zajednički financirali različite obrazovne programe. (Yescombe, 2010., str. 2.) Javno-privatno partnerstvo je zbog toga relativno novi način financiranja javnih potreba. S vremenom se je javno-privatno partnerstvo počelo odnositi i na različite druge načine suradnje javnog i privatnog sektora. U 1950. godini izrazom javno-privatno partnerstvo obuhvaćeno je financiranje komunalnih usluga, a 1960. godine se je javno-privatno partnerstvo proširilo i na zajednička ulaganja u obnovu javne infrastrukture. (Yescombe, 2010., str. 2.) Danas se javno-privatno partnerstvo koristi u mnogo većoj mjeri, a predstavlja idealno rješenje mnogih potreba za infrastrukturom.

Četiri su temeljna obilježja svih javno-privatnih partnerstva u svijetu (Yescombe, 2010., str. 3.):

- 1) Ugovor između javnog sektora i privatnog sektora mora biti dugoročan.
- 2) Objekti, odnosno infrastruktura su građeni kroz privatni sektor, a koriste se kao infrastruktura javnog sektora, odnosno javna infrastruktura.
- 3) Privatni sektor dobiva naknadu, odnosno neku vrstu plaće za korištenje infrastrukture, a može ju plaćati javni sektor ili javnost koja koristi infrastrukturu.
- 4) Infrastruktura ostaje u vlasništvu javnog sektora ili se vraća u vlasništvo javnoga sektora (ako se je radilo o obnavljanju) kada istekne ugovor o javno-privatnom partnerstvu.

Dakle, javno-privatno partnerstvo podrazumijeva suradnju javnog i privatnog sektora, odnosno tijela javnih vlasti i različitim poduzećima kako bi se zadovoljili zajednički interesi. Pritom i javni i privatni sektor moraju surađivati te snositi zajednički rizik pri ostvarenju zajedničkih interesa. Privatni sektor daje svoja sredstva i svoje znanje na raspolaganje

javnome sektoru kako bi dao svoj doprinos razvoju infrastrukture i drugih čimbenika javnoga sektora. (Persoli, 2010., str. 1020.)

Javno-privatno partnerstvo, kao i svi drugi oblici poslovanja, ima svoje prednosti i nedostatke. Prednosti i nedostaci javno-privatnog partnerstva navedeni su u sljedećoj tablici.

Tablica 4. Prednosti i nedostaci javno-privatnog partnerstva

Prednosti i nedostaci javno-privatnog partnerstva	
Prednosti	Nedostaci
Ubrzana izgradnja javne infrastrukture te smanjenje rokova izgradnje	Smatra se da smanjuje kontrolu politike u procesima odlučivanja
Smanjeni troškovi ukupnog vijeka projekta	Mogućnost monopola privatne tvrtke
Rizici su podijeljeni, što znači da svaki sudionik snosi manji rizik	Država uvelike ovisi o privatniku
Bolja izvedba projekta	Dugoročno je pogoršano financijsko stanje jedinica lokalne samouprave
Poboljšana kvaliteta usluga	Smatra se da građani gube miješanjem javnih i privatnih subjekata
Stvaranje dodatnih prihoda	
Proširenje javnog upravljanja	

Izvor: izrada autorice prema Persoli, A. M. (2010.), Javno-privatno partnerstvo u funkciji zadovoljavanja javnih potreba, Hrvatska javna uprava, god. 10., br. 4., str. 1031.

Javno-privatno partnerstvo, unatoč svim prednostima i nedostacima, donosi koristi i javnom i privatnom sektoru zbog sljedeća četiri razloga. Prvi razlog je činjenica da je potreba za izgradnjom ili obnovom infrastrukture konstantno u porastu, a proračuni većine država doživljavaju konstantno smanjenje i ograničenje financijskih sredstava. Drugi razlog je činjenica da je privatni sektor uspješan u minimiziranju troškova i maksimiziranju profita te je učinkovitiji u projektiranju i izgradnji pa zbog toga ima visoku razinu interesa za sve vrste ulaganja. Treći razlog je činjenica da privatni sektor ima veću učinkovitost u naplati infrastrukturnih usluga te ih plasira na tržište kako bi maksimalno udovoljio potrebe tržišta, odnosno korisnika. Četvrti razlog je preuzimanje rizika na koje se obvezuje privatni sektor, a što je inače bilo obveza javnog sektora. (Bajo, Jurlina Alibegović, 2008., str. 197.). Vlasti država uglavnom su oduševljeno prihvatile model javno-privatnih partnerstva zato što im izgradnja nove infrastrukture može uvelike pomoći u ostvarenju političkih prednosti. Ovaj model naizgled besplatno omogućuje vladama da dođu do novih infrastruktura. Problem s

javno-privatnim partnerstvom je što vlast stvarne troškove zapravo preinačuje u troškove koje će plaćati korisnici usluga te će korištenje infrastrukture zapravo sada biti plaćeno iz novca građana, a ne javnim novcem. (Persoli, 2010., 1040.)

Postoje načela prema kojima ideja javno-privatnog partnerstva funkcionira. To su sljedeća načela(Barković, Širić, 2010., str. 187.):

- 1) Načelo zaštite javnog interesa – osnovni cilj je zadovoljiti određenu javnu potrebu.
- 2) Načelo tržišnog natjecanja – partneri se moraju izabrati pod neutralnim i poštenim uvjetima.
- 3) Načelo učinkovitosti – partnerima mora u interesu biti stvaranje najbolje vrijednosti za novac.
- 4) Načelo uzajamnog priznavanja – to je načelo nediskriminacije; roba ili usluge ne smiju se nabavljati tako da se bilo koga u procesu diskriminira.
- 5) Načelo razmjernosti – sve poslovne odluke moraju biti neophodne u postizanju cilja.
- 6) Načelo transparentnosti – transparentnost se postiže javnim objavljivanjem svih potrebnih i traženih dokumenata i podataka.
- 7) Načelo slobode ugovaranja – ugovorne strane moraju se izabrati slobodno, slobodno moraju izabrati vrstu ugovora i načela ugovaranja.
- 8) Načelo zaštite okoliša – treba se poštivati međunarodna načela zaštite okoliša.

Javno-privatno partnerstvo u Republici Hrvatskoj regulirano je Zakonom o javno-privatnom partnerstvu. Zakon o javno-privatnom partnerstvu definira javno-privatno partnerstvo kao “dugoročan ugovorni odnos između javnog i privatnog partnera predmet kojeg je izgradnja i/ili rekonstrukcija i održavanje javne građevine, u svrhu pružanja javnih usluga iz okvira nadležnosti javnog partnera.”¹⁵ Agencija za javno-privatno partnerstvo je nacionalno tijelo u Hrvatskoj koje se bavi nadzorom provedbe navedenog Zakona. Neke od zadaća Agencije su predlaganje promjena Zakona o javno-privatnom partnerstvu, praćenje provedbe projekata

¹⁵<https://www.zakon.hr/z/198/Zakon-o-javno-privatnom-partnerstvu>

javno-privatnog partnerstva, sudjelovanje u izradi nacrtu propisa vezanih za javno-privatno partnerstvo, izrada i objava vodiča vezanih za javno-privatna partnerstva i slično.¹⁶

Jedan od uspješnijih primjera javno-privatnog partnerstva u Hrvatskoj je zgrada Gimnazije “Fran Galović” Koprivnica koja je izgrađena 2007. godine. U ovaj projekt javno-privatnog partnerstva uključeni su Grad Koprivnica, Tehnika d.d. te Hypo-Alpe-Adria-Banka d.d. Važno je da je Gimnazija “Fran Galović” u Koprivnici prvi ovakav oblik javno-privatnog partnerstva u Hrvatskoj. (Barković, Širić, 2010., str. 196)

Spaladium arena u Splitu izgrađena je 2008. godine kao veliki sportsko-poslovni centar s velikom dvoranom za široki spektar namjene. Dvoranu je gradila skupina domaćih tvrtki koje do toga razdoblja nikada nisu sudjelovale u ovakvim projektima. (Barković, Širić, 2010., str. 196.)

7.2. Korištenje obveznica u javno-privatnom partnerstvu

Obveznice se ponekad koriste u javno-privatnom partnerstvu, a da pritom imaju slično značenje kao i korištenje kredita. Dužnik, odnosno izdavatelj u slučaju javno-privatnog partnerstva je projektna tvrtka koja se obvezuje da će vlasniku obveznice platiti dugovanje u obliku glavnice i kamata. Obveznice korištene u javno-privatnom partnerstvu mogu se izdavati cjelokupnoj javnosti ili se mogu plasirati privatno, ovisno o odluci. Ako se plasiraju privatno, onda se prodaju određenom broju investitora koji ih posjeduju kroz cijelo vrijeme trajanja projekta te ih ne prodaju dalje. (Yescombe, 2010., str. 135.) Budući da javno-privatno partnerstvo u Republici Hrvatskoj nije razvijeno te je tek u samom početku primjene, ne postoje adekvatni podaci koji bi davali statističku analizu strukture financiranja javno-privatnih partnerstva u Hrvatskoj. Međutim, u svijetu se javno-privatna partnerstva koriste već dugi niz godina te je zbog toga dragocjeno vidjeti europska iskustva. (Yescombe, 2010., str. 135.) Kod javno-privatnog partnerstva važno je da se osmisli i registrira specifična projektna tvrtka formirana u tu svrhu. To je nova, projektna tvrtka osmišljena isključivo za izradu određenog projekta. Projektna tvrtka prikuplja sredstva putem kombinacije dionica koje osiguravaju dioničari projektne tvrtke i duga koje daju banke ili putem obveznica ili drugih financijskih instrumenata. Struktura financija u javno-privatnom partnerstvu je

¹⁶<https://www.mingo.hr/page/kategorija/javno-privatno-partnerstvo>

kombinacija kapitala i duga te ugovornih odnosa između dioničara i zajmodavaca.¹⁷ Projekt javno-privatnog partnerstva razvijaju početni dioničari koji se obično nazivaju dioničarima projekta. Tipični dioničari mogu biti projektanti, inženjerske ili građevinske tvrtke, tvrtke za upravljanje infrastrukturom i različiti privatni fondovi. Javno-privatno partnerstvo u zemljama u razvoju može uključivati komercijalne banke, razvojne banke i financijske institucije te institucionalne investitore kao što su mirovinski fondovi i osiguravajuća društva.¹⁸ Sredstva koja će se primijeniti za razvoj ulaganja, tj. za financiranje projekta obično su mješavina duga i kapitala. Neki projekti mogu se financirati zajmovima poduzeća, odnosno kroz korporativne obveznice.¹⁹ Budući da u Republici Hrvatskoj ne postoji primjer javno-privatnog partnerstva financiranog obveznicama, na zamišljenom poduzeću i projektu pokazat će se kako to funkcionira. Poduzeće Veliki tornjevi d.d. na natječaju je sklopilo ugovor o javno-privatnom partnerstvu s Gradom Koprivnicom. Za potrebe projekta osnovali su tvrtku Novi obrtnici d.o.o. koja se bavi prikupljanjem materijalnih sredstava za izgradnju nove obrtničke škole u Koprivnici. Budući da ne mogu skupiti dovoljno novca za izgradnju škole, tvrtka Novi obrtnici d.o.o. odlučila je izdati hipotekarne obveznice koje će se, u slučaju stečaja poduzeća, moći naplatiti likvidacijom imovine, odnosno zgrade nove obrtničke škole u Koprivnici.

Budući da su hipotekarne obveznice sigurne, imaju mali rizik, a nova obrtnička škola u Koprivnici u interesu je građana, obveznice su vrlo brzo kupile velike koprivničke tvrtke kao što su Podravka ili Hartman. Kada je projekt javno-privatnog partnerstva završen i škola je sagrađena, kreće se s otplatom kamata i glavnice vrijednosti hipotekarnih obveznica budući da je škola građena po modelu javno-privatnog partnerstva namijenjena i za iznajmljivanje te ostvaruje zaradu.

¹⁷<https://pppknowledgelab.org/guide/sections/17-finance-structures-for-ppp>

¹⁸<https://pppknowledgelab.org/guide/sections/17-finance-structures-for-ppp>

¹⁹<https://ppp-certification.com/ppp-certification-guide/7-how-private-finance-ppp-project-financed-where-money-pay-construction>

8. Zaključak

Današnja suvremena društva usmjerena su na poticanje zaštite ljudskih prava i poticanja dostojanstvenog života kod svih pripadnika društva. Pritom se svim stanovnicima žele osigurati jednaki uvjeti u područjima koja se smatraju prioritetnima za dostojanstven život. Zbog toga države posjeduju javnu infrastrukturu koja je potrebna kako bi društvo i gospodarstvo mogli djelovati u rasponu svojih uobičajenih aktivnosti. Javnom je infrastrukturom osigurano svim stanovnicima dostojanstveno obavljanje svakodnevnih aktivnosti koje ne ovisi o njihovim materijalnim sredstvima. Osim toga, javna infrastruktura postoji kako bi spriječila pojavu monopola na područjima koja su nužna za očuvanje čovjekovog života i dostojanstva te postizanje napretka. Kako bi društvo uopće moglo osigurati javna dobra svojim stanovnicima, potrebna mu je organizirana struktura koja se naziva javnim sektorom. Uz javni sektor, u svakoj državi nalazi se i privatni sektor. Javni sektor mora ostvariti zaradu u smislu određenih financijskih prihoda što mora osigurati lokalnim i regionalnim jedinicama određena sredstva za obavljanje djelatnosti. Budući da javni sektor ne uspijeva ostvariti sve svoje financijske ciljeve, ponekad mu je potrebna pomoć privatnog sektora. Jedan od načina na koji si javni sektor može olakšati poslovanje je izdavanjem obveznica. Obveznice su vrijednosni papiri koji funkcioniraju na načelu dugovanja, odnosno one garantiraju da će dužnik vjerovniku isplatiti točno određena sredstva uvećana za kamatu na točno određeni datum ili u određenom periodu. Postoje različite vrste obveznica, ali u Hrvatskoj se obveznice još uvijek ne koriste dovoljno. Jedna od nedovoljno korištenih vrsta obveznica su korporacijske obveznice. Korporacijske obveznice su vrsta obveznica koje izdaju velike korporacije kada se nađu u situaciji da im je potreban dotok prihoda, a ne žele se kreditno zaduživati kod banaka ili drugih institucija. Ova vrsta obveznica nakon izdavanja može se prodavati određenoj skupini potrošača ili se može prodavati na financijskom tržištu zainteresiranim investitorima. Budući da je osnovni cilj javnog sektora osigurati primjerenu infrastrukturu za neometano obavljanje aktivnosti svakodnevnog života, a da javni sektor ponekad nema dovoljno materijalnih sredstava, javljaju se javno-privatna partnerstva. Javno-privatno partnerstvo je oblik suradnje javnog i privatnog sektora. U njemu sudjeluju tijela javnih vlasti s različitim poduzećima, a pritom je osnovni cilj zadovoljenje zajedničkih interesa. U javno-privatnom partnerstvu javni i privatni

sektor moraju surađivati te snositi zajednički rizik koji se javlja u svakome poslovanju. Javno-privatno partnerstvo financira se na različite načine, a obično se osnuje posebna tvrtka koja se bavi projektom za koji je sklopljeno javno-privatno partnerstvo. Budući da ponekad nedostaje novca za projekte javno-privatnog partnerstva, dobar način financiranja bilo bi izdavanje korporacijskih obveznica za koje bi se jamčilo imovinom, odnosno hipotekarnih obveznica. Kada bi se projekt javno-privatnog partnerstva krenuo isplaćivati, odnosno kada bi se krenula ostvarivati zarada od iznajmljivanja prostora ili neke druge usluge, vjerovnici bi mogli biti isplaćeni. Budući da ljudi vjeruju da je javna infrastruktura potrebna za primjeren život u svakome društvu, korporacijske obveznice za financiranje javnoga sektora u sklopu javno-privatnog partnerstva mogle bi se pokazati kao vrlo uspješan instrument financiranja.

Popis literature:

1. Bajo, A., Jurlina Alibegović, D. (2008.), Javne financije lokalnih jedinica vlasti, Školska knjiga, Zagreb
2. Barković, I, Širić, M. (2010.), Uloga i značaj javno-privatnog partnerstva u Republici Hrvatskoj, izabrani primjeri, Ekonomski vjesnik, Vol. 23, No.1., str. 184.-201.
3. Bebek, S., Santini, G. (2008.), Vodič za razumijevanje investiranja u financijsku imovinu, RifiN, Zagreb
4. Foley, B. J. (1998.), Tržišta kapitala, MATE, Zagreb
5. Gorenc, V. (2000.), Trgovačko pravo – ugovori, Školska knjiga, Zagreb
6. Jelčić, B. (2001.), Javne financije, RriF, Zagreb
7. Jugović, A., Debelić, B., Lončar, S. (2009.), Izdavanje obveznica kao instrumenta pribavljanja financijskih sredstava za potrebe razvoja i unapređenja poduzeća, Pomorstvo, god. 23., br. 2., str. 441.-458.
8. Martišković, Ž. (2017.), Financijski menadžment, Veleučilište u Karlovcu, Karlovac
9. Miloš, D. (2004.), Perspektive razvoja hrvatskog tržišta korporacijskih obveznica, Financijska teorija i praksa 28, (4), str. 417.-434.
10. Mishkin, F. S., Stanley, G. E. (2005.), Financijska tržišta + institucije, MATE, Zagreb
11. Persoli, A. M. (2010.), Javno-privatno partnerstvo u funkciji zadovoljavanja javnih potreba, Hrvatska javna uprava, god. 10., br. 4., str. 1019-1044
12. Šarić, M. (2013.), Važnost restrukturiranja hrvatskog javnog sektora, Tranzicija, Vol. 15., No 32., str. 131.-143.
13. Štros, D., Coner, M., Bukovinski, D. (2018.), Izazovi javnog sektora u gospodarstvu Republike Hrvatske, Zbornik radova Međimurskog veleučilišta u Čakovcu, Vol. 9., No. 1.
14. Tomić, B. (2016.), Financijski instrumenti i izvedenice, Effectus, Zagreb
15. Vukičević, M. (2006.), Financije poduzeća, Golden marketing, Tehnička knjiga, Zagreb
16. Yescombe, E. R. (2010.), Javno-privatna partnerstva, načela politike i financiranje, MATE, Zagreb

Mrežne stranice

1. <https://www.pbz.hr/hr/tvrtke/trzista-kapitala#app-left-tab2>
2. <https://www.zse.hr/default.aspx?id=26476>
3. <http://arhiva.ericsson.hr:8080/etk/novine/kom080907/22.pdf>
4. www.efos.unios.hr/arhiva/dokumenti/00A1.%20JAVNI%20SEKTOR%20f.ppt
5. <https://www.zakon.hr/z/198/Zakon-o-javno-privatnom-partnerstvu>
6. <https://www.mingo.hr/page/kategorija/javno-privatno-partnerstvo>
7. <https://www.investopedia.com/terms/j/junkbond.asp>
8. <https://www.investopedia.com/terms/l/liquidity.asp>
9. <https://www.investopedia.com/articles/investing/012216/why-liquidity-matters-corporate-bond-market.asp>
10. <http://www.poslovni.hr/leksikon/likvidnost-1443>
11. <https://pppknowledgelab.org/guide/sections/17-finance-structures-for-ppp>
12. <https://ppp-certification.com/ppp-certification-guide/7-how-private-finance-ppp-project-financed-where-money-pay-construction>
13. http://www.ijf.hr/pojmovnik/javni_dug.htm
14. <https://www.thebalance.com/what-is-the-public-debt-3306294>
15. <https://www.hgk.hr/documents/aktualna-tema-odrzivost-javnog-duga-svibanj-201557b6f4884c777.pdf>
16. <http://www.mfin.hr/hr/javni-dug>

Popis slika i tablica

Popis slika

Slika 1. Struktura javnog sektora	3
Slika 2. Hrvatski javni sektor	5
Slika 3. Rast javnog duga Republike Hrvatske.....	12
Slika 4. Hrvatski javni dug u odnosu na javne dugove ostalih zemalja.....	13
Slika 5. Korporacijske obveznice kao izvor financiranja	26
Slika 6. Postotak korištenja dugoročnih kredita	27
Slika 7. Vjerojatnost emitiranja obveznica u iduće tri godine	27
Slika 8. Stanje korporacijskih obveznica u RH u 2007. godini	28
Slika 9. Stanje korporacijskih obveznica u Hrvatskoj 2019. godine	29

Popis tablica

Tablica 1. Korisničke naknade za financiranje lokalnih jedinica	8
Tablica 2. Kriteriji podjele javnih rashoda	11
Tablica 3. Razlike obveznica i kredita	15
Tablica 4. Prednosti i nedostaci javno-privatnog partnerstva.....	37