

# OBILJEŽJA PODUZEĆA KAO DETERMINANTE STRUKTURE KAPITALA

---

Vuković, Mija

Master's thesis / Diplomski rad

2016

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:124:273585>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-09-22**

*Repository / Repozitorij:*

[REFST - Repository of Economics faculty in Split](#)



**SVEUČILIŠTE U SPLITU  
EKONOMSKI FAKULTET SPLIT**

**DIPLOMSKI RAD**

**OBILJEŽJA PODUZEĆA KAO DETERMINANTE STRUKTURE  
KAPITALA**

**Mentor:**  
**Doc. dr. sc. Sandra Pepur**

**Student:**  
**Mija Vuković**

**Split, svibanj 2016.**

## SADRŽAJ:

<b>1. UVOD .....</b>	<b>2</b>
1.1. Problem istraživanja .....	2
1.2. Predmet istraživanja .....	6
1.3. Istraživačke hipoteze .....	7
1.4. Ciljevi istraživanja.....	8
1.5. Metode istraživanja .....	8
1.6. Doprinos istraživanja.....	9
1.7. Struktura rada .....	9
<b>2. TEORIJSKI PRISTUP PROBLEMATICI STRUKTURE KAPITALA.....</b>	<b>11</b>
2.1. Teorije strukture kapitala.....	12
2.1.1. Miller -Modigliani teorija irelevantnosti strukture kapitala .....	12
2.1.2. Tradicionalno gledište na strukturu kapitala .....	16
2.1.3. Teorija izbora (agencijski modeli – trade off).....	17
2.1.4. Modeli temeljeni na asimetričnim informacijama.....	21
2.2. Pregled dosadašnjih istraživanja o strukturi kapitala .....	22
2.3. Poduzeću specifična obilježja kao determinante strukture kapitala .....	25
2.4. Zaduženost i pokazatelji zaduženosti .....	27
<b>3. SPECIFIČNOSTI SME SEKTORA U KONTEKSTU STRUKTURE KAPITALA.....</b>	<b>32</b>
3.1. SME sektor u Republici Hrvatskoj.....	32
3.2. Vrste i izvori financiranja.....	35
3.3. Problem pristupa izvorima financiranja .....	45
3.4. Dosadašnja istraživanja strukture kapitala SME sektora.....	47
<b>4. EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE PODUZEĆU SPECIFIČNIH OBILJEŽJA KAO DETERMINANTI STRUKTURE KAPITALA .....</b>	<b>49</b>
4.1. Definiranje uzorka i varijabli.....	49
4.2. Metodologija istraživanja .....	51
4.3. Rezultati istraživanja .....	52
4.4. Osvrt na postavljene istraživačke hipoteze.....	55
<b>ZAKLJUČAK.....</b>	<b>57</b>
<b>SAŽETAK.....</b>	<b>59</b>
<b>SUMMARY.....</b>	<b>59</b>
<b>LITERATURA .....</b>	<b>60</b>
<b>POPIS SLIKA, GRAFIKONA I TABLICA .....</b>	<b>63</b>

# 1. UVOD

## 1.1. Problem istraživanja

Odluke o financiranju poduzeća predstavlja izuzetno važne odluke financijskog menadžera jer je to jedan od čimbenika koji pridonosi razvoju poduzeća i održavanju konkurentnosti. Odluke o financiranju odnose se na odluke o tome koliko je potrebno financijskih sredstava te na odluke o izboru između različitih izvora financiranja (unutrašnji ili vanjski; vlastiti ili tuđi; na kratki ili dugi rok). Prije donošenja odluke o financiranju potrebno je definirati financijsku strukturu i strukturu kapitala. Kako bi se što bolje razumjela financijska struktura poduzeća potrebno je uzeti u obzir stanje na financijskom tržištu, ponudu instrumenata na tržištu te na potražnju različitih sektora za tim instrumentima. Financijska struktura određuje odnos između izvora financiranja i imovine poduzeća, a kako svaki izvor financiranja za sobom nosi određene troškove i rizik pravilan izbor izvora financiranja dovodi do veće profitabilnosti i boljeg ostvarenja ciljeva poslovanja. Financijska struktura obuhvaća vlastiti kapital, te dugoročne i kratkoročne obveze koje predstavljaju izvore financiranja imovine. Za razliku od financijske strukture koja je širi pojam, kapitalna struktura je uži pojam i obuhvaća vlastiti kapital i dugoročni dug unutar ukupnog dugoročnog kapitala poduzeća (nastaje emisijom obveznica i zaduživanjem). Iz prethodno navedenog može se zaključiti da se razlika između financijske strukture i kapitalne strukture vidi u zanemarivanju kratkoročnog duga.<sup>1</sup>

Pod dugom se podrazumijevaju izvori financiranja koji se moraju otplatiti, i to na kratak rok (do godinu dana) ili na dugi rok. Postoje dileme da li analiza zaduženosti treba uključiti i kratkoročni dug. Glavnina teoretičara ipak zastupa stav da ga treba uključiti jer se i na kratkoročne kredite banaka plaća kamata.<sup>2</sup> Banke preferiraju velika poduzeća u odnosu na mala i srednja poduzeća (SME) zbog većeg rizika povrata te odobravaju većinom kratkotrajne kredite što potvrđuje stav da se u analizu zaduženosti uključe i kratkoročni krediti.

Za poduzeće koje u financiranju svog poslovanja koristi dug kao izvor financiranja kaže se da posluje s financijskom polugom. Financijska poluga označava odnos vlastitog i tuđeg izvora financiranja, to jest udio duga u strukturi kapitala. Pravilo financijske poluge kaže da se isplati

---

<sup>1</sup> Pepur S. (2012): Institucionalno okruženje, financijska struktura i performanse poduzeća, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet, Split, str 12.

<sup>2</sup> Vidučić, L.J. (2012.): Financijski menadžment, RRiF, Zagreb, str. 399.

korištenje tuđih izvora financiranja sve dok se poslovanjem ostvaruje stopa rentabilnosti veća od ponderirane kamatne stope po kojoj se plaćaju kamate na tuđi kapital. Rentabilnost vlastitog kapitala pod utjecajem je efekta poluge i ovisi o obujmu tuđeg financiranja.<sup>3</sup>

U ovome radu izrazi struktura kapitala (kapitalna struktura), zaduženost i financijska poluga koristiti će se naizmjenično kao sinonimi, a podrazumijevat će udio duga u ukupnoj imovini.

U osnovi postoje dva oblika pribavljanja financijskih sredstava za dugoročno financiranje - vlastita sredstva i tuđa sredstva. Nažalost, zbog različitih uvjeta poslovanja, koje uglavnom generira okruženje, poduzeća su često suočena s nedostatkom dovoljnih vlastitih sredstava, a katkada imaju vrlo složen pristup i eksternim izvorima. U takvim okolnostima poduzeća najčešće nisu u mogućnosti vrednovati jednu ili drugu alternativu i tako vršiti izbor financiranja svoga razvitka, nego moraju prihvatiti onu, koja im je dostupna. Ova je pojava bila često prisutna u proteklom razdoblju u hrvatskoj gospodarskoj praksi. Zbog nasljeđa iz devedesetih godina, onih ratnih, ali i tranzicijskih, početak ovog stoljeća dočekala su financijski iscrpljena s vrlo oskudnim vlastitim razvojnim kapitalom. U isto vrijeme, pristup eksternim izvorima bio je izuzetno složen, poglavito za mala i srednja poduzeća (SME sektor) i poduzeća s poteškoćama u poslovanju. Određene promjene dogodile su se ulaskom Republike Hrvatske u EU kada su se otvorile mogućnosti dotoka stranoga kapitala. S tim su se stvorili povoljniji uvjeti i za povećanje vlastitoga kapitala kao i mogućnost povoljnijeg zaduživanja kod banaka i na tržištu kapitala.<sup>4</sup>

Hrvatski financijski sustav je bankocentričan, jer njime dominira bankarski sektor s udjelom od preko 80% sredstava imovine. Menadžeri i vlasnici poduzeća se teže odlučuju na emisiju novih dionica jer tržište kapitala u Hrvatskoj nije dovoljno razvijeno, ali i zbog nesklonosti da dijele kontrolu nad tvrtkom. Zbog svojih specifičnih obilježja, SME sektor je posebno suočen s nemogućnošću da osiguraju financijska sredstva u odgovarajućem obliku i pod odgovarajućim uvjetima. Također, mogućnosti alternativnih izvora financiranja su skromne i dodatno otežane zbog nedostatka dobrostojećih ulagatelja rizičnog kapitala te zbog plitkog i nelikvidnog tržišta vrijednosnih papira. Zbog svega navedenog, banke imaju važnu ulogu u financiranju SME sektora. Posljednjih godina banke su povećale svoje sudjelovanje u

---

<sup>3</sup> <http://limun.hr/main.aspx?id=10420> [24.5.2015]

<sup>4</sup> Penavin, S., Šarlija, N. (2010): Pojave u kretanju strukture kapitala hrvatskih poduzeća u predrecesijskom razdoblju (2002. - 2007.), Ekonomski vjesnik: časopis Ekonomskog fakulteta Osijek, 23 (2010), 2, str. 318.

kreditiranju malog gospodarstva kroz svoje specijalne kreditne programe, programe razvijene u suradnji s državnim bankama, te kreditne aktivnosti definirane za opće namjene.<sup>5</sup> Stoga treba istaknuti da su banke, kao dominantne financijske institucije, ujedno i najvažniji vanjski izvor financiranja SME sektora u Hrvatskoj.

Nameće se pitanje zašto je toliko važna struktura kapitala za menadžere i vlasnike poduzeća. Stoga treba istaknuti utjecaj strukture kapitala na vrijednost poduzeća te se zbog toga pokušava održati optimalna struktura kapitala kako bi se povećala profitabilnost (vrijednost poduzeća). Problemi s kojim se susreću mala i srednja poduzeća u prikupljanju financijskih izvora izravno utječu na razlike u strukturi kapitala u odnosu na velika poduzeća. Stoga se ona i izučavaju odvojeno od velikih poslovnih subjekata. U strukturi kapitala malih i srednjih poduzeća, zbog njihovih specifičnih obilježja, dominiraju dugovni izvori, i to posebice kratkoročni dug (npr. obveze prema dobavljačima). Imajući u vidu specifičnosti SME sektora i probleme s kojima se susreću u financiranju i realizaciji svojih poduhvata s jedne strane, te važnost njihovog uspješnog poslovanja i doprinosa cijelom gospodarstvu, postavlja se pitanje koji su to ključni čimbenici koji utječu na strukturu kapitala ovih poduzeća, a time onda posredno i na njihove performanse.

Istraživanja o strukturi kapitala neovisno o veličini poduzeća su brojna i mogla bi se sistematizirati po više kriterija - primjerice, koja teorija najbolje objašnjava strukturu kapitala promatranih poduzeća, zatim istraživanja koja su provedena unutar jedne zemlje ili na uzorku više zemalja, razvijenih ili tranzicijskih ekonomija, analiziraju li SME sektor ili velika poduzeća, interne ili eksterne čimbenike i slično.

Empirijsko istraživanje strukture kapitala najčešće se testira prema teoriji izbora i teoriji redoslijeda pakiranja koje objašnjavaju financijsko ponašanje poduzeća. Prema teoriji izbora (engl. trade-off teorija) postoji optimalna razina zaduženosti koju poduzeće nastoji postići u točki u kojoj se izjednačavaju koristi i troškovi duga.<sup>6</sup> A prema teoriji redoslijeda pakiranja za financiranje novih ulaganja menadžeri preferiraju financiranje internih sredstava odnosno zadržane dobiti, u slučaju da su potrebna dodatna sredstva menadžeri će se financirati iz

---

<sup>5</sup> Vidučić, Lj. (2003): *Financiranje i razvitak malog gospodarstva*, RRiF, Zagreb, 9 (2003), 9; str. 74.

<sup>6</sup> Korist zaduživanja je porezna zaštita, a troškovi zaduživanja su troškovi financijskih neprilika, te agencijski troškovi.

vanjskih izvora i to najprije dugovnim vrijednosnicama (obveznicama), zatim hibridnim vrijednosnicama (konvertibilne obveznice) te vlasničkim vrijednosnicama (dionicama).

Prema teorijskoj podlozi strukture kapitala koju čine teorije izbora i teorija redosljeda pakiranja, većina znanstvenika su provodila istraživanja te utvrdila unutarnja, tj. poduzeću specifična obilježja koja utječu na razinu njegove zaduženosti kao što su profitabilnost, struktura imovine, veličina poduzeća, mogućnost rasta, likvidnost, starost poduzeća i rizik.

Baran i Zorić (2005.) u svom istraživanju uključuju sva poduzeća Republike Hrvatske za 2004. godinu klasificirane po županijama i veličini poduzeća. Cilj njihova rada je istražiti determinante strukture kapitala poduzeća s posebnim naglaskom na SME sektor. Zaključuju da su mala poduzeća zaduženija od velikih s većim udjelom kratkoročnog duga u ukupnom dugu te da se s rastom veličine poduzeća udio duga u ukupnoj imovini smanjuje. Upravo prema tim rezultatima vidimo da se potvrđuje teorija hijerarhije prema kojoj poduzeća preferiraju interno financiranje. Međutim, drugi dio rezultata ukazuje na to da veličina poduzeća nije povezana s udjelom dugoročnog duga u imovini.

Istraživanje koje su proveli de Haas i Peeters (2006.) pokazalo je da u vrijeme tranzicije poduzeća generalno povećavaju svoju zaduženost. U isto vrijeme pristup eksternim izvorima bio je izuzetno složen, poglavito za mala i srednja poduzeća i poduzeća s poteškoćama u poslovanju.

Istraživanje npr. Jong et. al. (2008.) jedno je od rijetkih istraživanja koje u uzorku zemalja ima i Hrvatsku (ali s jako malim brojem poduzeća - 42). Autori u svome radu šire spektar promatranih čimbenika od utjecaja na strukturu kapitala. Osim internih, oni tvrde da postoje i drugi čimbenici koje nisu isključivo obilježja poduzeća kao što su zakoni i propisi države, poduzeća i porezni sustav i korporativno upravljanje. Što se tiče obilježja poduzeća, značajnim su se pokazali nekoliko obilježja poduzeća koja utječu na strukturu kapitala kao što su profitabilnost, rast, dugotrajna imovina, materijalna imovina, veličina poduzeća, veličina prodaje, likvidnost, starost poduzeća.

Phylaktis et al. (2010.) su proveli istraživanje o strukturi kapitala malih poduzeća u zemljama u razvoju diljem svijeta. Njihov rezultat pokazuje da je zaduženost manja za mala poduzeća unatoč njihovoj visokoj materijalnoj imovini i profitabilnosti.

Istraživanja provedena na poduzećima iz Hrvatske su rijetka. Osim spomenutog rada Barana i Zorića (2005.) u svom radu Šarlija i Penavin (2010.) su za cilj imali analizirati načine promjene strukture kapitala u smislu uočavanja kretanja udjela vlastitih i tuđih izvora financiranja te istražiti je li drugačija struktura kapitala u različitim djelatnostima te u različitim regijama u Hrvatskoj. Istraživanje u ovom radu pokazalo je da postoje dva najčešća načina promjene strukture kapitala u razdoblju od 2002. do 2007. godine. Prvi je onaj kod kojega temeljni kapital poduzeća ostaje isti, a rastu vlastita sredstva kroz zadržanu dobit, dok sredstva iz tuđih izvora rastu brže, što ukazuje na tendenciju promjene u strukturi kapitala kroz zaduživanje. Drugi način, prisutan u nešto manjem broju poduzeća, jest onaj u kojima je zastupljena kombinacija strukture kapitala u kojoj se temeljni kapital nije mijenjao, rasla su vlastita sredstva kroz povećanje zadržane dobiti, i to brže od zaduživanja. Osim toga došlo se do zaključka da je zaduživanje kod banaka oblik financiranja koji je najviše prisutan.

Također se u istraživanju Mateev, Poutziouris, Ivanov (2013.) istražuju determinante strukture kapitala SME sektora u kojem se testiraju poduzeću karakteristična obilježja središnje i istočne Europe u panel analizi 3175 poduzeća u periodu 2001-2005. Prema teoriji pakiranja poduzeća s više internih sredstava manje koriste eksterna sredstva. U tom radu se potvrđuje teorija pakiranja jer postoji statistički značajna i negativna veza između profitabilnosti i strukture kapitala. Također, rezultati sugeriraju da veća poduzeća u odnosu na manja imaju više internih sredstava te zbog toga manje koriste eksterna sredstva.

## **1.2. Predmet istraživanja**

Navedeni i opisani problem određuje predmet istraživanja. U radu će se teorijski i empirijski istražiti specifična obilježja poduzeća i njihov utjecaj na strukturu kapitala. Nakon pregleda relevantnih teorija strukture kapitala, izdvojit će se poduzeću specifična obilježja kao potencijalne determinante strukture kapitala. Empirijski dio rada provest će se na nasumce odabranom uzorku poduzeća SME sektora Splitsko-dalmatinske županije (50 mikro, 50 malih i 50 srednjih poduzeća) u razdoblju od 2008. godine do 2013. godine. Za ovu analizu koristit će se financijski izvještaji bilanca, račun dobiti i gubitka i bilješke uz financijska izvješća iz kojih će se preuzeti potrebne pozicije istih za računanje potrebnih varijabli. Financijski izvještaji mikro, malih i srednjih poduzeća preuzet će se s Internet stranice Fina-e odnosno s RFGI javna objava – Fina. Na osnovu preuzetih podataka iz financijskih izvješća izračunat će



se financijski pokazatelji za svako poduzeće u svakoj promatranoj godini. Analiza će biti izvršena u statističkom programu STATA.

### **1.3. Istraživačke hipoteze**

Iz problema i predmeta rada može se postaviti glavna hipoteza. S obzirom na jednu zavisnu varijablu (koeficijent zaduženosti) i nekoliko nezavisnih varijabli (profitabilnost, rast, materijalna imovina, veličina poduzeća, likvidnost) predložit će se i nekoliko pomoćnih hipoteza:

Glavna hipoteza:

**H1: Postoji veza između poduzeću specifičnih obilježja i strukture kapitala.**

Pomoćne hipoteze:

H<sub>1,1</sub>: Profitabilnost poduzeća utječe na strukturu kapitala

H<sub>1,2</sub>: Udio materijalne imovine poduzeća utječe na strukturu kapitala

H<sub>1,3</sub>: Veličina poduzeća utječe na strukturu kapitala

H<sub>1,4</sub>: Rast poduzeća utječe na strukturu kapitala

H<sub>1,5</sub>: Likvidnost poduzeća utječe na strukturu kapitala

S obzirom da će se u drugom poglavlju rada (poglavlje 2.3) pojedinačno i detaljno obrazložiti svaka varijabla, u ovom dijelu rada neće se argumentirati svaka pojedina hipoteza kako ne bi došlo do nepotrebnog ponavljanja.

## 1.4. Ciljevi istraživanja

Cilj rada je prikazati i usporediti glavne teorije strukture kapitala te na temelju njih empirijski istražiti glavna poduzeću specifična obilježja kao determinante strukture kapitala na uzorku koji obuhvaća 150 poduzeća SME sektora Splitsko-dalmatinske županije.

Ostali ciljevi ovog rada su:

- Teorijski objasniti i definirati strukturu kapitala, zaduženost, specifičnosti SME sektora i poduzeću specifična obilježja kao determinante strukture kapitala.
- Istražiti i analizirati dosadašnja istraživanja ove problematike, posebno provedena u Republici Hrvatskoj
- Provesti analizu na uzorku poduzeća SME sektora SDŽ u razdoblju od 2008. godine do 2013. godine.
- Na temelju provedenog teorijskog i empirijskog istraživanja, donijeti odgovarajuće zaključke te ih usporediti s dosadašnjim istraživanjima

## 1.5. Metode istraživanja

Za teorijski dio rada koristit će se sljedeće metode:

**Metoda analize** se sastoji od raščlanjivanja složenih misaonih tvorevina na njihove jednostavnije sastavne dijelove, te izučavanje svakog dijela za sebe i u odnosu na druge dijelove. **Metoda sinteze** uključuje povezivanje jednostavnih misaonih tvorevina u složene kako bi se dobila cjelina u kojoj su svi dijelovi povezani. **Metoda klasifikacije** je sistematska i potpuna podjela općeg pojma na posebne, koje taj pojam obuhvaća. **Metoda deskripcije** predstavlja postupak opisivanja ili ocrtanja činjenica, pojava i predmeta. **Metoda dokazivanja i opovrgavanja** se koristi kako bi se utvrdila istinitost pojedine teze na temelju znanstvenih činjenica. **Komparativna metoda** provodi uspoređivanje istih ili srodnih činjenica, pojava, procesa kako bi se utvrdile njihove sličnosti ili razlike i kako bi se došlo do novih spoznaja i zaključaka.

U empirijskom dijelu rada koristit će se:

**Statističke metode** kojim će se istraživati prikupljeni podaci, provodit će se analize te tabelarno i grafički prikazati rezultati na temelju kojih se mogu donijeti zaključci. Analiza će biti provedena uz pomoć statističkih softverskih programa poput State, SPSS-a i Excela. **Matematička metoda** se sastoji u primjeni matematičkih formula, simbola i operacija. Pomoću ove metode se prikazuju i objašnjavaju kvantitativni odnosi između određenih varijabli.

## **1.6. Doprinos istraživanja**

Kao što je već navedeno, iako ova problematika dugo godina intrigira znanstvenike, nedostaje istraživanja provedenih u Republici Hrvatskoj. Stoga će ovo istraživanje u prvome redu doprinijeti novim saznanjima te boljem shvaćanju strukture kapitala poduzeća i internih obilježja koja je određuju. Dodatno, struktura kapitala je osobito važna u kontekstu SME sektora koji će predstavljati i uzorak u ovome istraživanju. Stoga će ovaj rad doprinijeti upotpunjavanju uočene praznine i unaprjeđenju literature te otvoriti mogućnosti daljnjeg istraživanja ove problematike.

## **1.7. Struktura rada**

Diplomski rad sastoji se od pet dijelova, uključujući uvod i zaključak.

U prvom dijelu, uvodnom, opisat će se problem i predmet istraživanja, ciljevi istraživanja, istraživačke hipoteze, metode i doprinos istraživanja te će se obrazložiti struktura rada.

U drugom dijelu rada teorijski će se objasniti struktura kapitala, iznijet će se teorije strukture kapitala, definirat će se zaduženost i pokazatelji zaduženosti, koji se koriste u analizi. Potom će se objasniti poduzeću specifična obilježja kao determinante strukture kapitala te će se dati pregled dosadašnjih istraživanja i iznijet će se njihovi zaključci.

U trećem dijelu rada opisat će se specifičnosti SME sektora i ukratko će se objasniti koji su izvori financiranja SME sektora, vrste financiranja, njihove potpore te će se analizirati

dosadašnja istraživanja strukture kapitala SME sektora s posebnim naglaskom na stanje u Republici Hrvatskoj.

U četvrtom dijelu naglasak će biti na provođenju empirijskog istraživanja. Definirat će se uzorak i varijable, prostorni i vremenski obuhvat istraživanja i način obrade podataka, te će se po provedenom istraživanju dobiveni rezultati interpretirati.

U petom dijelu rada sumirat će se osnovni zaključci i dovesti u vezu s postavljenim hipotezama provedenog istraživanja.

## **2. TEORIJSKI PRISTUP PROBLEMATICI STRUKTURE KAPITALA**

Kako bi bolje razjasnio pojam kapitalne strukture ukratko će se ponoviti i pojam financijska struktura. Financijska struktura je pojam šireg obujma koju čine vlastiti kapital, te dugoročne i kratkoročne obveze dok je kapitalna struktura pojam užeg obujma koju čine dionički kapital i dugoročne obveze. Iz navedenog je vidljiva razlika između financijske strukture i kapitalne strukture u zanemarivanju kratkoročnog duga. S obzirom da se SME sektor zbog svojih specifičnosti većinom financira kratkoročnim obvezama, struktura kapitala podrazumijevat će udio duga u ukupnoj imovini (D/A).

Teško je pronaći jednu jedinstvenu definiciju koja bi na najbolji način dočarala samu suštinu kapitala, pa bi se moglo reći da je kapital:<sup>7</sup>

1. U poslovnoj ekonomiji koristi se za označavanje veličine vlasničke glavnice (vlastitog kapitala poduzeća).
2. Novac koji pojedinac ili poduzeće ulaže u započinjanje ili dalje odvijanje poslovnog pothvata. Kapital označava ukupnu vrijednost imovine poduzeća (financiranu iz vlastitih i/ili tuđih izvora). Kapital se, dakle, može promatrati kao imovina (aktiva) ili vlasništvo (pasiva), tj. kao njihova međuovisnost;
3. Dugoročna pasiva poduzeća (vlasnička glavnica i dugoročni dugovi);
4. U makroekonomiji, imovina sposobna za stvaranje dodatne imovine.

---

<sup>7</sup> <http://limun.hr/main.aspx?id=10446&Page> [24.5.2015]

## 2.1. Teorije strukture kapitala

Odluke o strukturi kapitala svrstavaju se među najkontroverznija područja teorije financijskog menadžmenta. No, osnovna je dilema ima li odluka o strukturi kapitala uopće efekta na vrijednost poduzeća, a u posljednje vrijeme sve se više rasprava premješta u područje analize čimbenika koji su (pozitivno ili negativno) povezani sa zaduženošću poduzeća.

Jedno od pogodnih načina klasifikacije teorijskih dostignuća iz područja strukture kapitala jest grupiranje teorija na način koji slijedi:<sup>8</sup>

1. Miller – Modigliani teorija,
2. Tradicionalno gledište,
3. Teorija izbora (agencijski modeli; engl. trade off theory)
4. Modeli temeljeni na asimetričnim informacijama,
  - Teorija signalizacije,
  - Teorija "postupka slaganja" (redoslijeda pakiranja; teorija hijerarhije; engl. pecking order theory)

### 2.1.1. Miller -Modigliani teorija irelevantnosti strukture kapitala

Frank Modigliani i Merton Miller smatraju se začetnicima suvremene teorije strukture kapitala kada su 1958. godine razvili svoju teoriju prema kojoj tvrde da su odluke o strukturi kapitala irelevantne. Oni tvrde da se u uvjetima savršenog tržišta, gdje se svi sudionici ponašaju racionalno, gdje nema transakcijskih troškova ni poreza, ne može povećati vrijednost poduzeća i bogatstvo dioničara mijenjanjem financijske poluge tj. zaduživanjem već je vrijednost poduzeća determinirana očekivanim gotovinskim tijekovima i poslovnim rizikom. Prema MM teoriji postoji očuvanje investicijske vrijednosti bez obzira kako se razdijeli strukturu kapitala nekog poduzeća između duga, vlastitog kapitala i ostalih izvora. Do tog zaključka su došli na temelju zakona o očuvanju vrijednosti prema kojem vrijednost novčanog toka ostaje ista bez obzira na koliko se on dijelova podijeli.

Prema Pike i Neale (2000) najvažnije pretpostavke na kojima se temelji sama teorija su:<sup>9</sup>

1. veličinom svojih transakcija pojedinac ne može utjecati na tržišnu cijenu,

---

<sup>8</sup> Vidučić, Lj. (2012.): Financijski menadžment, RRiF, Zagreb, str. 215

<sup>9</sup> Pike, R., Neale, B., Corporate finance and investment: Decisions and Strategies, Person Education 2000., str. 590

2. svi sudionici na tržištu (poduzeća i investitori) mogu posuđivati novac drugima i od drugih po istoj nerizičnoj stopi,
3. nepostojanje osobnih i korporativnih poreza na dohodak,
4. nepostojanje brokerskih i drugih transakcijskih troškova,
5. svi investitori su „racionalni tragači bogatstva“,
6. poduzeća mogu prema riziku biti grupirana u homogene grupe,
7. investitori imaju slična očekivanja budućih zarada poduzeća i
8. u slučaju nesolventnosti imovina poduzeća može biti prodana po tržišnim cijenama.

Miller i Modigliani u svojoj I. postavici *prije-porezne* verzije definiraju da tržišna vrijednost poduzeća ne ovisi o njegovoj strukturi kapitala te da je ukupni trošak kapitala (WACC) neovisan o financijskoj poluzi poduzeća te je jednak trošku kapitala kojeg bi poduzeće imalo da nema financijsku polugu, odnosno, vrijednost zadužene tvrtke jednaka je vrijednosti nezadužene tvrtke.

MM *prije-porezna* postavka I. glasi:<sup>10</sup>

$$V_z = V_n \quad (1)$$

gdje je:

$V_z$  = vrijednost tvrtke koja se zadužuje (koristi se polugom)

$V_n$  = vrijednost tvrtke koja se ne zadužuje

S obzirom da bogatstvo dioničara ovisi o vrijednosti tvrtke te na to nema utjecaja odluka o strukturi kapitala zaključujemo da nema utjecaja financijske poluge na prosječni ponderirani trošak kapitala, jer je utjecaj jeftinijeg financiranja zaduživanjem kompenziran rastom tražene stope povrata na vlastiti kapital zbog većeg rizika što je izraženo postavkom II.<sup>11</sup>

---

<sup>10</sup> Vidučić, Lj. (2012.): op. cit., str. 216.

<sup>11</sup> Ibidem

MM *prije-porezna* postavka II. glasi:<sup>12</sup>

$$r_e = r_o + \frac{D}{E}(r_o - r_d) \quad (2)$$

gdje je:

$r_e$  = tražena stopa povrata na vlastiti kapital, trošak vlastitog kapitala

$r_o$  = trošak kapitala tvrtke koja se ne koristi financijskom polugom

$\frac{D}{E}$  = omjer duga i vlastitog kapitala, financijska poluga

$r_d$  = kamatna stopa, trošak duga.

Prema ovoj postavci  $r_e$  je linearna funkcija financijske poluge. Nulti je i efekt uvođenja zaduživanja na cijenu dionice budući da negativni efekt rasta tražene stope povrata na vlastiti kapital kompenzira pozitivni efekt rasta zarade po dionici na rast cijene dionice.

S obzirom na realni svijet u kojem poduzeća i pojedinci moraju plaćati porez autori su postavili *poslije-poreznu* MM teoriju (1964.g.). Respektirajući postojanje korporacijskih poreza, ali ne i troškova financijskih neprilika vezanih uz zaduživanja, MM utvrđuje da je vrijednost tvrtke pozitivno vezana s polugom što je izraženo *poslije-poreznom* propozicijom I.

MM postavka I. s porezima glasi: <sup>13</sup>

$$V_n = \frac{EBIT(1-T_k)}{r_o} \quad (3)$$

$$V_z = \frac{EBIT(1-T_k)}{r_o} + T_k D \quad (4)$$

$$V_z = V_n + T_k D \quad (5)$$

gdje je:

EBIT= bruto dobitak uvećan za kamate, dobitak iz poslovanja

$r_o$ = trošak kapitala tvrtke koja ne koristi financijsku polugu

$T_k$ = stopa korporacijskog poreza na dobit

$V_z$ = vrijednost tvrtke koja se zadužuje (koristi financijsku polugu),

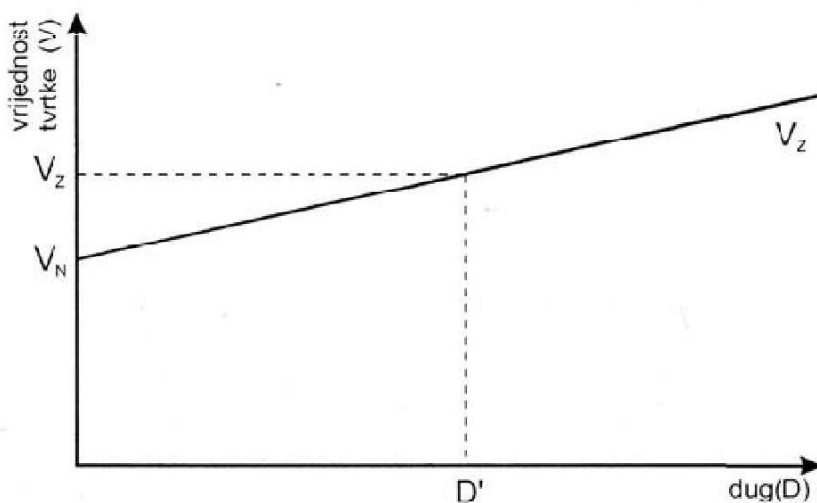
$V_n$  = vrijednost tvrtke koja se ne zadužuje

---

<sup>12</sup> Ibidem

<sup>13</sup> Ibidem, str. 217





**Slika 1: MM postavka I u uvjetima poreza**

Izvor: Vidučić, L.J.(2012.): Financijski menadžment, RRiF, Zagreb, str. 218.

Dakle, vrijednost tvrtke koja koristi polugu veća je od vrijednosti tvrtke koja ne koristi polugu za veličinu sadašnje vrijednosti porezne zaštite. Porezna zaštita omogućuje da se trošak kamate po dugu prikaže kao odbitna stavka pri utvrđivanju porezne obveze poduzeća. Porezna zaštita dovodi do povećanja bogatstva dioničara zbog porasta vrijednosti tvrtke uslijed zaduživanja.

MM postavka II. s porezima glasi:<sup>14</sup>

$$r_e = r_0 + \frac{D}{E}(1 - T_k)(r_0 - r_d) \quad (6)$$

gdje je:

$r_e$  = tražena stopa povrata na vlastiti kapital, trošak vlastitog kapitala

$r_0$  = trošak kapitala tvrtke koja se ne koristi financijskom polugom

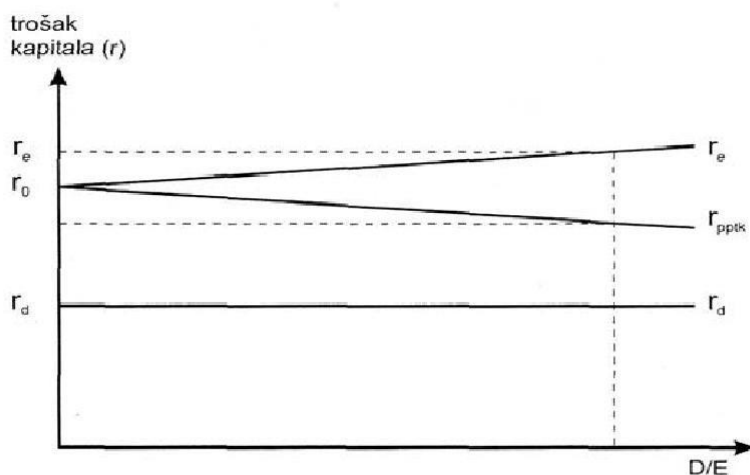
$\frac{D}{E}$  = omjer duga i vlastitog kapitala, financijska poluga

$r_d$  = kamatna stopa, trošak duga

$T_k$  = stopa korporacijskog poreza na dobit

Prema ovoj postavci veza između očekivane stope povrata na vlastiti kapital i poluge je, zbog povećanja rizika vlastitog kapitala uslijed upotrebe poluge, pozitivna kao i u slučaju *prije-porezne* postavke II što prikazuje slika 2.

<sup>14</sup> Ibidem, str. 218



**Slika 2: MM postavka II u uvjetima poreza**

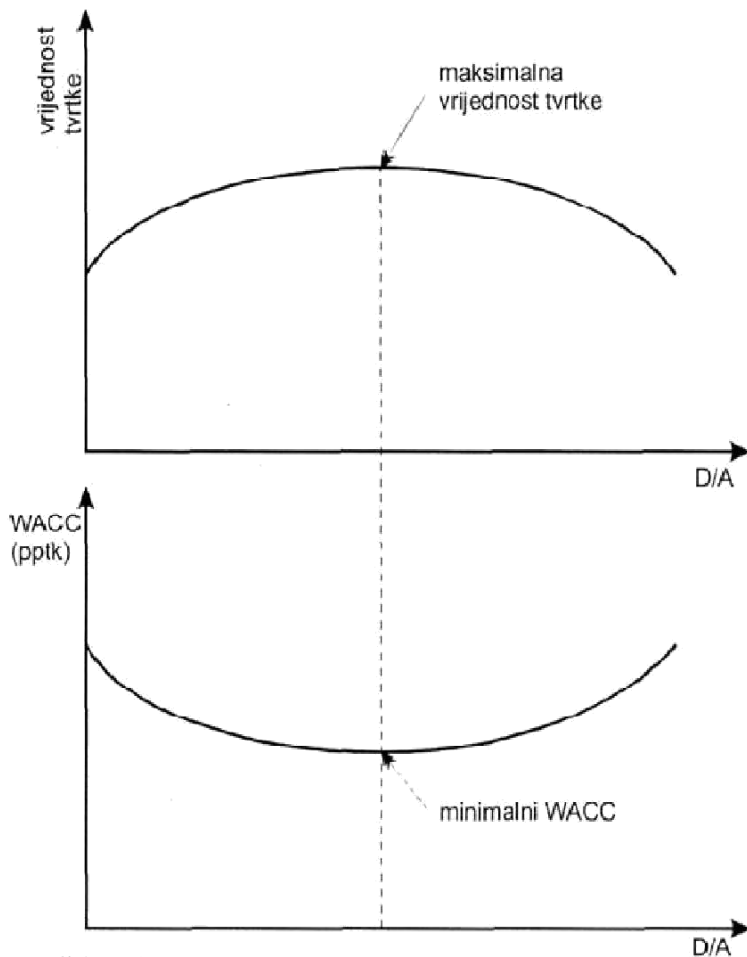
Izvor: Vidučić, LJ.(2012.): Financijski menadžment, RRiF, Zagreb, str. 218.

### 2.1.2. Tradicionalno gledište na strukturu kapitala

Tradicionalni pristup nastaje kao odgovor na MM teoriju i pretpostavlja da postoji optimalna struktura kapitala te da utječe na ukupnu vrijednost poduzeća. Tradicionalisti smatraju da bi poduzeću koje ima nižu financijsku polugu bilo korisno povećati financiranje dugom jer je jeftiniji izvor financiranja nego li vlastiti kapital. Iz navedenog slijedi da bi se trebalo težiti promjeni udjela duga jer će se na taj način smanjiti prosječni trošak kapitala. Optimalna struktura kapitala je ona pri kojoj je minimalni trošak financiranja poduzeća – ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC).

Kad se poduzeće ne bi financiralo dugom, troška duga ne bi bilo te bi prosječni trošak kapitala bio jednak stopi povrata na vlastiti kapital. Pri umjerenj razini zaduženosti (manjim povećavanjem zaduženosti) dioničari neće reagirati traženjem veće stope povrata ukoliko je vjerojatnost rizika mala. S obzirom da je dug jeftiniji izvor financiranja, povećanje zaduženosti će minimizirati prosječni trošak kapitala i maksimizirati vrijednost poduzeća, a struktura kapitala će biti optimalna. Također, pri velikim razinama duga dioničari traže veći povrat na vlastiti kapital za snošenje većeg rizika. Posljedica navedenog jest rast troška duga što vodi do rasta ukupnog troška kapitala i smanjenja vrijednosti poduzeća.

Zaključno, prema tradicionalistima postoji optimalna razina zaduživanja, gdje je zadatak financijskog menadžera pronaći optimalan odnos duga i imovine (D/A) koji će osigurati maksimalnu vrijednost tvrtke uz minimalan trošak kapitala što je vidljivo na slici 3.



**Slika 3: Veza između vrijednosti tvrtke i WACC**

Izvor: Vidučić, LJ.(2012.): Financijski menadžment, RRiF, Zagreb, str. 222.

### 2.1.3. Teorija izbora (agencijski modeli – trade off)

Teorija izbora, koja je nastala kao odgovor na Miller-Modigliani teoriju, polazi od pretpostavke da savršeno tržište u stvarnosti ne postoji te u obzir uzima troškove financijskih neprilika (bankrota) i agencijske troškove. Optimalna struktura kapitala postiže se u točki gdje su koristi i troškovi zaduživanja jednaki. Prednost tj. koristi zaduživanja su porezne olakšice i mogućnost smanjenja agencijskih troškova, a troškovi zaduživanja su troškovi financijskih neprilika (bankrota) i agencijski troškovi.

Financijske neprilike pojavljuju se kada poduzeće nije u mogućnosti, djelomično ili potpuno, podmiriti svoje obveze, što može dovesti do bankrota. Troškovi financijskih neprilika uključuju direktne i indirektne troškove. Direktni troškovi uključuju administrativne i zakonske troškove vezane uz likvidaciju ili reorganizaciju i indirektni troškovi uključuju troškove vezane uz ugrožavanje odnosa s poslovnim partnerima.

Direktni troškovi financijskih neprilika su: odvjetnički troškovi, sudski troškovi, knjigovodstveni troškovi i ostali slični troškovi. Indirektni troškovi mogu biti puno važniji od direktnih troškova jer se radi o ugrožavanju odnosa s dobavljačima, kupcima, zaposlenicima i kreditorima. Ako je poduzeće u financijskim neprilikama ili ih je uspjelo izbjeći, poslovni partneri više neće imati povjerenja i nerado će poslovati s takvim poduzećem. Npr. dobavljači će iz straha da poduzeće neće poslovati za nekoliko mjeseci prestati davati robu i pružati usluge na kredit ili mogu u potpunosti prekinuti suradnju što će uzrokovati povećanje troškova. Također, kupci mogu sumnjati u poslovanje poduzeća te prestati kupovati njihove proizvode i time smanjiti profit poduzeća, potom i nesigurnost radnog mjesta i slabe šanse napredovanja mogu demotivirati zaposlene.

Pri umjerenom zaduživanju mala je vjerojatnost za financijske neprilike, a korist zaduživanja je veća od troška financijskih neprilika. Ako se poduzeće nastavi sve više zaduživati raste financijski rizik, vjerojatnost financijskih neprilika ali i stopa povrata.

Stoga se vrijednost tvrtke koja se koristi zaduživanjem može izraziti relacijom:<sup>15</sup>

$$\begin{array}{ccccccc}
 & & \text{Vrijednost} & & & & \text{Sadašnja} \\
 & & \text{tvrtke koja se} & & & & \text{vrijednost} \\
 \text{Vrijednost} & = & \text{financira samo} & + & \text{vrijednost} & - & \text{troška} \\
 \text{tvrtke} & & \text{vlastitim} & & \text{porezne} & & \text{financijskih} \\
 & & \text{kapitalom} & & \text{olakšice} & & \text{neprilika}
 \end{array}$$

---

<sup>15</sup> Ibidem, str. 223



velikim novčanim tijekovima nema puno razvojnih mogućnosti (projekata s pozitivnom neto sadašnjom vrijednosti) može imati veću polugu od poduzeća s velikim novčanim tijekovima i s više razvojnih mogućnosti jer manji kapacitet zaduživanja mora ostaviti kao rezervu u slučaju potrebe financiranja projekata s pozitivnom neto sadašnjom vrijednosti.

Osim troška financijskih neprilika, zagovornici ove teorije, ističu postojanje i agencijskog troška koji proizlazi iz konflikta između principala i agenata. Postoje dva tipa sukoba interesa: između **dioničara (principali) i menadžera (agenti)** te između **dioničara (principali) i vlasnika duga (agenti)**. Upotrebom financijske poluge smanjuju se agencijski troškovi tako što se ograničava mogućnost provođenja osobnih ciljeva menadžera zbog obveze podmirivanja fiksne naknade po dugu.

Upotrebom financijske poluge stvara se sukob interesa između dioničara i vlasnika duga (vjerovnika). U cilju maksimalizacije bogatstva dioničara oni provode visoko rizične projekte, podinvestiranje, isplaćuju ekstra dividende te time smanjuju vrijednost tvrtke. U slučaju velike vjerojatnosti bankrota, dioničari su spremni provesti visoko rizični projekt. Ako projekt uspije dioničari su na dobitku, a vjerovnici će dobiti samo fiksne kamate na dug koje im i pripadaju. U slučaju da projekt ne uspije, dioničari neće ostvariti gori položaj nego prije jer novac ionako nije bio njihov, a vjerovnici će izgubiti svoj novac.

Sukob između dioničara i menadžera nastaje jer žele maksimalizirati svoje ciljeve, koji su različiti, tako da će željeti ispuniti samo svoje ciljeve iako je to na štetu drugoga. Npr. menadžer može neracionalno koristiti sredstva dioničara ili obavljati samo one zadaće koje idu njemu u korist iako to ide na štetu dioničara.

Implikacija je ove teorije potreba da veću polugu moraju imati tvrtke koje imaju sigurnu materijalnu imovinu i niže agencijske troškove dugovnog financiranja, zatim i zrele kompanije s velikim gotovinskim tijekovima koje imaju malo razvojnih mogućnosti - projekata s pozitivnim NSV, i profitabilne tvrtke s dosta očekivanog oporezivog dobitka. Nižu polugu moraju imati razvojne tvrtke iz područja visoke tehnologije koje imaju najveći dio rizične i nematerijalne imovine, i tvrtke s malom vjerojatnošću oporezivog dobitka, a tvrtke s visokom polugom, koju neće moći servisirati obveze po dugu interno generiranom

gotovinom, u nekoliko narednih godina moraju uravnotežiti strukturu kapitala prikupljanjem vanjskog dioničkog kapitala ograničenjem dividendi i prodajom imovine.<sup>17</sup>

#### 2.1.4. Modeli temeljeni na asimetričnim informacijama

Ti modeli polaze od postojanja asimetričnih informacija između menadžera i drugih službenika tvrtke i vanjskih investitora. Asimetrične informacije postoje kada jedna strana nema dovoljno informacija o drugoj strani koje su joj potrebne da bi mogla donijeti ispravnu odluku.

Razlikuju se dvije teorije utemeljene na asimetričnim informacijama:

##### *Teorija signalizacije*

Menadžeri poduzeća raspolažu s više informacija o vrijednosti poduzeća te kada očekuju da bi se buduća zarada mogla povećati od investicija oni preferiraju financiranje emisijom dugovnih instrumenata u odnosu na emisiju dionica kako ne bi morali dijeliti povećanu zaradu. Menadžeri preferiraju dugovno financiranje jer će dionice tvrtke biti bolje tržišno vrednovane zbog dobrog poslovanja što znači da će povećanje financijske poluge investitorima signalizirati dobro poslovanje. Implikacija je ove teorije da je financijska poluga pozitivno vezana s vrijednošću ili profitabilnošću tvrtke.

*Teorija "postupka slaganja" ("redoslijeda pakiranja"; "teorija hijerarhije"; engl. pecking order theory),*

S.C. Myers i N.S. Mayluf definirali su alternativnu teoriju koja objašnjava zašto se profitabilnija poduzeća manje zadužuju. Temelji se na asimetriji informacija koja nastaje između menadžera i vanjskih investitora, jer menadžeri znaju više o profitabilnosti i poslovanju poduzeća te se zbog toga definira redoslijed financiranja. Poduzeće se može financirati najprije iz internih sredstava (zadržana dobit). Ali ako je potrebno daljnje financiranje, menadžeri se odlučuju za izdavanje dužničkih vrijednosnica jer su manje šanse da će se ulagači zabrinuti. Stoga je redoslijed prema kojem menadžeri preferiraju financiranje

---

<sup>17</sup> Vidučić, Lj.(2012.): op.cit., str. 224. – 225.

novih investicijskih projekata sljedeći:

1. interno generirana gotovina,
2. nisko rizični dugovni instrumenti - obveznice
3. hibridne vrijednosnice - konvertibilne obveznice
4. vlasničke vrijednosnice - obične dionice.

Financiranje internim sredstvima podrazumijeva da poduzeće provodi politiku stabilnih dividendi. Eksterno zaduživanje dovodi do neravnoteže kapitalnih izdataka i interno generiranih sredstava. Implikacija je te teorije da će tvrtka nove projekte financirati interno generiranim sredstvima ili nisko rizičnim zaduživanjem. Profitabilnija poduzeća se manje zadužuju jer raspolažu s dovoljno interno generiranih sredstava te nemaju potrebu za vanjskim financiranjem. Manje profitabilna poduzeća se više zadužuju jer nemaju dovoljno internih sredstava za investicije i zbog toga jer im je dug prvi po redu hijerarhije financiranja izvana. Ova teorija govori da su porezi i financijska kriza manje bitni čimbenici pri izboru strukture kapitala. Financijski menadžeri donose financijske odluke prema principu najmanjeg otpora što podrazumijeva prioritet interno generiranih sredstava i financijskog suviška.

## **2.2. Pregled dosadašnjih istraživanja o strukturi kapitala**

Istraživanja o strukturi kapitala su brojna i mogu se sistematizirati po više kriterija kako je navedeno u poglavlju 1. U ovom poglavlju analizirat će se struktura kapitala neovisno o veličini poduzeća.

Teorijska podloga strukture kapitala počiva na dvije osnovne teorije strukture kapitala koju čine teorija izbora i teorija postupka slaganja. Svaka teorija sugerira kako neke varijable mogu biti korelirane s polugom poduzeća zbog čega su znanstvenici postavljali hipoteze prema zemlji u kojoj je istraživanje napravljeno. Sva ta istraživanja uključivala su identificiranje ključnih determinanti strukture kapitala i njihov utjecaj na strukturu kapitala. No, još uvijek ne postoji opće prihvaćeni model determinanti strukture kapitala jer se svakim novim istraživanjem može dodati nova determinanta. Teorijske razlike između teorije izbora i redoslijeda pakiranja su vidljive ali to se ne može reći i u praksi. Iako postoji dosta empirijskih istraživanja, nijedna od ove dvije teorije se nije pokazala isključivo boljom u objašnjavanju strukture kapitala i njenih determinanti.



Jedno od prvih značajnijih, i često citiranih istraživanja je analiza na uzorku grupe razvijenih zemalja – G7, Rajana i Zingalesa. Ova studija je potvrdila postojanje pozitivne veze između poluge i udjela materijalne imovine u strukturi ukupne imovine. To je u skladu s postavkama agencijskih modela, jer je ta imovina podesna za pokriće kod zaduživanja, pa smanjenje agencijskih troškova omogućuje veću zaduženost. Pozitivna veza utvrđena je i između veličine tvrtke i poluge, izuzevši u slučaju Njemačke, što je u skladu s teorijom izbora, jer za veće tvrtke postoji manja vjerojatnost financijskih neprilika (bankrota). Negativna je veza utvrđena između poluge i profitabilnosti (to je u skladu s teorijom redoslijeda pakiranja, a u suprotnosti je s postavkama teorije izbora, koja zbog visoke porezne zaštite pretpostavlja visoku polugu za te tvrtke). Negativna veza potvrđena je i između poluge i budućih investicijskih mogućnosti, a to je u skladu sa stavovima da razvojne tvrtke poduzimaju rizičnije projekte koji mogu biti u korist dioničarima, a na račun vlasnika duga.

Antoniou, Guney i Paudyal (2002.) u svom radu istražuju determinante strukture kapitala francuskih, njemačkih i britanskih poduzeća. Ove zemlje karakteriziraju različiti financijski sustavi i tradicije koje mogu utjecati na to o tome kako poduzeća odlučuju o strukturi kapitala. Rezultati pokazuju da veličina poduzeća pozitivno utječe na stupanj poluge, dok materijalna imovina, profitabilnosti i efektivne porezne stope imaju različite stupanj i smjer utjecaja na polugu ovisno o zemlji. Procjene pokazuju da poduzeća u sve tri zemlje prilagođavaju svoj omjer duga da postignu svoju ciljnu strukturu kapitala. Dakle, na strukturu kapitala o kojoj poduzeće odlučuje ne utječu samo interni (vlastiti) čimbenici već i eksterni (vanjski čimbenici) kao što su financijska razvijenost, pravila, zakoni, propisi i tradicija pojedine zemlje u kojoj poduzeće djeluje.

Baran i Zorić (2005.) u svom istraživanju uključuju poduzeća Republike Hrvatske za 2004. godinu klasificirane po županijama i veličini poduzeća. Međutim, osim što je uzeta u razmatranje samo jedna godina, podaci su i agregirani. Cilj njihova rada je istražiti determinante strukture kapitala poduzeća s posebnim naglaskom na SME sektor. Zaključuju da su mala poduzeća zaduženija od velikih s većim udjelom kratkoročnog duga u ukupnom dugu te da se s rastom veličine poduzeća udio duga u ukupnoj imovini smanjuje. Upravo prema tim rezultatima da se naslutiti potvrda teorije hijerarhije prema kojoj poduzeća preferiraju interno financiranje. Međutim, drugi dio rezultata, istraživanje determinanti dugoročnog zaduživanja poduzeća ukazuje na to da veličina poduzeća nije povezana s udjelom dugoročnog duga u imovini.

U istraživanju Haas i Peeters (2006.) ispituju dinamiku strukture kapitala poduzeća srednje i istočne Europe (CEE) u tranzicijskim ekonomijama. Oni su proveli dinamičku analizu mikroekonomskih podataka različitih poduzeća u deset<sup>18</sup> zemalja srednje i istočne Europe. U tranzicijskim ekonomijama poduzeća imaju veće financijske poluge gdje su profitabilnost (negativno) i starost (pozitivno) poduzeća najznačajnije determinante strukture kapitala. Razvoj bankarskog sustava (eksterni čimbenik) omogućava poduzećima veće korištenje duga kao izvora financiranja, ali ipak još uvijek postoji informacijska asimetrija između poduzeća i banaka zbog čega poduzeća preferiraju interna sredstva prije bankarskih kredita.

Poduzeća u Republici Hrvatskoj još uvijek nisu dovoljno istražena. Jedno od rijetkih istraživanja u koje je uključena i Republika Hrvatska je istraživanje De Jong et al. (2008.). U ovome radu analizira se utjecaj internih i eksternih čimbenika na zaduženost poduzeća iz 42 zemlje u razdoblju od 1997. do 2001. Cilj ovog istraživanja bio je ispitati koja teorija može objasniti strukturu kapitala i koji su to eksterni čimbenici koji utječu na strukturu kapitala. Tvrdi da eksterni čimbenici direktno i indirektno utječe na strukturu kapitala. U svojim istraživanjima tvrdi da postoje eksterni čimbenici strukture kapitala kao što su zakoni i propisi države, porezni sustav, financijski sustav i sl. U ovom radu od internih čimbenika obrađena su obilježja poduzeća kao determinante strukture kapitala od kojih su potvrdili utjecaj materijalne imovine, veličine poduzeća, rizik, rast i profitabilnost na strukturu kapitala.

U svom radu Šarlija, Penavin (2010) su za cilj imali analizirati načine promjene strukture kapitala u smislu uočavanja kretanja udjela vlastitih i tuđih izvora financiranja te istražiti je li drugačija struktura kapitala u različitim djelatnostima te u različitim regijama u Hrvatskoj. Istraživanje u ovom radu pokazalo je da postoje dva najčešća načina promjene strukture kapitala u razdoblju od 2002. do 2007. godine. Prvi je onaj kod kojega temeljni kapital poduzeća ostaje isti, a rastu vlastita sredstva kroz zadržanu dobit, dok sredstava iz tuđih izvora rastu brže, što ukazuje na tendenciju promjene u strukturi kapitala kroz zaduživanje. Drugi način, prisutan u nešto manjem broju poduzeća, jest onaj u kojima je zastupljena kombinacija strukture kapitala u kojoj se temeljni kapital nije mijenjao, rasla su vlastita sredstva kroz povećanje zadržane dobiti, i to brže od zaduživanja. Osim toga došlo se do zaključka da je zaduživanje kod banaka oblik financiranja koji je najviše prisutan.

---

<sup>18</sup> Estonija, Mađarska, Litva, Latvija, Slovenija, Bugarska, Češka, Slovačka, Rumunjska, Poljska

U istraživanju Mostarac, Petrović (2013) analizirane su determinante strukture kapitala hrvatskih poduzeća baziranih na podacima prije recesije (2007.g.) i u recesiji (2010.g.) na uzorku od 10 000 poduzeća. Determinante su izabrane prema relevantnim teorijama strukture kapitala, a to su: materijalna imovina, profitabilnost, veličina poduzeća i poslovni rizik. Rezultati pokazuju statistički značajan pozitivan utjecaj materijalne imovine i statistički značajan negativan utjecaj profitabilnost na financijske poluge u obje promatrane godine. Veličina poduzeća je statistički značajna pri većoj razini zaduženosti za vrijeme recesije, dok za isti period ne postoji veza između rizika poslovanja i financijske poluge.

Od novijih istraživanja, Republika Hrvatska je uključena i u istraživanje Kuehnhausena i Stiebera (2014.). U ovom radu se istraživao utjecaj obilježja poduzeća, industrije i zemlje kao specifičnih čimbenika u određivanju strukture kapitala poduzeća. Oni objašnjavaju glavne determinante koje utječu na stupanj poluge i prikazuju kako postoje razlike u utjecaju determinanti s obzirom na razlike u industrijama i razlike u karakteristikama zemlje. Istraživani su podaci u Europi, Japanu i SAD-u od 2003. do 2012. Tvrde da veličina poduzeća, karakteristike industrije, rast industrije i porezni štit pozitivno utječu na stupanj poluge, dok profitabilnost i likvidnost imaju negativan utjecaj. Nadalje, materijalna imovina ima pozitivan utjecaj na polugu za poduzeća koja koriste dugoročni dug kao izvor financiranja, dok mala poduzeća uglavnom koriste kratkoročni dug jer nemaju dovoljno materijalne imovine koja bi im poslužila kao kolateral za povrat duga.

### **2.3. Poduzeću specifična obilježja kao determinante strukture kapitala**

Prethodno navedena istraživanja i njihovi rezultati ukazuju na to različita obilježja determiniraju strukturu kapitala poduzeća. Mogu se podijeliti u tri osnovne grupe: obilježja poduzeća kao interni čimbenici, te obilježja financijskog sustava i makroekonomska obilježja kao eksterni čimbenici. Iako smo ih podijelili u tri osnovne grupe postoje još mnoga druga obilježja kao determinante strukture kapitala. U ovom radu će se pobliže objasniti utjecaj izabranih obilježja poduzeća na temelju analiziranih dosadašnjih istraživanja iz kojih se iskristaliziralo nekoliko temeljnih obilježja poduzeća kao čimbenika strukture kapitala. U nastavku će se iznijeti očekivani utjecaj glavnih poduzeću specifičnih obilježja prema postavkama teorije izbora i teorije hijerarhije.

### Profitabilnost

Postoje različita stajališta teoretskih tumačenja o utjecaju profitabilnosti na strukturu kapitala. Prema teoriji izbora profitabilnija poduzeća su sklonija većem zaduživanju zbog poreznih olakšica i s obzirom da profitabilnija poduzeća koriste više duga postoji pozitivna veza između profitabilnosti i zaduženosti. Teorija redosljedna pakiranja predviđa negativni utjecaj između profitabilnosti i zaduženosti jer profitabilnija poduzeća mogu koristiti više internih sredstava kroz zadržanu dobit te samim time manje preferiraju zaduživanje što nam potvrđuju prethodno spomenuta istraživanja (Haas, Peeters, 2006.; Kuehnhausen, Stiebe, 2014).

### Materijalna imovina

Materijalna imovina poduzeća može se smatrati jamstvom za vjerovnike jer poduzeća svoju materijalnu imovinu daju kao kolateral. Prema tome, poduzeća s višim udjelom materijalne imovine mogu se više zaduživati jer to predstavlja pozitivan signal vjerovniku za povrat duga te je rizik vjerovnika niži i zahtijevaju nižu premiju za rizik. Zbog gore navedene tvrdnje možemo reći da je udio materijalne imovine pozitivno povezan s zaduženosti poduzeća što potvrđuje istraživanje Kuehnhausen, Stiebe (2014) gdje materijalna imovina ima pozitivan utjecaj na polugu poduzeća koja koriste dugoročni dug. Najčešće, poduzeća s višim udjelom materijalne imovine pripadaju industriji s nižim rizikom poslovanja i većom financijskom polugom. No, prema istraživanju De Haas, Peeters (2006) potvrđena je negativna veza između udjela materijalne imovine i zaduženosti poduzeća jer imovina poduzeća može biti „slab“ kolateral jer se ne može lako pretvoriti u novac.

### Veličina poduzeća

Veličina poduzeća jedna je od najčešćih varijabli koje se koriste za bolje razumijevanje razine duga poduzeća. Prema trade off teoriji, za očekivati je da će velike firme imati veću razinu duga dok će manje firme imati nižu razinu duga. Velika poduzeća imaju veće razine duga jer imaju lakši pristup financijskom tržištu i povoljnije uvjete u odnosu na mala poduzeća. (Antoniou, Guney, Paudyal, 2002; Kuehnhausen, Stiebe, 2014). Manja poduzeća su manje zadužena jer je njihov kredibilitet teško procijeniti i zbog toga su rizičnija. Iz navedenog možemo zaključiti da postoji pozitivna veza između veličine i zaduženosti. Prema teoriji hijerarhije veća poduzeća osiguravaju više informacija na tržištu i imaju manje probleme informacijske asimetrije zbog čega im se lakše financirati vanjskim vlastitim kapitalom te imaju manju zaduženost.

### Rast poduzeća

Poduzeća s mogućnošću rasta manje koriste dug kao izvor financiranja jer prvo koriste interna sredstva i financiraju se uglavnom dioničkim kapitalom, ali za mala poduzeća to može biti teško i dugo trajati, čime se dug smatra boljom alternativom. Iz navedenog može se zaključiti da su za velika brzorastuća poduzeća rast i zaduženost negativno povezani (De Jong et al, 2008.) dok su za SME sektor rast i zaduženost pozitivno povezani.

### Likvidnost

Likvidnost je sposobnost pretvorbe imovine u novac. Sibilkov (2004) u svom istraživanju dolazi do zaključka da likvidnija poduzeća povećavaju financijsku polugu odnosno dug. Ako poduzeća nisu u mogućnosti pokriti svoje kratkotrajne obveze kratkotrajnom imovinom oni su prisiljeni zadužiti se u kreditora kako bi mogli vratiti svoje kratkoročne obveze. Lipson i Mortal (2009) u svom istraživanju tvrde da se likvidnija poduzeća financiraju internim sredstvima i niže su financijske poluge tj. poduzeća su manje zadužuju. Rezerva likvidnosti je veoma bitna za poduzeća s velikim investicijskim mogućnostima za projekte s pozitivnim povratom ulaganja. Iz toga proizlazi da poduzeće s većom likvidnosti i sklonosti bržem rastu ima manji udio duga u svojoj strukturi kapitala.

## **2.4. Zaduzenost i pokazatelji zaduzenosti**

Izvori financiranja koje poduzeće mora otplatiti na kratki rok (do godinu dana) ili na dugi rok naziva se dugovnim financiranjem (financiranje dugom). Na postavljeno pitanje treba li se u analizu zaduzenosti uopće uključiti kratkoročni dug većina teoretičara tvrdi da ga treba uključiti jer se i na kratkoročne kredite banaka plaća kamata. U ovom radu empirijski se testira SME sektor u kojem prevladava kratkoročni dug koji se uključuje u analizu zaduzenosti.

Ukoliko se dug koristi da bi se njime poduzeća financirala, iz toga mogu proizići posljedice za vlasnike i kreditore:<sup>19</sup>

1. Vlasnici će zadržati kontrolu nad tvrtkom ako se radi o manjim ulaganjima
2. Kreditori imaju svijest o tome da će biti sigurniji ukoliko je udio kojeg su osigurali vlasnici također velik

---

<sup>19</sup> Vidučić, LJ. (2012.): op.cit., str. 399.

3. Ukoliko je stopa povrata veća od fiksne naknade, tada će i dobit na vlastiti kapital tvrtke porasti

Također, postoje određene prednosti i nedostaci prilikom dugovnog financiranja. Prednosti dugovnog financiranja su:<sup>20</sup>

1. Korištenje duga neće dovesti u pitanje promjenu kontrole nad kompanijom, pa tako vlasnici duga mogu uz manja ulaganja zadržati istu kontrolu nad tvrtkom
2. Kako se kamate tumače kao porezno odbitne stavke, tada je i trošak financiranja dugom niži u odnosu na druge izvore financiranja
3. Pošto je trošak financiranja fiksna, shodno tome znači da zajmodavci ne sudjeluju u raspodjeli dobitka na razmjernoj bazi. Konkretno bi značilo da se uz visoku profitabilnost poduhvata glavnina dobiti može obračunati i u poduzeću. Međutim, nažalost zajmodavci ne sudjeluju u lošem rezultatu poduhvata, tj. oni žele svoj dio dogovorene naknade neovisno kako je poduzeće poslovalo što u konačnici može dovesti i do bankrota.

S druge strane, postoje i nedostaci dugovnog financiranja, a to su:<sup>21</sup>

1. Poduzećima se može povećati trošak dugovnih i vlasničkih instrumenata uslijed povećanog akumuliranja duga preko veće rizičnosti tvrtke
2. Na utvrđeni dan se treba otplatiti glavnica duga pošto ona ima svoj rok dospijea
3. Ukoliko tvrtka ostvaruje nisku zaradu i ako je nelikvidna, za posljedicu može imati da tvrtka neće moći isplatiti zakonom propisane kamate, pa i to može tvrtku dovesti do bankrota
4. Vjerovnici mogu preko određenih odredbi u ugovoru, ograničiti slobodu menadžmenta za donošenje odluka

---

<sup>20</sup> Ibidem, str 184.

<sup>21</sup> Ibidem

U analizi menadžmenta duga važne su dvije vrste pokazatelja zaduženosti (financijske poluge):<sup>22</sup>

1. *Pokazatelji na temelju stavljanja u omjer računa bilance* radi utvrđivanja razmjera u kojem se imovina financirala pozajmljenim sredstvima.

2. *Pokazatelji na temelju računa dobiti i gubitka* radi utvrđivanja koliko su puta fiksne naknade pokrivene dobitkom.

Zaduženo poduzeće ne znači i loše vođeno poduzeće, jer ako su pokazatelji zaduženosti pod kontrolom i neprestano se prate kroz vrijeme, zaduženost može rezultirati porastom povrata na investirano.

**Tablica 1: Pokazatelji zaduženosti**

<b>NAZIV POKAZATELJA</b>	<b>BROJNIK</b>	<b>NAZIVNIK</b>
<b>Koeficijent zaduženosti</b>	Ukupne obveze	Ukupna imovina
<b>Koeficijent vlastitog financiranja</b>	Glavnica	Ukupna imovina
<b>Koeficijent financiranja</b>	Ukupne obveze	Glavnica
<b>Pokriće troškova kamata</b>	Dobit prije poreza i kamata	Kamate
<b>Faktor zaduženosti</b>	Ukupne obveze	Zadržana dobit + amortizacija
<b>Stupanj pokrića I.</b>	Glavnica	Dugotrajna imovina
<b>Stupanj pokrića II.</b>	Glavnica + dugoročne obveze	Dugotrajna imovina

Izvor: Žager, K., Žager, L., (1999): Analiza financijskih izvještaja, Masmedia, Zagreb, str. 177.

Pokazatelji zaduženosti pokazuju strukturu pasive i prikazuju koliko je imovine financirano iz vlastitog kapitala (glavnice) te koliko je imovine financirano iz tuđeg kapitala (obveza).<sup>23</sup>

Najčešći pokazatelji zaduženosti poduzeća su koeficijent zaduženosti, koeficijent vlastitog financiranja i koeficijent financiranja. Sva tri pokazatelja formirana su na temelju bilance i odražavaju statičku zaduženost.

<sup>22</sup> Ibidem, str 399.

<sup>23</sup> Žager, K., Žager, L. (1999) : Analiza financijskih izvještaja, Masmedia, Zagreb, str. 177.

**Koeficijent zaduženosti** pokazuje koliki se dio ukupne aktive financira iz tuđih izvora. To je svojevrsan rizik vraćanja sredstava kreditorima, kao i rizik ulaganja u poduzeće. On, dakle, daje informaciju o tome kontrolira li društvo svoje dugove, što je važno i za vjerovnike, ali i za dioničare zbog potencijalnog problema bankrota tvrtke (ako ne bude u stanju podmirivati preuzete obveze). Koeficijent zaduženosti računa se dijeljenjem ukupnih obveza (dugoročnih i kratkoročnih obveza) s ukupnom imovinom.<sup>24</sup>

Smatra se da bi taj pokazatelj trebao biti manji od 1, jer upućuje na veću vrijednost imovine od obveza. Ako je nula, to znači da je cjelokupna imovina financirana iz vlastitog kapitala i poduzeće nema obveza, a ako je od 1, onda je cijela imovina financirana iz tuđega kapitala. Što je zaduženost veća, to će ulaganje u takvo poduzeće biti rizičnije.<sup>25</sup> Idealna vrijednost ovoga pokazatelja utvrđena na temelju iskustva iznosi 0,5 odnosno 50%.

**Koeficijent vlastitog financiranja (koeficijent samofinanciranja)** pokazuje koliki se dio ukupne imovine financira iz vlastitog kapitala (glavnice). Koeficijent samofinanciranja predstavlja suprotnost koeficijentu zaduživanja i preporučuje se da se kreće oko 50% ili više. Viši stupanj samofinanciranja ukazuje na veće korištenje vlastitog kapitala i time lakše podmirivanje obveza.<sup>26</sup> S obzirom da se koeficijent samofinanciranja nadopunjuje s koeficijentom zaduženosti iste rezultate možemo dobiti ako od 100% odbijemo koeficijent zaduženosti za pojedinu godinu.

**Koeficijent financiranja** ukazuje nam koliko je opterećena glavnica ukupnim obvezama. Ovaj pokazatelj također nam ukazuje na osnovne odnose unutar financijske strukture (strukturu izvora imovine). Izvori imovine sastoje se od obveza i glavnice, te bi njihov odnos maksimalno trebao biti 1:1 odnosno poduzeća se ne bi smjela zaduživati iznad visine glavnice. Niska vrijednost ovog pokazatelja ukazuje na stabilnost za kreditore u slučaju da prihodi poduzeća rastu.

**Koeficijent pokrića troškova kamata** ukazuje nam da li je financijski rezultat poslovanja dostatan da se iz njega podmiri trošak financiranja zaduživanjem odnosno trošak kamate. On pokazuje je li operativna dobit koja se ostvaruje u poslovanju dostatna za pokriće kamata.

---

<sup>24</sup> Vidučić, L.J.(2012.): op.cit., str. 400.

<sup>25</sup> Buble, M. (2005): Strateški management, Sinergija, Zagreb, str. 288.

<sup>26</sup> Belak, V. (1995): Menadžersko računovodstvo, Zagreb, RRIF – plus, str. 78.



Operativna dobit je dobit prije kamata i poreza. Odnos pokrića kamata bi trebao biti veći od 1 da bi poduzeće bilo u mogućnosti iz ostvarenog poslovnog rezultata isplatiti kamatu kreditorima. Zbog toga odnos pokrića kamata od 1:1 predstavlja upozorenje kreditorima da ulaze u velik rizik nemogućnosti naplate svojih kamata u duljem roku. U pravilu dobar odnos pokrića kamata iznosi minimalno tri puta. Što je veća vrijednost koeficijenta, to je veća sigurnost vjerovnika.

**Faktor zaduženosti** pokazuje koliko je godina potrebno da se iz zadržane dobiti uvećane za amortizaciju podmire ukupne obveze. Faktor zaduženosti služi samo kao indikator zaduženosti jer se iz zadržane dobiti i amortizacije (obračunske kategorije) ne mogu podmiriti obveze. Kao norma se uzima da faktor zaduženosti ne bi smio biti veći od 3,5 godine. Manji faktor znači i manju zaduženost poduzeća.

**Stupanj pokrića I** nam govori koliko je dugotrajna imovina pokrivena glavnicom. Računa se na temelju bilance. Ako se ovaj pokazatelj smanjuje onda to označava povećanje zaduženosti poduzeća, a vrijedi li obratno tj. ako ovaj pokazatelj raste, to znači da se smanjuje udio dugoročne imovine koja je financirana iz tuđih izvora.

**Stupanj pokrića II** pokazuje nam koliki je dio dugotrajne imovine pokriven glavnicom uvećanom za dugoročne obveze, odnosno koliki dio dugoročne imovine se pokriva iz dugoročnih izvora.<sup>27</sup> Vrijednost ovog pokazatelja trebala bi iznositi minimalno 1, kako bi se ostvarila pretpostavka o financiranju dugoročne imovine iz dugoročnih izvora. Preporuka je da se dio kratkoročne imovine financira iz dugoročnih izvora radi održavanja likvidnosti tj. da postoji radno raspoloživi kapital.

Kako je već ranije navedeno, u ovom radu kao zavisna varijabla koristit će se koeficijent zaduženosti koji se izražava u postocima a dobije se tako da se ukupne obveze podijele s ukupnom imovinom (D/A). Koeficijent zaduženosti pokazuje kako poduzeće kontrolira svoje dugove te koliko se ukupne imovine financira dugom. Da bi se bolje razumjele obveze poduzeća, u idućem poglavlju će se detaljnije obraditi izvori financiranja poduzeća s naglaskom na tuđe izvore financiranja te na poteškoće s kojima se suočava SME sektor.

---

<sup>27</sup> Žager, K., Žager, L. (1999) : op.cit., str. 178.

### **3. SPECIFIČNOSTI SME SEKTORA U KONTEKSTU STRUKTURE KAPITALA**

#### **3.1. SME sektor u Republici Hrvatskoj**

SME sektor se smatra glavnim pokretačem razvoja modernog gospodarstva i temeljem poduzetničkih vještina i inovacija. Prepoznajući tu njihovu ulogu i značaj, pruža im se podrška kroz različite oblike kapitalnih potpora, razvojem ekonomskih politika, djelovanjem specijaliziranih agencija te projektima podrške u savjetovanju, informiranju i umrežavanju. Još 2008. godine Europska komisija je prihvatila Povelju za mala poduzeća te razvila načelo „prvo misli na malo“. Ovim strateškim dokumentom Europska komisija dala je središnju ulogu malim i srednjim poduzećima u Europskoj uniji i pozvala zemlje članice da maksimalno potiču razvoj malog poduzetništva.

Kriterij za razvrstavanje poduzeća u SME sektoru u RH definirani su Zakonom o računovodstvu<sup>28</sup> i Zakonom o poticaju razvoja malog gospodarstva<sup>29</sup> prema sljedeća tri kriterija:

- broj zaposlenog osoblja
- godišnji prihod
- ukupna aktiva

S obzirom na veličinu subjekta razlikujemo mikro, mala, srednja i velika poduzeća. Navedeni zakoni različito definiraju njihove kriterije kao što se vidi iz tablice 1.

---

<sup>28</sup> Narodne novine br. 78/15, 134/15

<sup>29</sup> Narodne novine br. 29/02, 63/07, 53/12, 56/13

**Tablica 2: Kriteriji za definiranje SME sektora u Hrvatskoj**

<b>Kriterij veličine</b>	<b>Tip poslovnog subjekta</b>	<b>Zakon o poticanju razvoja malog gospodarstva / EU</b>	<b>Zakon o računovodstvu</b>
<b>Broj zaposlenih</b>	Mikro	< 10	
	Malo	10-49	
	Srednje	50-249	
	Veliko	> 250	
<b>Godišnji prihod (mil €)</b>	Mikro	< 2	< 0,7
	Malo	< 10	< 8
	Srednje	< 50	< 40
	Veliko	> 50	> 40
<b>Ukupna imovina</b>	Mikro	< 2	< 0,35
	Malo	< 10	< 4
	Srednje	< 43	< 20
	Veliko	> 43	> 20

Izvor: Izrada autorice prema Zakonu o poticanju razvoja malog gospodarstva i Zakona o računovodstvu

SME sektor sudjeluje s preko 95% subjekata u ukupnom broju poduzeća u Republici Hrvatskoj (Tablica 3), a zapošljavaju preko 65% ukupno zaposlenih osoba (Tablica 4).

**Tablica 3: Struktura poduzeća s obzirom na veličinu u 2001., 2012. i 2013. godini**

	<b>2001.</b>		<b>2012.</b>		<b>2013.</b>	
	<b>Broj subjekata</b>	<b>%</b>	<b>Broj subjekata</b>	<b>%</b>	<b>Broj subjekata</b>	<b>%</b>
<b>SME sektor</b>	56 416		96 906		100 841	
<b>Mala poduzeća</b>	54 213	99	95 597	99,6	99 573	99,7
<b>Srednja poduzeća</b>	2 203		1 309		1 268	
<b>Velika poduzeća</b>	571	1	348	0,4	350	0,3
<b>Ukupno</b>	<b>56 987</b>	<b>100</b>	<b>97 254</b>	<b>100</b>	<b>101 191</b>	<b>100</b>

Izvor: Izvješće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj – 2014. dostupno na <http://www.cepor.hr/nova/wp-content/uploads/2015/03/SME-report-2014-HR-web.pdf> [23.11.2015]

U tablici 3 vidimo da je u 2013. godini zabilježen porast broja poslovnih subjekata u odnosu na 2012. godinu, ali je struktura gospodarstva s obzirom na veličinu poduzeća doživjela tek manje promjene. Porast broja poduzeća u 2013. godini zabilježen je u kategoriji malih poduzeća i u kategoriji velikih poduzeća, dok je u kategoriji srednjih poduzeća zabilježen pad.

**Tablica 4: Struktura zaposlenih s obzirom na veličinu poduzeća u 2001., 2012. i 2013. godini**

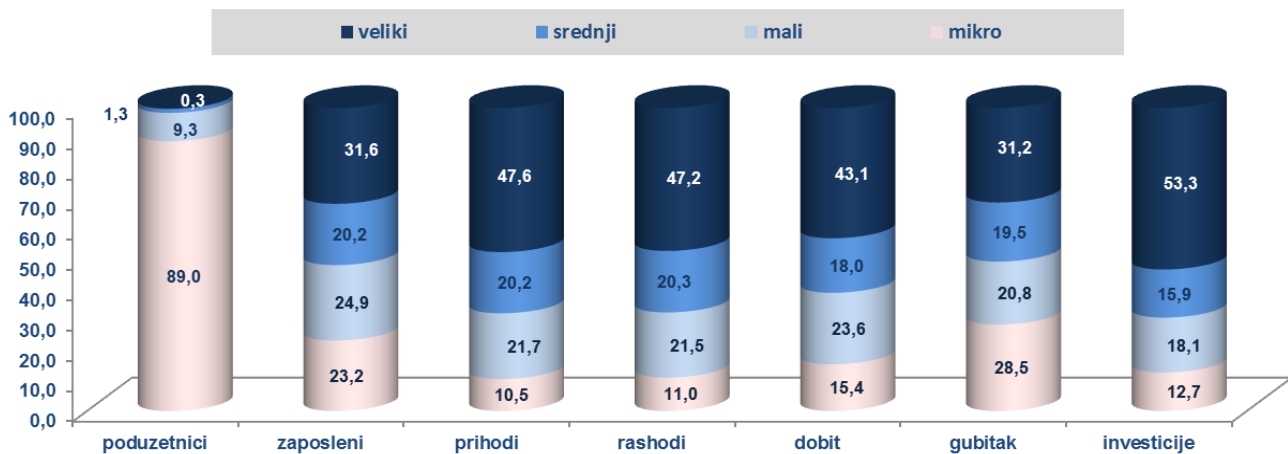
Tip poduzeća	2001.		2012.		2013.	
	Broj zaposlenih	%	Broj zaposlenih	%	Broj zaposlenih	%
<b>Malo</b>	247 340	34,0	406 834	49,0	414 507	49,9
<b>Srednje</b>	161 426	22,2	149 787	18,1	150 605	18,1
<b>Veliko</b>	318 467	43,8	273 253	32,9	265 816	32,0
<b>Ukupno</b>	<b>727 233</b>	<b>100,00</b>	<b>829 874</b>	<b>100,00</b>	<b>830 928</b>	<b>100,00</b>

Izvor: Izvješće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj – 2014. dostupno na <http://www.cepor.hr/nova/wp-content/uploads/2015/03/SME-report-2014-HR-web.pdf> [23.11.2015]

Prateći promjene u zaposlenosti u 2001., 2012. i 2013. godini u tablici 4 može se uočiti da je trend zaposlenosti u malim poduzećima u kontinuiranom porastu, u srednjim poduzećima u blagom porastu u odnosu na 2012. godinu, dok je u sektoru velikih poduzeća evidentan pad zaposlenosti.

Prethodno navedeni podaci o strukturi poduzeća (tablica 3) i strukturi zaposlenih ( tablica 4) se potvrđuju i u grafikonu 1. Iz grafikona se uočava da su najbrojnija mikro poduzeća, zatim na drugom mjestu slijede mala, potom srednja i na samom kraju s najmanjim brojem velika poduzeća. Iako su velika poduzeća po kriteriju brojnosti na kraju, zapošljavaju najveći broj ukupno zaposlenih, dok najmanji broj zaposlenih imaju srednja poduzeća. SME sektor je u 2013. godini ostvario više od 50% ukupnih prihoda, te su promatrano po tom kriteriju uspješniji od velikih.

**Slika 3: Izabrani pokazatelji poslovanja SME sektora u Hrvatskoj u 2013. godini**



Izvor: "Poslovanje poduzetnika RH po veličinama – kriteriji veličine EU", FINA, 2014 dostupno na [www.fina.hr/fgs.axd?id=15222](http://www.fina.hr/fgs.axd?id=15222) [25.02.2016]

### 3.2. Vrste i izvori financiranja

Financiranje je dinamičan proces u koji spada prikupljanje, ulaganje i vraćanje novca.

S obzirom na to odakle su pribavljena i koliko se dugo mogu koristiti, izvori financiranja mogu se podijeliti prema roku raspoloživosti, prema vlasništvu te prema porijeklu.

Prema vlasništvu izvori financiranja mogu biti:<sup>30</sup>

- Vlastiti izvori (dionički kapital, partnerski ulozi)
- Tuđi izvori (sve vrste kratkoročnih i dugoročnih obveza, dugovi)

Prema porijeklu izvori financiranja se dijele na:

- Unutarnje (interne) izvore
- Vanjske (eksterne) izvore

Prema roku raspoloživosti izvora, financiranje se dijeli na:

- Kratkoročno financiranje (do jedne godine)
- Dugoročno financiranje (više od jedne godine)

Prvi izvor financiranja SME sektora jest osnivački ulog. Upisani i uplaćeni temeljni kapital u novcu u „start-up“ fazi malog poduzeća predstavlja prvi raspoloživi novac na žiroračunu kojima poduzeće podmiruje svoje prve obveze. Troškove osnivanja poduzeća koji prethode

<sup>30</sup> [http://www.efos.unios.hr/kreditna-analiza/wp-content/uploads/sites/252/2013/04/3\\_pojam-i-vrste-financiranja.doc.pdf](http://www.efos.unios.hr/kreditna-analiza/wp-content/uploads/sites/252/2013/04/3_pojam-i-vrste-financiranja.doc.pdf)

početnoj fazi, nadoknađuju poduzetnici iz posebnih izvora. Kako je vlasnik malog poduzeća najčešće osnivač i poduzetnik, pored osnivačkoga kapitala potrebna mu je izvjesna količina novca za pokriće troškova osnivanja poduzeća. Stoga je najveći problem u stvaranju malih i srednjih poduzeća zasigurno posjedovanje ili osiguravanje kapitala u dovoljnoj količini koja je potrebna za samo pokretanje i stvaranje poduzeća. Ono je i najveći problem pri samom osnivanju poduzeća iz razloga što ukoliko poduzetnik nema sam dovoljnu količinu kapitala, mora se obratiti drugim izvorima financiranja.<sup>31</sup> Neki od unutarnjih načina financiranja su uplate vlasnika, amortizacija, akumulirana dobit, naplata glavnice dugoročnih plasmana. S druge strane, vanjski načini financiranja su krediti, izdavanje obveznica, faktoring, lizing i financijska sredstva odobrena na temelju raznih projekata, bilo raznih ministarstva u Hrvatskoj ili projekata EU-a. Prema Ceporu osnovni izvori financiranja malih i srednjih poduzeća su:

- Banke
- Kreditne unije
- Fondovi rizičnog kapitala
- Poslovni anđeli
- Vladini programi poticaja i subvencioniranih kreditnih linija

Najčešće, izvor sredstava je bankarski kredit koji poduzetnik podiže u određenoj banci pod određenim uvjetima i financijskom kamatom koju plaća za korištenje kredita.

### **Kreditno financiranje**

Bankarski kredit je jedan od najvažnijih izvora financiranja tuđim sredstvima u sektoru malog gospodarstva.

Kod kreditnog financiranja poduzetnik može izabrati između nekoliko vrsta i oblika kredita, a to su:

- Bankarski kredit
- Trgovački kredit
- Leasing
- Faktoring

---

<sup>31</sup> Pešić, M., (2011): *Financiranje malog i srednjeg poduzetništva u Republici Hrvatskoj*, Stručni rad, Ekonomski Vjesnik, str. 431.

**Bankarski kredit** je značajan izvor financiranja za SME sektor. U kreditiranju SME sektora banke mogu sudjelovati sa svojim posebnim kreditnim programima koji mogu nastati i u suradnji s državnim bankama, ministarstvima te jedinicama lokalne samouprave te kreditnim aktivnostima definiranim za opće namjene. Tržište bankarskih kredita i usluga u Hrvatskoj namijenjenih malim i srednjim poduzećima vrlo je razvijeno. Gotovo sve banke nude kredite malim i srednjim poduzećima u širokoj paleti proizvoda i usluga. Međutim, banke su opreznije kod odobravanja kredita SME sektoru jer ih smatraju rizičnom skupinom. Kao razlog povećane opreznosti i ne odobravanja kredita SME sektoru banke navode nedostatak kolaterala, nezadovoljstvo poslovnim rezultatom te nezadovoljstvo dostavljenih informacija.<sup>32</sup> Među ostalim razlozima bankovne nesklonosti odobravanja kredita SME sektoru su i visoki transakcijski troškovi, visoka razina rizičnosti. U odnosu na velika poduzeća za SME sektor značajnije je kratkoročno financiranje zbog veće potrebe za radnim kapitalom, ali i zbog većeg rizika povrata zbog čega banke daju kratkoročne kredite. Primarna je funkcija kratkoročnih kredita osiguranje dodatnih novčanih sredstava radi financiranja povremenih potreba poduzeća u kratkotrajnoj imovini. Glavnica duga ima rok dospeljeća koja se mora podmiriti na određeni datum, ali u slučaju ne podmirenja duga pojavljuje se vjerojatnost za bankrot.

**Trgovački kredit** predstavlja najveći izvor kratkoročnih sredstava za SME sektor. To su kratkoročni krediti koji predstavljaju odgođeno plaćanje dobavljaču, nastaje kada dobavljači odobravaju mogućnost naknadnog plaćanja unutar određenog razdoblja za određenu robu ili obavljenju uslugu. Trgovački kredit predstavlja oblik kratkoročnog kredita koji traje od trenutka primitka fakture do njene naplate. Oni mogu biti skuplji izvor financiranja od bankarskih kredita, ali zbog nemogućnosti dobivanja bankarskog kredita poduzeća koriste trgovački kredit.

**Leasing** je često najbolja alternativa bankovnim kreditima prema stručnim literaturama i praksama. Leasing je ugovor kojim se poduzetnicima omogućuje korištenje potrebnog sredstva na određeno vrijeme uz obvezu plaćanja periodične naknade. Pogodan je za tvrtke s malim prihodima.

Prednosti leasinga u odnosu na bankarski kredit su:<sup>33</sup>

---

<sup>32</sup> Vidučić, L.J. (2012): op. cit., str. 481.

<sup>33</sup> Vidučić, L.J. (2012): op. cit., str. 482.

- ne veže kapital, pa unapređuje likvidnost i ne traži dodatni kolateral,
- leasing financira ukupnu investiciju
- opcija „prodaja i povratni zakup“ oslobađa kapital koji je uložen u investiciju,
- usklađenost vijeka trajanja dobra i rok leasinga.

**Factoring** je poseban oblik kratkoročnog financiranja poduzeća koja predstavlja prodaju nedospjelih potraživanja „faktoru“ (banka, specijalizirana podružnica, klasična institucija) koja u pravilu imaju rok dospjeća do 120 dana. Factoring je oblik financiranja koji će osloboditi kapital i omogućiti rast poduzeća i napredovanje u poslovanju. Kroz factoring se nenaplaćena potraživanja prodaju i za njih se dobiva novac koji se može koristiti odmah i tako poboljšati poslovanje. Ovo je skuplji izvor financiranja jer u odnosu na bankarske kredite, kamatna stopa za prijevremeno financiranje poduzeća je u prosjeku 2 do 3 % viša. Uz kamatnu stopu, provizije za dodatne usluge kao što su kreditno osiguranje i upravljanje potraživanjima kreću se u rasponu od 0,5 do 2% vrijednosti otkupljenih potraživanja u zavisnosti od sadržaja usluge.

**Mikrokreditiranje** kao jedan od oblika mikrofinanciranja karakteriziraju: mali novčani iznosi, nepostojanje kolaterala te niska kamatna stopa. Mikrofinanciranje obuhvaća kreditiranje i pruža financijsku podršku mikro poduzećima koji tek započinju svoje poslovanje odnosno posluju do dvije godine, a za koje je ograničen pristup sredstvima financiranja. Najviši iznos mikrokredita u kunsnoj protuvrijednosti 25.000,00 EUR. Cijeli iznos kredita može se koristiti za ulaganja u osnovna i/ili obrtna sredstva. Kreditiranje se provodi putem poslovnih banaka koje su ugovorile suradnju s HBOR-om na provedbi ovog programa. Glavni nositelji usluga mikrofinanciranja su kreditne unije koje djeluju u više od 100 zemalja svijeta, gdje pružaju različite financijske usluge, prije svega kreditne i depozitne. Do sada je jedanaest poslovnih banaka ugovorilo suradnju na provedbi ovog programa (BKS d.d., Croatia banka d.d., Erste & Steiermärkische Bank d.d., HPB d.d., IMEX banka d.d., OTP d.d., Partner banka d.d., Podravska banka d.d., RBA d.d., Sberbank d.d. i Slatinska banka d.d.).<sup>34</sup>

---

<sup>34</sup> <http://www.poslovni.hr/hrvatska/novi-program-kreditiranje-mikropoduzetnika-289275> [25.02.2016.]



## **Kreditne unije**

U Hrvatskoj su kreditne unije zamijenile štedno-kreditne zadruge. Prema Godišnjem izvješću Hrvatske narodne banke, u 2015. godini djelovalo je 25 kreditnih unija, u 2014. i 2013. godini djelovalo je 26 kreditnih unija, jednako kao i u 2012. godini, dok su u 2011. godini djelovale 22 kreditne unije. Prosječan iznos odobrenog kredita kreditnih unija u Hrvatskoj u 2012. godini je 29.774 kn, a u 2013. godini 33.898 kn<sup>35</sup>, što ukazuje na značajnu ulogu kreditnih unija u financiranju razvoja mikro poduzeća. Kreditne unije sudjeluju u poboljšanju poslovne klime u Hrvatskoj, otvaranju novih radnih mjesta te poticanju regionalnog razvoja u Republici Hrvatskoj.

## **Fondovi rizičnog kapitala**

Rizični kapital je vrsta ulaganja financijskih ulagatelja u temeljni kapital poduzeća koja imaju potencijal ostvariti visoke stope rasta u razdoblju od 3 do 7 godina, nakon čega planiraju izlaz emisijom na burzi i prodajom dionica vlasniku ili investitoru. Ulaganje vlasničkog kapitala znači da fond postaje suvlasnikom poduzeća u koje ulaže, te time fond od dana ulaska u vlasničku strukturu dijeli poslovnu sudbinu tog društva. Iz tog razloga fond aktivno sudjeluje u poslovanju poduzeća te doprinosi rastu i razvoju poslovanja. Ovi fondovi su nedovoljni u usporedbi s potrebama malog gospodarstva. Prema CEPOR-u cilj osnivanja je utjecati na pozitivnu ulagačku klimu, dijeliti rizik s “privatnim” sektorom koji se pokazao uspješnim u stvaranju nove vrijednosti, razviti industriju fondova rizičnog kapitala kao pokretača novih industrija te potaknuti razvoj poduzetništva te preuzimanje rizika uz stručno vodstvo i nadzor. Ova vrsta fondova međunarodno je poznata pod pojmom private equity fondovi. Postoje 4 fonda: Capital Croatia Partnership Ltd, SEAF, Horizonte Venture Management i Copernicus Adriatic. Fondovi rizičnog ulaganja važan je izvor kapitala za novoosnovana poduzeća, ali i ona poduzeća koja imaju poteškoća s financiranjem novih razvojnih projekata. Iako po hrvatskom zakonu između Private Equity i Venture Kapital fondova ne postoji razlika, potrebno je posebno istaknuti da je Private Equity fond širi pojam, a Venture Kapital fond už. Venture Capital se u pravilu odnosi na financiranje poduzeća u ranoj fazi razvoja i fazi ekspanzije, a Private Equity kao širi pojam obuhvaća Venture Kapital ulaganje i dodatno preuzimanja.<sup>36</sup>

---

<sup>35</sup> Hrvatska udruga kreditnih unija, 2014 (2013.)

<sup>36</sup> <http://www.cvca.hr/zasto-pe-i-venture-capital/rjecnik-termina/> [25.02.2016.]

## Poslovni anđeli

Poslovni anđeli su privatne osobe koje su spremne uložiti kapital i unijeti svoje poduzetničko znanje u nova, brzorastuća, mala poduzeća, odnosno osobe sklone riziku koje vrlo često neformalnim putevima dolaze do poduzeća koja traže kapital. CRANE (CROatian Angel NEtwork)<sup>37</sup> - Hrvatska udruga poslovnih anđela neprofitna je udruga koja od rujna 2008. godine spaja poduzetnike koji trebaju kapital za svoje poslovne pothvate (u pravilu početničke) i poslovne anđele - uspješne poduzetnike i lidere korporacija koji stečeni novac žele oploditi ulaganjem u projekte u njihovoj početnoj fazi. Kao glavnu prepreku u širenju aktivnosti poslovnih anđela u Hrvatskoj udruga CRANE navodi nedovoljno razvijeno tržište kapitalnih fondova koji bi investirali u projekte u fazi izlaska uspješnih *start-up* projekata na inozemno tržište, nedostatak kvalitetnih projekata na tržištu, te slabu razinu educiranosti poduzetnika. U tablici 5. vidimo da CRANE od 2008. do 2011. godine bilježi mali broj projekata, dok za 2012. godinu ne postoje podaci. U 2013. godini CRANE bilježi jedno ulaganje, u ukupnom iznosu od 200.000,00 kn, što ukazuje na slabu razvijenost ovog oblika financiranja poslovnog pothvata u Hrvatskoj.

**Tablica 5: CRANE Hrvatska udruga poslovnih anđela - investicije 2008-2013 god**

	<b>Broj projekata/investicija</b>	<b>Iznos (KN)</b>	<b>Prosječni iznos investicije (KN)</b>
<b>2008.</b>	1	1 800 000	1 800 000
<b>2009.</b>	3	1 029 000	343 000
<b>2010.</b>	2	1 131 500	565 750
<b>2011.</b>	5	2 634 100	526 820
<b>2012.</b>	2	Podaci nisu dostupni	
<b>2013.</b>	1	200 000	200 000
<b>Ukupno</b>	14	6 794 600	566 217

Izvor: Izvješće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj – 2014. dostupno na <http://www.cepor.hr/nova/wp-content/uploads/2015/03/SME-report-2014-HR-web.pdf> [23.11.2015]

<sup>37</sup> [www.crane.hr](http://www.crane.hr)

## **Vladini programi poticaja i subvencioniranih kreditnih linija**

Vlada Republike Hrvatske kroz poticanje investicija, bespovratna sredstva (potpore programa Poduzetnički impuls) i kreditne programe implementira mjere čiji je cilj poticanje razvoja sektora malih i srednjih poduzeća.

**Ministarstvo poduzetništva i obrta – MINPO** nadležno je za kreiranje politika usmjerenih na razvoj malih i srednjih poduzeća i stvaranje povoljnog okruženja za poduzetništvo. Najbitnija uloga je poticanje osnivanja, razvoja i povećanja konkurentnosti obrtništva, zadrugarstva i malih i srednjih poduzeća. Kako bi ostvarili svoje ciljeve MINPO je pokrenulo program poticanja poduzetništva i obrta pod nazivom „Poduzetnički impuls“ 2015, gdje se kombiniraju ciljane mjere i instrumente poticanja razvoja sektora malog i srednjeg poduzetništva usmjerenih na ostvarenje strateških ciljeva iz Programa Vlade Republike Hrvatske za razdoblje 2011. do 2015. godine te prioriternih ciljeva iz Strategije razvoja poduzetništva 2013. do 2020. godine.<sup>38</sup>

**Hrvatska banka za obnovu i razvitak - HBOR** financira razvoj malih i srednjih poduzeća kroz subvencionirane kreditne linije. Programi kreditiranja provode se izravno i/ili putem poslovnih banaka, a uvjeti kreditiranja ovise o namjeni, vrsti i području ulaganja. Ciljevi koje HBOR želi ostvariti kroz kreditne programe su razvoj poduzetničkih pothvata, jačanje konkurentnosti obrta, malih i srednjih poduzeća, ravnomjeren regionalni razvoj, otvaranje novih radnih mjesta, te podrška poduzećima prilikom izlaska na nova inozemna tržišta. Za mala i srednja poduzeća HBOR preuzima rizik do 40% iznosa ukupnog kredita uz jamstvo HAMAG BICRO-a, a poslovna banka preuzima rizik do 60% iznosa ukupnog kredita.<sup>39</sup>

**Hrvatsko kreditno osiguranje - HKO** specijalizirano je za osiguranje kratkoročnih potraživanja nastalih temeljem prodaje roba i usluga među poslovnim subjektima. HKO osigurava potraživanja svih poslovnih subjekata (bez obzira na njihovu gospodarsku djelatnost i veličinu) koji prodaju robu i usluge uz odgodu plaćanja. Cilj osiguranja potraživanja je zaštititi likvidnost i imovinu, odnosno osigurati naplatu poslova, omogućiti

---

<sup>38</sup> <http://www.cepor.hr/nova/wp-content/uploads/2015/03/SME-report-2014-HR-web.pdf> [20.04.2016.]

<sup>39</sup> Ibidem

sigurniji ulazak u poslovne odnose s novim kupcima, te smanjiti troškove nastale zbog dodatnih mjera naplate potraživanja.<sup>40</sup>

**Hrvatska agencija za malo gospodarstvo, inovacije i investicije - HAMAG-BICRO** nastala je 2014. godine spajanjem Hrvatske agencije za malo gospodarstvo i investicije (HAMAG INVEST) i Poslovno-inovacijske agencije Republike Hrvatske (BICRO) s ciljem strateškog kreiranja jedinstvenog sustava koji će poduzetnicima pružiti podršku kroz sve razvojne faze njihovog poslovanja. Djelovanje Agencije obuhvaća poticanje osnivanja, razvoja i ulaganja u mala poduzeća, financiranje poslovanja i razvoja SME sektora kreditiranjem i davanjem jamstva za odobrene kredite, te davanjem potpora za istraživanje, razvoj i primjenu suvremenih tehnologija.<sup>41</sup>

### **Programi Europske Unije**

Pristupom Hrvatske Europskoj Uniji (EU) otvorile su se nove mogućnosti financiranja SME sektora. EU svojim programima potiče osnivanje i razvoj poduzeća s posebnim naglaskom na SME sektor. EU fondovi su dio kohezijske politike koji se u Hrvatskoj ostvaruju preko Ministarstva regionalnog razvoja i fondova EU. Kohezijska politika usmjerena je na poticanje otvaranja radnih mjesta, poslovne konkurentnosti, gospodarskog rasta, održivog razvoja te poboljšanja kvalitete života građana svih regija i gradova EU. Bolja konkurentnost malih i srednjih poduzeća jedan je od 11 tematskih ciljeva kohezijske politike za razdoblje od 2014. do 2020. I dodatna će ulaganja u mala i srednja poduzeća biti obuhvaćena ostalim tematskim ciljevima, posebice istraživanjem i inovacijama, gospodarstvom s niskim udjelom ugljika te informacijskim i komunikacijskim tehnologijama. 57 milijardi EUR ili približno 20 % financiranja iz Europskog fonda za regionalni razvoj (ERDF-a) bit će namijenjeno samo malim i srednjim poduzećima. Očekuje se i da će povećano korištenje financijskih instrumenata koji mobiliziraju dodatne fondove EU-a te nacionalne i regionalne fondove tijekom razdoblja financiranja od 2014. do 2020. koristiti malim i srednjim poduzećima.<sup>42</sup>

### **Tržište kapitala**

Poduzeća se mogu financirati i na tržištu kapitala emisijom dionica. Međutim, poduzeća nailaze na mnoge prepreke jer kotacija na tržištu vrijednosnica nije efikasna za manje iznose.

---

<sup>40</sup> Ibidem

<sup>41</sup> Ibidem

<sup>42</sup> [http://ec.europa.eu/regional\\_policy/hr/policy/themes/sme-competitiveness/](http://ec.europa.eu/regional_policy/hr/policy/themes/sme-competitiveness/) [25.02.2016]

Usto, inicijalne ponude dionica (IPO-i) rijetke su na burzama zemalja u tranziciji, čak i u sektoru velikih poduzeća. U razvijenim zemljama postoje posebne kotacije na burzama za mala i srednja poduzeća (male burze) ili se pak dionicama trguje na paneuropskom OTC tržištu. Na burzi se mogu prikupiti sredstva institucionalnih investitora, kao što su mirovinski fondovi i osiguravatelji koji se bave osiguranjem života. Međutim, ovi investitori nevoljko ulažu u SME zbog nepovoljnog odnosa rizika i povrata. Naime, kod manjih ulaganja veći su troškovi po jedinici ulaganja, jer su za manja ulaganja veći troškovi nadzora i transakcijski troškovi. Pored toga, u nekim zemljama ne postoji niti zakonska mogućnost ulaganja u SME dionice, kao što je npr. slučaj i kod nas gdje, primjerice, mirovinski fondovi moraju ulagati samo u prvoklasne domaće i strane dionice iz prvih burzovnih kotacija. Drugi potencijalni institucionalni investitor u dionice SME su kompanije osiguranja života.<sup>43</sup>

Sažetak privatnih vanjskih izvora vlastitog kapitala dan je u tablici 6.

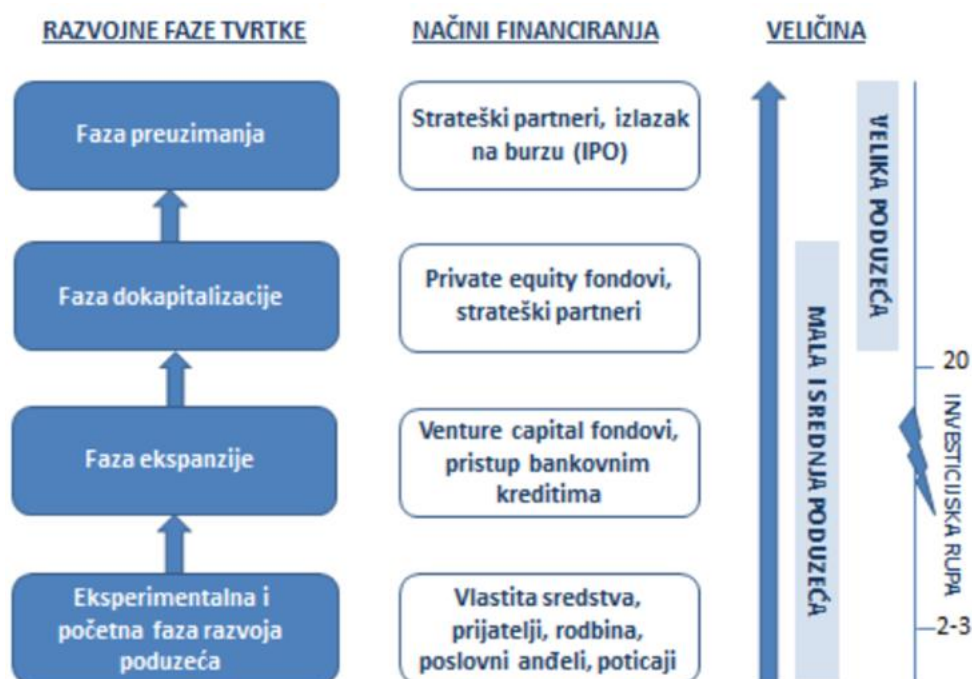
**Tablica 6: Privatni vanjski izvori vlastitog kapitala**

<b>Izvor financiranja</b>	<b>Vrsta financiranja</b>	<b>Namjena</b>
<b>Banke</b>	- kratkoročni krediti (do 12mj.) (10.000-150.000 kn)	Više mogućih namjena
	- dugoročni krediti (do 15god.) (5milijuna kuna)	
<b>Kreditne unije</b>	-mikrofinanciranje	Mikro poduzeća, samozaposleni, start-up poduzeća
<b>Fondovi rizičnog kapitala</b>	-dugoročno financiranje po povoljnijim uvjetima nakon dozvole države - ulazak u vlasničku strukturu poduzeća	Za projekte visokog rizika, a koji su od strateškog i gospodarskog značenja za državu
<b>Poslovni anđeli</b>	-ulaganje vlastitih sredstava u zamjenu za udio u vlasništvu -često temeljem natječaja – financira se najbolji projekt	Sveopća – financiranje cjelokupnog planiranja, provedbe, razvoja i rasta poduzeća (projekta)

Izvor:<http://brandmanager.com.hr/gdje-pronaci-sredstva-za-financiranje-projekata-pocnite-od-ovog-clanka/>[6.10.2015]

<sup>43</sup> Vidučić, L.J. (2012.): op.cit., str. 471.

Sumirajući sve prethodno navedeno moguće je identificirati glavne načine financiranja poduzeća s obzirom na njegove razvojne faze, kako prikazuje slika 4.



**Slika 4: Razvoj poduzeća i načini financiranja**

Izvor: HUB Analize broj 52, dostupno na [http://www.hub.hr/sites/default/files/hub\\_analize\\_52\\_-\\_financiranje\\_msp\\_0.pdf](http://www.hub.hr/sites/default/files/hub_analize_52_-_financiranje_msp_0.pdf)

U eksperimentalnoj i početnoj fazi razvoja poduzeća vlastita sredstva najčešće nisu dovoljna za takav razvoj. Rijetkost je da se dobit ostvaruje po dovoljno visokoj stopi koja u svakom trenutku osigurava sredstva dostatna za planirana ulaganja u fazi rasta. Dakle, kada poduzeće uđe u fazu ekspanzije pristup bankovnim kreditima možda neće biti dovoljan. Niti prije korišteni izvori – vlastito financiranje, financiranje od povezanih osoba ili poslovnih anđela te državni poticaji, možda neće više biti dovoljni. Potencijalni vanjski kapitalni partneri postaju venture capital fondovi. Problem je što takvih fondova u Hrvatskoj nema dovoljno.

Od kad je uslijedila privatizacija banaka, krediti banaka sve su više postali dostupniji SME sektoru. Za male su poduzetnike kreirani specijalni programi, a i išlo se i na smanjenje kamatnih stopa. Tako bi ova aktivnost u pravilu trebala bit veća, posebno u sektoru poduzeća i banaka, ali ipak treba raditi i vremena posvetiti na rastu transparentnosti kako bi se to ostvarilo. Činjenica jeste da su banke oprezne i više nego bi trebale bit kad je u pitanje kreditiranje SME sektora. Čak su po tom pitanju i previše orijentirane na profite koji imaju što manji rizik. Ako sve to zbrojimo i još k tome nadodamo da je monopolska situacija na tržištu

banaka, i da se radi o bankama koje su u stranom vlasništvu, a koje preferiraju kreditirati stanovništvo i velika poduzeća, vrlo lako je zaključiti da je otežan rast i razvoj malih poduzeća. Međutim, kako bi se smanjile poteškoće malih i srednjih poduzeća za korištenje vanjskih sredstava, tu vlada im pokušava olakšati na način da im nudi određene potpore, garancije i ulaganja u kapital.

### **3.3. Problem pristupa izvorima financiranja**

Zbog svojih specifičnosti SME sektor se susreće s problemom pristupa prethodno navedenim izvorima financiranja. U prethodnom poglavlju već su se spominjali neki od problema s kojima se susreću mala poduzeća, te će se sada detaljnije obraditi.

Osnivanje novih poduzeća je jedan od bitnih faktora gospodarskog razvoja neke zemlje te je zbog toga najvažnija zadaća vlade stvaranje povoljne poduzetničke klime kako bi se razvijalo gospodarstvo. Međutim, postoje određene barijere, odnosno javlja se problem pronalaska adekvatnih izvora financiranja i nedovoljna ponuda mikro kredita.

SME sektor je vrlo značajan za svako gospodarstvo zbog utjecaja na fleksibilnost i inovativnost gospodarstva, rast zaposlenosti i izvoza te na konkurentnost i stabilnost gospodarstva. Aktualna financijska kriza je uzdrmala financijsko tržište pa je samim time teže doći do potrebnih financijskih sredstava na tržištu. To je posebno vidljivo kod banaka jer žele smanjiti svoje gubitke nastale kreditnim zastojem (djelomično ili potpuno izostajanje naplate potraživanja) i rizik te zbog toga teže odobravaju nove kredite gospodarstvu.

Financiranje SME u zemljama u razvoju je otežano i suočavaju se s većim poteškoćama od velikih poduzeća. Unatoč postignutoj određenoj razini diverzifikacije u izvorima financiranja i dalje postoje problemi financiranja iz određenih izvora. To su posebno odnosi na dugoročne bankarske kredite, te relativno mali udio vlastitih izvora u financiranju investicija.

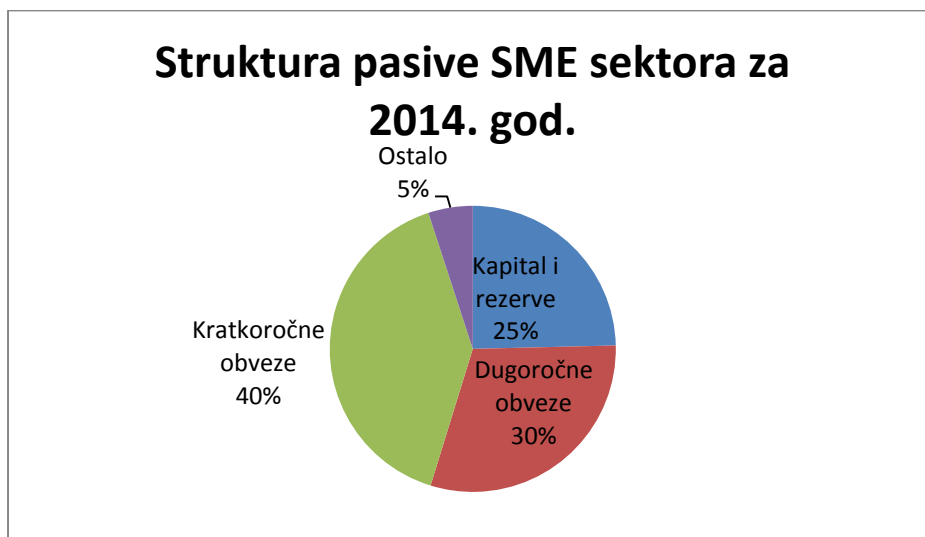
Banke sve intenzivnije sudjeluju u kreditiranju SME sektora ali uz velike kamatne troškove i ostale troškove financiranja što ne pogoduje malim poduzećima. Iako na financijskom tržištu dominiraju bankarski krediti za financiranje SME sektora te su najvažniji vanjski izvor financiranja, postoje mnogi problemi za poduzeća. Banke ih smatraju rizičnijom skupinom

zbog niže razine kapitala, nepostojanja povijesti poslovanja, manjih alternativnih mogućnosti financiranja, manje transparentnosti, poslovanja te zbog toga traže veće razine kolaterala, teže im odobravaju potrebna sredstva i naplaćuju više kamatne stope. Također se javlja problem banaka u stranom vlasništvu koje su manje sklone razvijanju dugoročnog odnosa sa SME sektorom a više preferiraju standardizirane procedure financiranja.

Osim banaka poduzeća se mogu financirati i na tržištu kapitala emisijom dionica, ali s obzirom da je financijski sustav u Hrvatskoj bankovno orijentiran menadžeri i vlasnici poduzeća teže odlučuju na emisiju dionica jer tržište kapitala nije dovoljno razvijeno u Hrvatskoj. Nerazvijenost financijskih tržišta u Hrvatskoj također pridonosi manjem izboru između alternativnih izvora financiranja.

Na grafikonu 1 vidimo da SME sektor najviše oslanjanja na kratkoročne obveze (najviše na trgovačke kredite dobavljača). Njihova je mreža najviše zavisna o tuđim sredstvima i utoliko najnestabilnija. Prema HUB analizi srednja poduzeća imaju nešto manje obveze jer se mogu više financirati vlastitima sredstvima.

**Grafikon 1: Struktura pasive SME sektora za 2014. godinu**



Izvor: Izrada autora prema podacima HUB analize, dostupno na <http://www.hub.hr/hr/hub-analize-broj-52-prvi-znaci-oporavka-malih-i-srednjih-poduze%C4%87-kako-oja%C4%8Dati-ulogu-rizi%C4%8Dnog> [25.11.2015]

Važniji izvor financiranja za poduzetnike početnike i za mala poduzeća su vlastiti izvori i to sredstva vlasnika i zadržana dobit ostvarena poslovanjem, te vlasnički/riziko kapital neformalnih investitora (obitelj, poslovni anđeli) jer je nemoguće osnovati poduzeće i



pokrenuti poslovni proces bez vlastitih sredstava. Zbog neodgovarajućeg financiranja mnoga se mala i srednja poduzeća sporo razvijaju.

Prema CEPOR-u<sup>44</sup> mala i srednja poduzeća više koriste tradicionalne izvore financiranja (bankarske kredite), dok manje koriste netradicionalne izvore financiranja (fondovi rizičnog kapitala i poslovni anđeli) zbog ograničenosti ponude takvih izvora na hrvatskom financijskom tržištu, ali i zbog nedovoljnog poznavanja takvih financijskih proizvoda.

### **3.4. Dosadašnja istraživanja strukture kapitala SME sektora**

U drugom poglavlju (poglavlje 2.2.) objašnjena su istraživanja determinanti strukture kapitala svih poduzeća neovisno o njihovoj veličini, a istraživanja determinanti strukture kapitala SME sektora prikazat će se u ovom poglavlju. Različita istraživanja najčešće su ispitala koje od dvije osnovne teorije strukture kapitala, koju čine teorija izbora i teorija redoslijeda pakiranja, bolje objašnjavaju strukturu kapitala i njene determinante.

Daskalakis, Thanou (2010.) povelu su istraživanje o odluci strukture kapitala prema veličini poduzeća (mikro, mala i srednja). Ispitali su hipoteze o različitom utjecaju determinanti ovisno o veličini SME sektora. Panel analizu su proveli na SME sektoru Grčke u periodu od 2003. do 2007. godine. Potvrdili su negativan utjecaj profitabilnosti i materijalne imovine na dug, te pozitivan utjecaj veličine poduzeća i rasta poduzeća na dug. Također, utvrdili su da veličina poduzeća unutar SME sektora nema značajan i različit utjecaj u odnosu na ukupni rezultat svih poduzeća SME sektora.

Phylaktis et al. (2010.) su proveli istraživanje o strukturi kapitala malih poduzeća u zemljama u razvoju diljem svijeta. U svom radu analiziraju više od 10 000 poduzeća iz 24 zemlje u razvoju od čega su oko 48% mala poduzeća i 41% su srednje poduzeća, a ostalih 11% su velika poduzeća. Njihov rezultat pokazuje da je zaduženost manja za mala poduzeća unatoč njihovoj visokoj materijalnoj imovini i profitabilnosti što se pripisuje gospodarskom okruženju zemlje. Drugo, veličina je važan čimbenik u razini zaduženosti jer se veće poduzeće smatra zrelijim, kako poduzeća postaju veća povećava se i zaduženost u njihovoj

---

<sup>44</sup> Centar za politiku razvoja malih i srednjih poduzeća

strukturi kapitala. Konačno, rezultati pokazuju da su mala poduzeća osjetljivija na promjene u gospodarskom okruženju u zemlji.

Degryse, Goeij i Kappert (2012.) proučavaju utjecaj obilježja poduzeća i industrije na strukturu kapitala malih poduzeća u razdoblju od 2003. do 2005. godine. Tvrdi da se poduzeća ponašaju u skladu s teorijom hijerarhije jer poduzeća više koriste interna sredstva (zadržanu dobit) umjesto duga tj. eksternih sredstava. Međutim, ako poduzeće raste, povećavaju svoj dug jer im je potrebno više novčanih sredstava. Nakon internih sredstava, poduzeća se financiraju dugoročnim dugom jer je kratkoročni dug skuplji i može se lako amortizirati. U svom istraživanju su potvrdili negativan utjecaj profitabilnosti, te pozitivan utjecaj materijalne imovine, rasta poduzeća i veličine poduzeća u skladu s teorijom hijerarhije.

Mateev, Poutziouris i Ivanov (2013.) su proveli panel analizu utjecaja determinanti strukture kapitala SME sektora središnje i istočne Europe za 3175 poduzeća u periodu 2001-2005.

Prema teoriji redosljeda pakiranja poduzeća s više internih sredstava manje koriste eksterna sredstva. U tom radu se potvrđuje teorija redosljeda pakiranja jer postoji statistički značajna i negativna veza između profitabilnosti i financijske poluge. Također potvrđuju da se između ostalih determinanti strukture kapitala novčani tijekom pokazao kao snažna determinanta financijske poluge. Oni tvrde da determinante strukture kapitala mogu biti znatno drugačije zavisno o veličini i starosti poduzeća. Također sugeriraju da veća poduzeća u odnosu na manja imaju više internih sredstava te zbog toga manje koriste eksterna sredstva. Kada su model procijenili prema starosti poduzeća starija poduzeća se ponašaju slično kao i velika poduzeća.

Prema dosadašnjim istraživanjima, determinanti strukture kapitala svih poduzeća u pojedinim zemljama ili ekonomijama i istraživanjima determinanti strukture kapitala SME sektora u pojedinim zemljama ili ekonomijama, može se zaključiti da se većina istraživanja provodi na stabilnijim tržišnim ekonomijama. Smjer i učinak pojedinog čimbenika nije predvidljiv već ovisi o financijskom sustavu, institucionalnom okruženju te obilježjima poduzeća te se upravo zbog toga rezultati u istraživanjima provedenim na uzorku poduzeća iz različitih zemalja i ekonomija razlikuju. Istraživanja provedena za hrvatska poduzeća, posebno SME sektor, još uvijek su rijetka.

## 4. EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE PODUZEĆU SPECIFIČNIH OBILJEŽJA KAO DETERMINANTI STRUKTURE KAPITALA

### 4.1. Definiranje uzorka i varijabli

Za ostvarivanje postavljenih ciljeva rada korišteni su sekundarni podaci. Podaci su prikupljeni iz financijskih izvješća preuzetih iz FINA-inog javnog registra financijskih izvještaja Registra godišnjih financijskih izvještaja RFGI. Istraživanje se provodi na uzorku SME sektora Splitsko-dalmatinske županije (50 mikro, 50 malih i 50 srednjih) poduzeća. Poduzeća su nasumce odabrana, ali pod uvjetom da u razdoblju od 2008. do 2013. imaju poznate vrijednosti za stavke bilance, računa dobiti i gubitka i bilješke uz financijska izvješća. Dužina razdoblja istraživanja bila je ograničena dostupnim podacima s RGFI javne objave. Prezeti su godišnji izvještaji za 2008., 2009., 2010. i 2011., 2012., 2013. godinu s RGFI javne objave. Ukupan broj poduzeća u istraživanju je 150.

**Tablica 7: Uzorak prema klasifikaciji pravnog oblika**

	<b>Mikro</b>	<b>%</b>	<b>Mala</b>	<b>%</b>	<b>Srednja</b>	<b>%</b>
<b>d.d</b>	1	2%	12	24%	23	46%
<b>d.o.o.</b>	46	92%	38	76%	27	54%
<b>j.d.o.o.</b>	1	2%		0%		0%
<b>j.t.d.</b>	2	4%		0%		0%
<b>Ukupno</b>	50	100%	50	100%	50	100%

Izvor: Izrada autora

Prema podacima iz tablice 7 vidljivo je da poduzeća iz uzorka su najčešće osnovana kao društvo s ograničenom odgovornošću (d.o.o.) i to mikro poduzeća 92%, mala poduzeća 76% i srednja poduzeća 54%. Društvo s ograničenom odgovornošću je društvo kapitala koje se najčešće bira prilikom organiziranja malih i srednjih poduzeća. Ono predstavlja prijelazni oblik između udruženja i dioničkog društva. Prednost ovog oblika organiziranja je znatno manja razina formalnosti procedura i unutrašnje organizacije u funkcioniranju društva u odnosu na dioničarsko društvo.<sup>45</sup> Udjelima d.o.o. se ne trguje na burzi.

<sup>45</sup> [https://hr.wikipedia.org/wiki/Dru%C5%A1tvo\\_s\\_ograni%C4%8Denom\\_odgovorno%C5%A1%C4%87u](https://hr.wikipedia.org/wiki/Dru%C5%A1tvo_s_ograni%C4%8Denom_odgovorno%C5%A1%C4%87u) [16.02.2016]

Na temelju teorijskih spoznaja i rezultata relevantnih studija o strukturi kapitala SME sektora iz bilanci i računa dobiti i gubitka, za izračunavanje pokazatelja, uzete su sljedeće stavke: materijalna imovina, kratkotrajna imovina, ukupna imovina, dobit ili gubitak poslovne godine, dugoročne obveze, kratkoročne obveze.

Poduzeću specifična obilježja kao determinante strukture kapitala detaljnije su obrađene i obrazložene u poglavlju 2.3. pa će se u ovom dijelu prikazati izračun varijabli i očekivani učinak pojedinih obilježja poduzeća na strukturu kapitala prema glavnim teorijama.

**Tablica 8: Obilježja poduzeća, izračun varijabli i očekivani utjecaj na strukturu kapitala.**

<b>OBILJEŽJE PODUZEĆA (varijabla)</b>	<b>IZRAČUN VARIJABLE</b>	<b>TEORIJA IZBORA</b>	<b>TEORIJA HIJERARHIJE</b>
<b>KOEFICIJENT ZADUŽENOSTI (D/A)</b>	Ukupne obveze/ukupna imovina		
<b>PROFITABILNOST (PROF)</b>	Neto dobit / ukupna imovina	+	-
<b>UDIO MATERIJALNE IMOVINE (MAT)</b>	Materijalna imovina / ukupna imovina	+	-
<b>VELIČINA PODUZEĆA (VELPO)</b>	$\ln$ (ukupna imovina)	+	-
<b>RAST PODUZEĆA (RAST)</b>	$(\text{ukupna imovina}_t / \text{ukupna imovina}_{t-1}) - 1$	-	+
<b>LIKVIDNOST (LIKV)</b>	Kratkotrajna imovina / kratkoročne obveze	+/-	+/-

Izvor: Izrada autorice

Zavisna varijabla ovog istraživanja je koeficijent zaduženosti (D/A). U različitim istraživanjima se koristi nekoliko varijabli za mjerenje strukture kapitala, ali najčešće se mjeri pokazateljem zaduženosti kao omjer ukupnog duga i ukupne imovine (što ujedno predstavlja i koeficijent zaduženosti D/A).

U različitim istraživanjima razni autori koriste različiti omjer za profitabilnost: poput omjera poslovnih prihoda zbrojenih s operativnom dobiti i ukupnom imovinom, povrata na imovinu –

ROA, povrata na ukupnu imovinu koja se računa kao omjer EBIT i ukupna imovina. Zbog razmjerno malog udjela kapitala i rezervi u pasivi poduzeća SME sektora, u ovom istraživanju korišten je omjer neto dobiti i ukupne imovine, tj. povrat na imovinu – ROA.

Udio materijalne imovine mjereno je kao omjer ukupne materijalne imovine i ukupne imovine. Veličina poduzeća se u ovom istraživanju mjerila kao prirodni logaritam ukupne imovine. Faktor rasta mjereno je po postotku promjene imovine. Likvidnost je predstavljena kao tekuća likvidnost koja se mjeri kao omjer kratkotrajne imovine i kratkotrajnih obveza.

## 4.2. Metodologija istraživanja

Na temelju prikupljenih podataka na definiranom uzorku provesti će se analiza pomoću pokazatelja te odgovarajući statistički testovi pomoću statističkog paketa *STATA*.

Podaci koji su korišteni u istraživanju sadrže prostornu i vremensku komponentu te se radi o panel podacima. S obzirom da nema podataka za 2007. godinu nije se mogla izračunati varijabla „rast“ u 2008. godini te zbog nepotpunih podataka radi se o nebalansiranim<sup>46</sup> panel podacima. U istraživanju ćemo koristiti dinamički panel koji sadržava zavisnu varijablu s pomakom za jedan ili više vremenskih perioda unatrag ovisno o svojstvima zavisne varijable. Spomenuti se model može zapisati na sljedeći način:

$$D/A_{it} = \mu + \gamma D/A_{i,t-1} + \beta_1 PROF_{it} + \beta_2 MAT_{it} + \beta_3 VELPO_{it} + \beta_4 RAST_{it} + \beta_5 LIKV_{it} + \alpha_i + \varepsilon_i; \quad (7)$$

Pri čemu je:<sup>47</sup>

$i$  - jedinica promatranja;

$t$  - razdoblje promatranja;

$\mu$  - zajednički konstantni član;

$\gamma$  - parametar koji objašnjava utjecaj zavisne varijable iz prethodnog razdoblja na zavisnu varijablu

$\varepsilon_{it}$  - greška relacije zemlje  $i$  u razdoblju  $t$ ;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$  - parametri koje treba procijeniti;

$\alpha_i$  - slučajni efekt

<sup>46</sup> Balansirani panel podaci – ako su za svaku jedinicu promatranja, u svako razdoblje, za sve varijable dostupni potrebni podaci; Nebalansirani panel podaci – ako za bilo koju jedinicu promatranja nedostaje podatak za neku varijablu u nekom razdoblju.

<sup>47</sup> Škrabić Perić, B. (2014): materijali sa predavanja iz kolegija Analiza vremenskih nizova i panel podataka, Ekonomski fakultet Split, Split

### 4.3. Rezultati istraživanja

Tablica 9 prikazuje deskriptivnu statistiku za odabrane varijable.

**Tablica 9: Deskriptivna statistika**

Variable		Mean	Std. Dev.	Min	Max	Observations
DA	overall	.6687404	.6206173	0	8.889541	N = 900
	between		.5022014	.002067	4.230815	n = 150
	within		.3665547	-2.562075	5.327466	T = 6
PROF	overall	-.0351167	.5537224	-5.74	5.142579	N = 900
	between		.4094485	-3.810051	1.148824	n = 150
	within		.3740225	-3.905525	3.958638	T = 6
MAT	overall	.4034912	.327222	0	1.364847	N = 900
	between		.2988256	0	.9510408	n = 150
	within		.135182	-.3671164	1.417683	T = 6
VELPO	overall	15.71769	3.272602	0	21.25382	N = 900
	between		2.809311	3.891313	20.72235	n = 150
	within		1.691623	-.2852738	22.5342	T = 6
RAST	overall	.0226843	.3649075	-1	3.335763	N = 753
	between		.1635848	-.4020978	.5948282	n = 150
	within		.3265379	-1.342135	2.818359	T-bar = 5.02
LIKV	overall	1.783872	2.339114	0	19.69632	N = 900
	between		2.128148	0	14.80992	n = 150
	within		.9836811	-5.142455	8.079728	T = 6

Izvor: Izračun autorice

U tablici 9. s lijeve strane nalaze se pokazatelji, dok su desne strane izračuni za prosječnu vrijednost pokazatelja, standardnu devijaciju te minimalnu i maksimalnu vrijednost.

Oznaka D/A označava koeficijent zaduženosti. Prosječna vrijednost koeficijenta zaduženosti je 0,67. Standardna devijacija, koja označava prosječno odstupanje podataka, iznosi 0,62. Minimalna vrijednost, odnosno min iznosi 0 dok je maksimalna vrijednost, max 8,89.

U retku “between” standardna devijacija označava devijaciju između poduzeća i iznosi 0,50. Stupac naziva “min“ predstavlja najmanju prosječnu vrijednost koeficijenta kroz godine za neko poduzeće i iznosi 0,002, dok stupac naziva “max“ predstavlja najveću prosječnu vrijednost koeficijenta za neko poduzeće i iznosi 4,23.

U retku oznake “within” standardna devijacija označava standardnu devijaciju koeficijenta unutar poduzeća i iznosi 0,37. Min i max mjere najmanje i najveće odstupanje prosjeka poduzeća uvećano za prosječnu vrijednost iz uzorka. Za koeficijent zaduženosti, min iznosi - 2,56, a max 5,33.

Stupac naziva “observation“ predstavlja broj opservacija gdje je N broj opservacija, n broj poduzeća, a T broj godina. Ako imamo podatke za svako poduzeće za 6 godina, onda je  $N=n*6$ . Kod koeficijenta zaduženosti broj poduzeća je 150, što bi značilo da je broj opservacija  $N=900$ .

Za sve ostale koeficijente Mean, standardna devijacija, minimum i maksimum, te n i N imaju ista značenja za redak “overall”, ” between” i ” within”, kao i za koeficijent zaduženosti.

S obzirom da se radi o nebalansiranim panel podacima neki podaci nedostaju pa će pojedine varijable imati manji broj opservacija kako je i vidljivo u tablici 9.

**Tablica 10: Korelacijska matrica između nezavisnih varijabli**

	PROF	MAT	VELPO	RAST	LIKV
PROF	1.0000				
MAT	0.0736	1.0000			
VELPO	0.2261	0.3541	1.0000		
RAST	0.0932	0.0183	0.1394	1.0000	
LIKV	0.1343	-0.1973	0.0496	-0.0204	1.0000

Izvor: Izračun autorice

U tablici 10 su dani Pearsonovi koeficijenti korelacije u parovima pomoću kojeg se može iščitati moguće postojanje problema multikolinearnosti. Problem multikolinearnosti je prisutan ako su dvije regresorske varijable (ili više njih) linearno zavisne ili približno linearno zavisne. Što je veća multikolinearnost, to se više odražava na beta koeficijente i oni se ne mogu upotrijebiti kao pokazatelji relativnog utjecaja svake nezavisne varijable. Koeficijent korelacije do 0,5 između nezavisnih varijabli nema utjecaja na regresijske koeficijente. U modelu ne postoji par varijabli između kojih je koeficijent korelacije po apsolutnoj vrijednosti veći od 0,5, pa ne bi trebalo doći do problema multikolinearnosti. Najveći koeficijent

korelacije postoji između varijabli materijalna imovina i veličina poduzeća te iznosi 0,3541. Najmanji koeficijent postoji između varijabli likvidnost i rast te iznosi -0,0204.

Tablica 11 prikazuje rezultate provedene panel analize.

**Tablica 11: Panel analiza determinanti strukture kapitala**

```

System dynamic panel-data estimation      Number of obs      =      750
Group variable: poduzeceid               Number of groups   =      150
Time variable: godina

Obs per group:   min =      5
                  avg =      5
                  max =      5

Number of instruments =      20           Wald chi2(6)      =      464.36
                                           Prob > chi2       =      0.0000

Two-step results
-----
      DA |      Coef.  Std. Err.   z    P>|z|    [95% Conf. Interval]
-----+-----
      DA |
      L1. |   .6307902  .0335923   18.78  0.000    .5649505   .69663
      |
      PROF |  -.1366553  .0586306   -2.33  0.020   -.2515691  -.0217414
      MAT |  -.1276062  .1922286   -0.66  0.007   -.2491549  .5043674
      VELPO | -.0169637  .0256875   -0.66  0.009   -.0333829  .0673103
      RAST |   .0129307  .0363428    0.36  0.000    .0041613   .0583
      LIKV |   .0252923  .0229966   -1.10  0.271   -.0703649  .0197802
      _cons | -.0463965  .4172988   -0.11  0.000   -.8642872  .7714941

Sargan test of overidentifying restrictions
      H0: overidentifying restrictions are valid

      chi2(13)      =   12.17816
      Prob > chi2   =    0.5131

Arellano-Bond test for zero autocorrelation in first-differenced errors

+-----+
|Order | z      Prob > z|
+-----+-----+
|  1  |-1.6565  0.0976 |
|  2  | .71114  0.4770 |
+-----+-----+
H0: no autocorrelation

```

Izvor: Izračun autorice



Na temelju Sarganovog testa (vrijednost  $> 0,05$ ) prihvaćamo nultu hipotezu ( $H_0$ ) koja kaže da u modelu ne postoji problem endogenosti, odnosno da su odabrane instrumentalne varijable nekorelirane s rezidualima. Iz rezultata Arellano Bond (AB) testa autokorelacije vidimo da ne postoji problem autokorelacije prvog i drugog reda između reziduala u procijenjenom modelu. Na temelju rezultata ovih testova model je dobro definiran.

Iz rezultata panel analize u tablici 11 vidi se da varijable kao što su profitabilnost (PROF), udio materijalne imovine (MAT) te veličina poduzeća (VELPO) su statistički značajne i negativnog su predznaka, dok je varijabla rast poduzeća (RAST) statistički značajna i pozitivnog je predznaka. Varijabla likvidnost (LIKV) nije statistički značajna za strukturu kapitala SME sektora SDŽ u našem uzorku. Vidimo da sve varijable imaju očekivani utjecaj teorije hijerarhije.

Na temelju dobivenih rezultata može se prikazati konačni model:

$$D/A_{it} = -0,0463965 + 0,6307902D/A_{i,t-1} - 0,1366552PROF_{it} - 0,1276062MAT_{it} - 0,0169637VELPO_{it} + 0,0129307RAST_{it} + \alpha_i + \varepsilon_i \quad (8)$$

#### 4.4. Osvrt na postavljene istraživačke hipoteze

Iz problema i predmeta rada postavila se glavna, te 5 pomoćnih hipoteza koje su se provedenim istraživanjem prihvatile ili odbacile.

*H<sub>1,1</sub>: Profitabilnost poduzeća utječe na strukturu kapitala*

Rezultati istraživanja ukazuju da postoji negativna veza između profitabilnosti i zaduženosti odnosno da se s povećanjem profitabilnosti smanjuje zaduženost poduzeća. To je u skladu s teorijom hijerarhije prema kojoj se preferira financiranje interno generiranim sredstvima (zadržana dobit) umjesto vanjskim zaduživanjem. Ako je poduzeće profitabilnije znači i da ima više interno generiranih sredstava kojim se financira, a tek nakon što iscrpi interna sredstva poseže za vanjskim izvorima financiranja.

Provedenim istraživanjem se prihvaća prva pomoćna hipoteza.

### *H<sub>1,2</sub>: Udio materijalne imovine poduzeća utječe na strukturu kapitala*

Na temelju rezultata iz provedene panel analize postoji negativna i statistički značajna veza između materijalne imovine i zaduženosti, što znači da s povećanjem udjela materijalne u ukupnoj imovini zaduženost poduzeća pada. Ovakav rezultat je u skladu s teorijom hijerarhije prema kojoj poduzeća preferiraju financiranje internim sredstvima što se odražava u negativnom odnosu između materijalne imovine i zaduženosti. Također, mnoga poduzeća koja imaju materijalnu imovinu nisu u mogućnosti koristiti istu kao kolateral jer je nelikvidna, odnosno, teško se pretvara u novac te zbog toga poduzeća preferiraju interno financiranje. Provedenim istraživanjem se prihvaća druga pomoćna hipoteza.

### *H<sub>1,3</sub>: Veličina poduzeća utječe na strukturu kapitala*

Empirijski rezultati potvrđuju negativnu i statistički značajnu vezu između veličine poduzeća i zaduženosti odnosno, da zaduženost opada s veličinom poduzeća. Prema teoriji hijerarhije veća poduzeća imaju više interno generiranih sredstava zbog čega se mogu financirati vlastitim sredstvima tj. bez zaduživanja. Također, osiguravaju više informacija na tržištu i imaju manje probleme informacijske asimetrije zbog čega im se lakše financirati vanjskim vlastitim kapitalom te posljedično imaju manju zaduženosti. Suprotno vrijedi za veličinom manja poduzeća koja imaju manje internih sredstava, a zbog poteškoća u zadovoljavanju strogih kriterija tržišta kapitala kao i njegove nerazvijenosti usmjerena su na zaduživanje. Provedenim istraživanjem se prihvaća treća pomoćna hipoteza.

### *H<sub>1,4</sub>: Rast poduzeća utječe na strukturu kapitala*

Za SME sektor, rast i zaduženost poduzeća pokazuju statistički značajnu i pozitivnu vezu. To znači da SME svoj rast financira zaduživanjem. Za SME korištenje internih sredstava može biti otežano i nedovoljno, a financiranje rasta dioničkim kapitalom je dugotrajno, te se okreću jedinoj opciji koja im je preostala, a to je zaduživanje.

Provedenim istraživanjem se prihvaća četvrta pomoćna hipoteza.

*H<sub>1,5</sub>: Likvidnost poduzeća utječe na strukturu kapitala*

Rezultati istraživanja ukazuju na pozitivnu, ali statistički beznačajnu vezu između likvidnosti i zaduženosti. Zbog toga se pomoćna hipoteza H<sub>1,5</sub> odbacuje.

S obzirom da su se četiri od pet pomoćnih hipoteza pokazale statistički značajne prihvaćamo glavnu hipotezu H1 da postoji veza između poduzeću specifičnih obilježja i strukture kapitala.

## ZAKLJUČAK

Struktura kapitala poduzeća predstavlja odnos između ukupnih obveza i glavnice poduzeća. Zbog specifičnosti, u strukturi kapitala SME sektora dominiraju dugovni izvori, posebno kratkoročni dug. Empirijska istraživanja polaze od teorijske podloge strukture kapitala koja se najčešće testira prema teoriji izbora i teoriji hijerarhije. Prema teoriji izbora poduzeća teže postići optimalnu razinu zaduženosti u točki prema kojoj su koristi i troškovi duga jednaki. S druge strane, prema teoriji hijerarhije poduzeća preferiraju financiranje novih investicijskih projekata internim sredstvima (zadržana dobit), a potom obveznicama i dionicama. Većina znanstvenika je u svojim provedenim istraživanjima utvrdila postojanje specifičnih obilježja poduzeća koja utječu na strukturu kapitala (tj. razinu zaduženosti). Osim specifičnih obilježja poduzeća postoje i drugi čimbenici koji utječu na razinu zaduženosti kao što su zakoni i propisi države, makroekonomski čimbenici te obilježja financijskog sustava.

U ovom radu se analizira utjecaj specifičnih obilježja poduzeća na razinu zaduženosti SME sektora Splitsko-dalmatinske županije na uzorku od 150 poduzeća (50 mikro, 50 malih i 50 srednjih) u razdoblju od 2008. godine do 2013. godine. Zavisna varijabla ovog istraživanja je koeficijent zaduženosti ( $D/A$ ), dok su profitabilnost, materijalna imovina, veličina poduzeća, rast poduzeća i likvidnost nezavisne varijable tj. čimbenici koji utječu na zaduženost. Iz rezultata panel analize varijable profitabilnost, materijalna imovina i veličina poduzeća statistički su značajne i negativno su povezane s razinom zaduženosti. Varijabla rast je pozitivno povezana s razinom zaduženosti, a varijabla likvidnost nije statistički značajna za strukturu kapitala SME sektora Splitsko-dalmatinske županije. Prema dobivenim rezultatima može se zaključiti da ponašanje odabranih poduzeća SME sektora Splitsko-dalmatinske županije slijedi postavke teorije hijerarhije prema kojoj se poduzeća financiraju najprije internim sredstvima.

Međutim, rezultati ovog istraživanja su ograničavajući budući da se u radu provodi analiza SME sektora u samo jednoj županiji i u određenom vremenskom periodu. Shodno tome, istraživanje se može nadopuniti poduzećima SME sektora na nivou Republike Hrvatske i ostalim obilježjima koja utječu na strukturu kapitala, te se time može dobiti šira slika o smjeru i utjecaju različitih internih i eksternih čimbenika strukture kapitala SME sektora.

## SAŽETAK

Struktura kapitala se testira prema teoriji izbora i teoriji hijerarhije. Prema teoriji izbori poduzeća teže postići optimalnu razinu zaduženosti u točki prema kojoj su koristi i troškovi duga jednaki. S druge strane, prema teoriji hijerarhije poduzeća preferiraju financiranje novih investicijskih projekata internim sredstvima (zadržana dobit), a potom obveznicama i dionicama.

U ovom radu se analizira utjecaj specifičnih obilježja poduzeća na razinu zaduženosti SME sektora Splitsko-dalmatinske županije na uzorku od 150 poduzeća (50 mikro, 50 malih i 50 srednjih) u razdoblju od 2008. godine do 2013. godine. Zavisna varijabla ovog istraživanja je koeficijent zaduženosti (ukupne obveze/ukupna imovina), a nezavisne varijable čiji se utjecaj na strukturu kapitala promatranih poduzeća ispituje su: profitabilnost, udio materijalne imovine, veličina poduzeća, rast poduzeća i likvidnost. Rezultati ukazuju da model SME sektora SDŽ podupire teoriju hijerarhije prema kojoj se poduzeća najprije financiraju interno generiranim sredstvima, a potom slijede drugi oblici vanjskog financiranja.

Ključne riječi: SME sektor, teorija hijerarhije, struktura kapitala

## SUMMARY

The capital structure is tested according to the trade off theory and pecking order theory. According to the trade off theory company chooses how much debt finance and how much equity finance to use by balancing the costs and benefits. On the other hand, according to the pecking order theory companies prefer to finance new investment projects by internal funds (retained earnings), followed by bonds and shares.

This paper analysis the impact of the specific firm characteristics to the level of debt of the SME sector in Split-Dalmatia County on a sample of 150 companies (50 micro, 50 small and 50 medium) in the period from 2008 to 2013. The dependent variable of this research is the debt ratio (total liabilities / total assets), the independent variable variable of research about impact on capital structure are: profitability, tangible assets, size, grow and liquidity. The results indicate that the model of SMEs supports the pecking order theory of to which the company financing internally generated funds, then with other forms of external financing.

Keywords: SME sector, pecking order theory, capital structure

## LITERATURA:

### Knjige:

1. Arnold, G. (1998): Corporate financial management, Financial Times Professional Limited, New York
2. Buble, M. (2005): Strateški management, Sinergija, Zagreb
3. Belak, V. (1995): Menadžersko računovodstvo, Zagreb, RRIF – plus
4. Marković I. (2000): Financiranje: teorija i praksa financiranja trgovačkih društava, RRiF plus, Zagreb
5. Orsag S. (1997): Financiranje emisijom vrijednosnih papira, RIFIN, Zagreb
6. Pike, R., Neale, B. (2000): Corporate finance and investment: Decisions and Strategies, Person Education
7. Pepur S. (2012): Institucionalno okruženje, financijska struktura i performanse poduzeća, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet, Split
8. Van Horne, J. C. (1993): Financijsko upravljanje i politika: Financijski menadžment, MATE , Zagreb;
9. Vidučić, LJ. (2012.): Financijski menadžment, RRiF, Zagreb
10. Žager, K., Žager, L., (1999): Analiza financijskih izvještaja, Masmedia, Zagreb

### Članci i studije:

1. Antoniou, A., Guney, Y., Paudyal, K. (2002): The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure, Annual Conference Paper No. 802; EFMA 2003 Helsinki Meetings (dostupno na SSRN: <http://ssrn.com/abstract=391571>)
2. Babić, D. (2014): Financiranje gospodarstva iz kreditnih izvora na primjeru banke Societe generale - Splitska banka , Ekonomski fakultet, Split
3. Daskalakis, N., Thanou, E. (2010): Capital Structure of SMEs: To What Extent Does Size Matter? (dostupno na SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1683161>)
4. De Jong, A., Kabir, R., & Nguyen, T. (2008): Capital structure around the world: the roles of firm- and country-specific determinants, Journal of Banking and Finance, Vol.32, No.9
5. Degryse, H., De Goeij, P., Kappert, P. (2012): The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure, Small Business Economics May 2012, Volume 38, Issue 4

6. Fama, E.F., French, K.R. (2002): Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt, *Review of Financial Studies*, Vol.15, No. 1
7. Frank, M.Z., Goyal, V.K (2003): Testing the pecking order theory of capital structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 67 (2), 2
8. Haas, R. and Peeters, M. (2006): The dynamic adjustment towards target capital structures of firms in transition economies. *Economics of Transition*, European Bank for Reconstruction and Development, London 14
9. Jensen, N.S., Uhl, F.T. (2008): Capital Structure in European SMEs - An analysis of firm- and country specific variables in determining leverage, Master thesis, Aarhus School of Business University of Aarhus, ( dostupno na : [http://pure.au.dk/portal/files/3244/Capital\\_Structure\\_in\\_European\\_SMEs.pdf](http://pure.au.dk/portal/files/3244/Capital_Structure_in_European_SMEs.pdf))
10. Kester, C. (1986). Capital and ownership structure: a comparison of United States and Japanese manufacturing corporations, *Financial Manager*
11. Krasauskaite, E. (2011): Capital Structure of SMEs: Does Firm Size Matter? - Empirical investigation of the Baltic countries, Master thesis, Aarhus School of Business University of Aarhus (dostupno na: [http://pure.au.dk/portal/files/40429737/Capital\\_Structure\\_of\\_SMEs\\_Does\\_Firm\\_Size\\_Matter.pdf](http://pure.au.dk/portal/files/40429737/Capital_Structure_of_SMEs_Does_Firm_Size_Matter.pdf))
12. Kuehnhausen, F., Stieber, H. W. (2014): Determinants of Capital Structure in Non-Financial Companies (dostupno na SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2410741>)
13. Lipson, M.L.,S. Mortal, (2009): Liquidity and capital structure. *Journal of Financial Markets*,. 12(4)
14. Meteev, M., Poutziouris, P., Ivanov, K., (2013): On the determinants of SME capital structure in Central and Eastern Europe: A dynamic panel analysis, *SciVerse ScienceDirect*
15. Mostarac, E., Petrović, S., (2013): Determinants of capital structure of Croatian enterprises before and during the financial crisis. *UTMS Journal of Economics* 4 (2)
16. Myers, S.C., (1984): The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39
17. Phylaktis, K., Moradoglu, G.,Bas, T. (2010). Capital Structure around the World: Are Small Firms Different?
18. Penavin, S., Šarlija, N. (2010): Pojave u kretanju strukture kapitala hrvatskih poduzeća u predrecesijskom razdoblju (2002. - 2007.), *Ekonomski vjesnik: časopis Ekonomskog fakulteta Osijek*, 23, str. 317-332 (dostupno na [hrcak.srce.hr/file/94789](http://hrcak.srce.hr/file/94789))

19. Pešić, M., (2011): Financiranje malog i srednjeg poduzetništva u Republici Hrvatskoj, Stručni rad, Ekonomski Vjesnik
20. Rajan, R., Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, Vol. 50, 5
21. Sibilkov, V. (2007), „Asset liquidity and capital structure“, (dostupno na: <https://pantherfile.uwm.edu/sibilkov/www/liquidity.pdf>)
22. Titman, S., Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, Vol.43, 1
23. Učkar, D. (2007): “Mogućnost optimizacije financijske strukture poduzeća u Republici Hrvatskoj”, *Ekonomika istraživanja*, 20, 2
24. Vidučić, Lj. (2003): Financiranje i razvitak malog gospodarstva, *RRif*, Zagreb, 13(9)
25. Vidučić, LJ., (2001.): Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala, *Narodne novine*, Zagreb *Ekonomski pregled* 52 (7/8)
26. Vidučić LJ., (2004): Financiranje: teorija i praksa financiranja trgovačkih društava, *RriF plus*, Zagreb
27. Izvješće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj – 2014. (dostupno na: <http://www.cepor.hr/nova/wp-content/uploads/2015/03/SME-report-2014-HR-web.pdf>)

Internet stranice:

1. [www.biznet.hr](http://www.biznet.hr)
2. <http://rgfi.fina.hr>
3. <http://limun.hr>
4. <http://www.poslovniforum.hr>
5. <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/izbornik.do>
6. [www.cepor.hr](http://www.cepor.hr)
7. [www.eknjiznica.hr](http://www.eknjiznica.hr)
8. [www.minipo.hr](http://www.minipo.hr)
9. [www.hbor.hr](http://www.hbor.hr)
10. [www.europa.eu](http://www.europa.eu)
11. [www.cvca.hr](http://www.cvca.hr)
12. [www.hukreditneunije.hr](http://www.hukreditneunije.hr)
13. [www.poslovni.hr](http://www.poslovni.hr)
14. [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)



15. [www.hamagbicro.hr](http://www.hamagbicro.hr)

16. [www.zakon.hr](http://www.zakon.hr)

## **POPIS SLIKA, GRAFIKONA I TABLICA**

### **POPIS SLIKA:**

Slika 1: MM postavka I u uvjetima poreza .....	15
Slika 2: MM postavka II u uvjetima poreza .....	16
Slika 3: Izabrani pokazatelji poslovanja SME sektora u Hrvatskoj u 2013. godini .....	35
Slika 4: Razvoj poduzeća i načini financiranja .....	44

### **POPIS GRAFIKONA:**

Grafikon 1: Struktura pasive SME sektora za 2014. godinu .....	46
--	----

### **POPIS TABLICA:**

Tablica 1: Pokazatelji zaduženosti .....	29
Tablica 2: Kriteriji za definiranje SME sektora u Hrvatskoj.....	33
Tablica 3: Struktura poduzeća s obzirom na veličinu u 2001., 2012. i 2013. godini .....	33
Tablica 4: Struktura zaposlenih s obzirom na veličinu poduzeća u 2001., 2012. i 2013. godini .....	34
Tablica 5: CRANE Hrvatska udruga poslovnih anđela - investicije 2008-2013 god .....	40
Tablica 6: Privatni vanjski izvori vlastitog kapitala.....	43
Tablica 7: Uzorak prema klasifikaciji pravnog oblika .....	49
Tablica 8: Obilježja poduzeća, njihov izračun i očekivani utjecaj na strukturu kapitala. ....	50
Tablica 9: Deskriptivna statistika .....	52
Tablica 10: Korelacijska matrica između nezavisnih varijabli .....	53
Tablica 11: Panel analiza determinanti strukture kapitala .....	54