

## **Utjecaj financijske strukture na profitabilnost hrvatskih poduzeća**

### **The Impact of Financial Structure on Profitability of Croatian Companies**

DEAN UČKAR

izvanredni profesor, Fakultet ekonomije i turizma „Dr. Mijo Mirković“  
Sveučilište Jurja Dobrile u Puli  
Preradovićeva 1/1, 52100 Pula  
Republika Hrvatska  
duckar@unipu.hr

JOSIP URTI

sveučilišni prvostupnik ekonomije, Fakultet ekonomije i turizma „Dr. Mijo Mirković“  
Sveučilište Jurja Dobrile u Puli  
Preradovićeva 1/1, 52100 Pula  
Republika Hrvatska  
urti.josip@gmail.com

Prethodno priopćenje  
UDK: 658.14/.17(497.5)

**Sažetak:** Ovim radom istražuje se utjecaj koji različito formiranje financijske i kapitalne strukture ima na ostvarenje financijskog rezultata poduzeća. Utvrđivanje ove veze veoma je bitno jer postoje brojne teorije kapitalne strukture koje u svojim postavkama imaju pretpostavku o postojanju, odnosno nepostojanju takve veze. S tim ciljem odabran je uzorak od 24 poduzeća čije dionice kotiraju na Zagrebačkoj burzi i u sastavu su indeksa CROBEX. Praćena su njihova financijska izvješća kroz tri analizirane godine, i to od 2011. do 2013. godine. Analizom obveza promatranih poduzeća prikazana je slika prosječne strukture dužničkog financiranja, a pri tome su utvrđene neke pravilnosti u izvorima njihova financiranja. Kroz izračun pokazatelja zaduženosti i pokazatelja profitabilnosti ustanovljena je veza između financijske strukture i ostvarene profitabilnosti. Takva je veza utvrđena putem koeficijentata korelacije te je utvrđeno da je ona obrnuto proporcionalna. Time je na sporedan način odbačena valjanost svih onih teorija kapitalne strukture koja u svojoj osnovi tvrde da nema poveznice između kombiniranja izvora financiranja i vrijednosti poduzeća.

**Ključne riječi:** financijska struktura, kapitalna struktura, dužničko financiranje, financijska analiza.

**Abstract:** This paper explores the impact which different formation of financial and capital structure has on the achievement of companies' financial results. The establishment of this relationship is very important because there are many theories of capital structure that in its settings have a proposition on existence or non-existence of such a link. With that goal in mind, it is selected a sample of 24 companies whose shares are listed on the Zagreb Stock Exchange and are part of the CROBEX index. Their financial statements are analyzed through three years, from year 2011 till the year 2013. Through the analysis of company's liabilities, this paper present the average structure of debt financing, and thereby establish some regularities in the sources of their funding. Through the calculation of debt and profitability indicators, it is established a relationship between financial structure and achieved profitability. Such a connection is established through correlation coefficients and it found that it is inversely proportional. Indirectly, this reject the validity of those capital structure

theories that basically say there is no link between the combination of funding sources and the value of the company.

**Keywords:** financial structure, capital structure, debt financing, financial analysis.

## **1 Uvod**

Financiranje je od suštinske važnosti za osnivanje, poslovanje i razvoj svakoga trgovačkog društva. Bez početnog kapitala nemoguće je osnovati trgovačko društvo i pokrenuti poslovanje. No, osigurati dodatno financiranje potrebno je i nakon osnivanja trgovačkog društva radi tekućeg poslovanja i omogućavanja njegova kontinuiranog razvoja. Svakom trgovačkom društvu na tom putu stoje određene mogućnosti financiranja, a jedna od tih mogućnosti je financiranje zaduživanjem. Struktura takvog financiranja naziva se kapitalnom odnosno financijskom strukturom (ovisno o obuhvatu podataka), a u svojoj osnovi predstavlja omjer između vlastitih i tuđih dugoročnih (kapitalna struktura), odnosno ukupnih tuđih izvora financiranja (financijska struktura).

Značaj financijske (kapitalne) strukture u određenju vrijednosti poduzeća dugo je vremena u žarištu interesa brojnih znanstvenika i gospodarstvenika. Razlog tome je u višestrukim implikacijama koje različiti stupnjevi zaduženosti poduzeća imaju na njegovu rizičnost, troškove poslovanja te u konačnici ostvareni financijski rezultat. Posljedice povećanja stupnja zaduženosti uključuju povećanje financijskog rizika, smanjenje kreditnog boniteta i povećanje troškova financiranja. To bi u konačnici trebalo rezultirati smanjenom dobiti poduzeća.

Međutim, različita financijska (kapitalna) struktura ujedno je i posljedica raznih poslovnih odluka poduzeća. Uzroci tome kriju se u svakodnevnim odlukama uprave poduzeća o izvorima podmirivanja svojih financijskih obveza, kao i u odlukama o financiranju kapitalnih projekata. Stoga, prethodno navedena uzročno-posljedična veza ne mora nužno biti jednoznačna i isključiva.

S obzirom na dvojnost tumačenja značaja financijske (kapitalne) strukture na poslovni rezultat poduzeća, a imajući u vidu i brojnost razvijenih teorija kapitalne strukture, cilj ovog istraživanja je uvidjeti povezanost financijske strukture s ostvarenjem dobiti hrvatskih poduzeća koja kotiraju na Zagrebačkoj burzi i u sastavu su indeksa CROBEX. Ovim istraživanjem će se na indirektan način dokazivati i valjanost postojećih teorija kapitalne strukture na primjeru financijskog tržišta u nastanku.

Članak je organiziran na sljedeći način. Nakon ovog uvodnog dijela slijedi poglavlje u kojem se definiraju pojmovi financijske i kapitalne strukture poduzeća, kao i njihov značaj na rizičnost i vrednovanje poduzeća. Treće poglavlje daje pregled metodoloških napomena o provedenom istraživanju, dok četvrto poglavlje prikazuje rezultate provedene analize financijske strukture te utvrđuje određene pravilnosti u njezinu formiranju. Petim poglavljem posebno se testira veza između financijske strukture i profitabilnosti poduzeća te se time dolazi i do određenih sporednih dokaza o valjanosti odnosno nevaljanosti pojedinih teorija kapitalne strukture na hrvatskom financijskom tržištu. Rad završava zaključnim razmatranjem te pregledom korištenih bibliografskih jedinica.

## **2 Značaj financijske i kapitalne strukture poduzeća**

Svakom poduzeću stoje na raspolaganju dva osnovna izvora financiranja: vlastiti kapital i dug. Njihov omjer, utvrđen na pasivnoj strani bilance poduzeća, naziva se financijskom strukturom i predmetom je brojnih diskusija o svojem utjecaju na povećanje bogatstva vlasnika poduzeća kao osnovnog cilja poslovanja svakog poduzeća. Pri tome se pod terminom vlastiti kapital smatra dionički kapital, rezerve

i zadržana dobit, a pod kategorijom duga obuhvaća se ukupan iznos tuđih izvora financiranja neovisno o roku njihova dospijea (vidjeti na primjer Flannery i Rangan, 2006 ili Bevan i Danbolt, 2000).

S druge strane, kapitalna struktura predstavlja pojam nešto užeg obuhvata. Pod terminom kapitalne strukture podrazumijeva se kombinacija vlastitog kapitala i duga koji poduzeće koristi kako bi financiralo svoje dugoročne operacije. Sukladno tome, kapitalna struktura predstavlja omjer stalnih (na primjer redovnih dionica, zadržanih zarada, rezervi) i dugoročnih financijskih aranžmana poduzeća (na primjer emitiranih obveznica i dugoročnih kredita).

Razlika između kapitalne i financijske strukture odnosi se na zanemarivanje kratkoročnih izvora financiranja (vidjeti na primjer Ooi, 1999 ili Harris i Raviv, 1991). Uzevši u obzir prethodno navedene činjenice, moglo bi se zaključiti da financijska struktura implicira različite kombinacije ukupnoga dugovnog i vlastitog financiranja, a kapitalna struktura samo dugoročnoga dugovnog i vlastitog financiranja.

Osim svoje primarne funkcije u ocjeni sposobnosti poduzeća da podmiruje svoje dugoročne obveze, pokazatelji zaduženosti mogu se koristiti i pri procjeni financijske strukture. Stavljanjem u omjer ukupnih obveza s ukupnom imovinom ili dugoročnih obveza s vlastitim kapitalom, moguće je doći do podatka o agregiranoj izloženosti poduzeća financijskom riziku. Ovo saznanje veoma je bitno upravi svakog poduzeća jer je financijski rizik varijabla na koju uprava poduzeća ima utjecaja kroz mijenjanje svoje financijske i kapitalne strukture. S druge strane, poslovni rizik nije pod utjecajem uprave poduzeća i ona njime ne može upravljati, već mu se samo može prilagoditi. Izloženost poslovnom riziku poduzeća određena je njegovom okolinom, pravnim sustavom, karakteristikama sektora kome dotično poduzeće pripada i svim ostalim faktorima makroekonomske provenijencije.

Različite razine izloženosti financijskom riziku poduzeća utjecat će na to da investitori različito vrednuju poduzeća gledano kroz tržišnu cijenu dionica. Izloženost financijskom riziku utjecat će i na kretanje stope troška kapitala. Kombinirajući financijsku strukturu, a na taj način i razinu financijskog rizika, na način da se prosječni ponderirani trošak kapitala minimizira, rezultat će maksimalizacijom ostvarene dobiti, a time i vrijednosti poduzeća. Takva financijska struktura bit će optimalna, kao što to objašnjava teorija tradicionalnog pristupa kapitalne strukture (Durand, 1952).

Uzevši u obzir karakteristike i utjecaj financijske i kapitalne strukture na vrednovanje poduzeća, postavlja se pitanje njihove prilagodbe u uvjetima ekonomske i financijske krize. Budući da pokazatelji zaduženosti mjere izloženost poduzeća financijskom riziku, logično je za očekivati da će poduzeća mijenjati svoju financijsku strukturu u uvjetima financijskih nepravilnosti. Kako smanjiti ukupnu izloženost riziku ne mogu kroz razinu sistemskog rizika jer je on inherentan svim sudionicima na financijskom tržištu, jedini logični put je nastojati smanjiti razinu izloženosti financijskom riziku kroz smanjenje stupnja zaduženosti.

Smanjenje stupnja zaduženosti ili povećanje stupnja vlastitog financiranja rezultat će povećanjem likvidnosti poduzeća, formiranjem određenih rezervi solventnosti, a sve će to doprinijeti smanjenju očekivane stope prinosa koja se koristi pri diskontiranju budućih gotovinskih tokova poduzeća. Nadalje, racionalno je i daljnje očekivanje da će sve ovo doprinijeti povećanju buduće razine ostvarene dobiti koju će investitori na tržištu honorirati i porastom tržišne vrijednosti dionica poduzeća.

### **3 Metodologija istraživanja**

Kako bi se provelo ovo istraživanje i ispunio cilj postavljen u prethodno elaboriranoj hipotezi o povezanosti financijske strukture i ostvarenog rezultata poslovanja, odabran je uzorak poduzeća koja bi trebala predstavljati opće stanje u hrvatskom gospodarstvu. U tu svrhu formiran je uzorak od 24 trgovačka društva čije su dionice uvrštene na Zagrebačkoj burzi i čine sastav indeksa CROBEX (revizija na dan 22. 9. 2014.). Zagrebačka banka d.d., iako je uvrštena u sastav indeksa CROBEX,

isključena je iz analize s obzirom na specifičnosti financiranja financijskih institucija u odnosu na financiranje ostalih trgovačkih društava. Konačna struktura trgovačkih društava u uzorku prikazana je tablicom 1.

Analiza trgovačkih društava iz uzorka izvršena je za trogodišnje razdoblje od 2011. do 2013. godine i u tu svrhu korištena su financijska izvješća sa službene stranice Zagrebačke burze. Podatci za daljnju analizu prikupljeni su iz konsolidiranih financijskih izvješća, osim za ona društva koja ne objavljuju konsolidirana izvješća, a to su Arenaturist d.d., Belje d.d., RIZ – odašiljači d.d., Vupik d.d. i Ledo d.d. do 2012. godine. Analiza se provela kroz usporedbu financijskih pokazatelja zaduženosti i profitabilnosti.

Najznačajniji pokazatelji zaduženosti su koeficijent zaduženosti i koeficijent financiranja. Oba pokazatelja izvode se iz bilanci trgovačkih društava i odraz su strukture pasive te pokazuju koliko je imovine financirano iz vlastitog kapitala, a koliko zaduživanjem. Koeficijent zaduženosti (LEV) predstavlja omjer ukupnog duga i ukupne imovine, a koeficijent financiranja (FIN) predstavlja omjer ukupnog duga i vlastitog kapitala (Žager, et al., 2009:251).

**Tablica 1** Lista trgovačkih društava koja čine uzorak  
Izvor: Zagrebačka burza

Oznaka	Trgovačko društvo	Oznaka	Trgovačko društvo
ADPL-R-A	AD Plastik d.d.	KOEI-R-A	Končar – elektroindustrija d.d.
ADRS-P-A	Adris grupa d.d.	KRAS-R-A	Kraš d.d.
ARNT-R-A	Arenaturist d.d.	LEDO-R-A	Ledo d.d.
ATGR-R-A	Atlantic grupa d.d.	LKRI-R-A	Luka Rijeka d.d.
ATPL-R-A	Atlantska plovidba d.d.	PODR-R-A	Podravka d.d.
BLJE-R-A	Belje Darda d.d.	PTKM-R-A	Petrokemija d.d.
DDJH-R-A	Đuro Đaković holding d.d.	RIZO-R-A	RIZ – odašiljači d.d.
DLKV-R-A	Dalekovod d.d.	THNK-R-A	Tehnika d.d.
ERNT-R-A	Ericsson Nikola Tesla d.d.	ULPL-R-A	Uljanik Plovidba d.d.
HT-R-A	Hrvatski Telekom d.d.	VART-R-1	Varteks d.d.
INA-R-A	INA – Industrija nafte d.d.	VDKT-R-A	Viadukt d.d.
JDPL-R-A	Jadroplov d.d.	VPIK-R-A	Vupik d.d.

Pored pokazatelja zaduženosti, u analizi financijskih izvješća izračunata su i dva pokazatelja profitabilnosti kapitala uobičajena u brojnim sličnim analizama. Pokazatelj profitabilnosti kapitala (ROE) predstavlja omjer neto dobiti i vlastitog kapitala, dok pokazatelj profitabilnosti imovine (ROA) predstavlja omjer neto dobiti i ukupne imovine.

#### **4 Analiza financijske strukture**

Osnovni podatci o financijskoj strukturi poduzeća iz uzorka prikazani su tablicama 2, 3 i 4 (u prilogu) i to odvojeno za svaku analiziranu godinu. Nadalje, tablicom 5 (u prilogu) prikazani su izračunati financijski pokazatelji zaduženosti i profitabilnosti za ista poduzeća iz uzorka i za isti vremenski obuhvat.

Iz podataka dobivenih analizom i usporedbom financijskih izvješća trgovačkih društava može se zaključiti da se ova društva nisu financirala ravnomjerno iz svih raspoloživih izvora financiranja. Iako su analizirana trgovačka društva veliki gospodarski subjekti kojima su svi izvori financiranja zaduživanjem dostupni, može se primijetiti da se nisu financirali izdavanjem obveznica, odnosno izdavanje obveznica nije predstavljalo značajan izvor financiranja trgovačkih društava tijekom analiziranog razdoblja. Daljnjom analizom samih financijskih izvješća može se zaključiti da u strukturi financiranja trgovačkih društava u Republici Hrvatskoj najveći udio zauzimaju trgovački krediti, zatim dugoročni krediti od banaka i potom kratkoročni krediti.

S druge strane, može se primijetiti određena pravilnost u formiranju financijske strukture kojom se postiže minimalna izloženost financijskom riziku. Imajući u vidu da prosječni koeficijenti zaduženosti tijekom analiziranog razdoblja poprimaju vrijednosti od 49% za 2011. godinu, odnosno 52% za 2012. i 2013. godinu, te da su koeficijenti financiranja kod polovice poduzeća iz uzorka u svim godinama veći od 1, a kod druge polovice manji od 1, može se zaključiti da su se promatrana poduzeća u prosjeku ravnomjerno financirala iz vlastitih i tuđih izvora.

Kako je na razvijenim financijskim tržištima uobičajeno da se poduzeća koja obavljaju istu ili sličnu djelatnost financiraju na sličan način, ovdje je izvršena usporedba podataka poduzeća koja se bave sličnom djelatnošću. U tom smislu stvorene su dvije grupe poduzeća iz uzorka unutar kojih svako poduzeće ima minimalno jednu zajedničku osnovnu djelatnost.

Prvu skupinu, sa zajedničkom djelatnošću prijevoza robe morem, čine: Atlantska plovidba d.d., Jadroplov d.d., Luka Rijeka d.d. i Uljanik plovidba d.d.. Usporedbom podataka navedenih društava uočeno je da su se navedena poduzeća uglavnom financirala dugoročnim zaduživanjem putem kredita. Drugu skupinu, sa zajedničkom djelatnošću proizvodnje i prodaje prehrambenih proizvoda, čine: Belje d.d., Kraš d.d., Ledo d.d., Podravka d.d. i Vupik d.d.. U ovoj grupi postoje dva povezana poduzeća; Belje d.d. i Vupik d.d. koja ne objavljuju konsolidirane izvještaje, ali se iz nekonsolidiranih izvješća uviđa da su se najviše financirala od povezanih osoba. Ostala tri poduzeća financirala su se iz različitih izvora, ali zajedničko im je da su se sva u značajnom dijelu financirala iz trgovačkih kredita.

Daljnji zaključak o formiranju financijske strukture poduzeća iz uzorka s aspekta ročnosti obveza može se donijeti utvrđivanjem trenda kretanja omjera dugoročnih i kratkoročnih obveza. Godine 2011. dugoročne obveze su u prosjeku iznosile 39% ukupnih obveza, dok su kratkoročne obveze iznosile 61%. Pri tome je i distribucija pojedinačnih poduzeća oko prosjeka bila idealna, dakle polovica uzorka imala je postotak dugoročnih odnosno kratkoročnih obveza manji od pripadajućih prosječnih prosjeka, dok je druga polovica uzorka imala te vrijednosti više od prosječnih pokazatelja.

Protekom vremena prosječni udio dugoročnih obveza u ukupnim obvezama smanjuje se na 36% (2012. godine), odnosno na 33% (2013. godine) uz istovremeno povećanje udjela kratkoročnih obveza. Takav trend ukazuje na posljedice financijske i ekonomske krize u čijim se uvjetima poduzeća prilagođavaju na taj način da smanjuju investicije, a posljedično dolazi i do smanjenja potrebe za dugoročnim financiranjem kao dominantnim izvorom financiranja novih investicijskih projekata.

Realno stanje još je gore u odnosu na ono što pokazuje statistička mjera prosjeka, a do tog zaključka može se doći sagledavanjem broja poduzeća iz uzorka kojima je udio dugoročnih obveza manji od prosjeka. U 2013. godini, 14 od 24 analizirana poduzeća imaju udio dugoročnih obveza manji od prosječnih 33%. Nekoliko poduzeća s vrlo visokim udjelima dugoročnih obveza u svojoj financijskoj

strukturi čine ovakav rezultat, dok bi se njihovim izostavljanjem iz izračuna dobile sasvim drugačije vrijednosti.

Promatrajući ostvareni poslovni rezultat, utvrđeno je da je 11 poduzeća iz uzorka ostvarilo dobit u sve tri analizirane godine i to su: AD Plastik d.d., Adris grupa d.d., Atlantic grupa d.d., Atlantska plovidba d.d., Ericsson Nikola Tesla d.d., Hrvatski telekom d.d., Končar – elektroindustrija d.d., Kraš d.d., Ledo d.d., Luka Rijeka d.d. i Tehnika d.d.. Većina ovih društava, osam od njih 11, financirala se prvenstveno iz vlastitih izvora, a ne zaduživanjem, te su im koeficijenti financiranja manji od jedan. Kada su se financirali zaduživanjem, u najvećem dijelu financirali su se iz kratkoročnih izvora, i to kratkoročnih kredita i trgovačkih kredita. Ostala tri društva kod kojih je koeficijent financiranja oko jedan ili veći u najvećem dijelu financirala su se iz dugoročnih kredita.

Pet poduzeća iz uzorka ostvarilo je gubitak u sve tri analizirane godine i to su: Belje Darda d.d., Đuro Đaković holding d.d., Dalekovod d.d., RIZ – odašiljači d.d. i Uljanik Plovidba d.d.. Kod ovih poduzeća utvrđeno je da su koeficijenti financiranja uglavnom rasli iz godine u godinu što ukazuje da su poduzeća povećavala financiranje zaduživanjem. Dok se Uljanik Plovidba d.d. u najvećem dijelu financirala iz dugoročnih kredita prema poslovnim bankama, a Belje Darda d.d. od kredita prema povezanim osobama, ostala poduzeća uglavnom su se financirala iz kratkoročnih izvora, i to najviše iz trgovačkih kredita i kratkoročnih posudbi. Izostanak financiranja iz dugoročnih kredita banaka može biti posljedica neispunjavanja uvjeta za odobrenjem ovih kredita i odraz nepovjerenja banaka u sposobnost ovih poduzeća da ispune ugovorne obveze.

## 5 Povezanost financijske strukture i ostvarene dobiti

Daljnji korak u dokazivanju postavljenog cilja ovog istraživanja odnosi se na utvrđivanje povezanosti između načina formiranja financijske strukture i poslovnog rezultata koji ta poduzeća ostvaruju putem takve financijske strukture. To je učinjeno putem izračuna Pearsonovih koeficijenata korelacije između pokazatelja zaduženosti i pokazatelja profitabilnosti iz tablice 5. Vrijednosti izračunatih koeficijenata korelacije prikazane su tablicom 6.

Ukoliko se izuzmu pokazatelji korelacije između pojedinih pokazatelja iz iste grupacije (FIN-LEV i ROA-ROE), može se uočiti da svi pokazatelji korelacije imaju negativan predznak, što upućuje na zaključak da će svako povećanje stupnja zaduženosti, mjereno bilo pokazateljem LEV bilo pokazateljem FIN, imati za posljedicu smanjenje pokazatelja profitabilnosti koji su ovdje predstavljeni pokazateljima ROE i ROA. Pri tome je takva negativna veza jača pri usporedbi kretanja pokazatelja zaduženosti s pokazateljem profitabilnosti kapitala gdje poprima izrazito jaku vezu. To ukazuje na činjenicu da će promjena stupnja zaduženosti imati puno veći utjecaj na pokazatelj profitabilnosti kapitala nego što će to imati na pokazatelj profitabilnosti imovine.

**Tablica 6** Koeficijenti korelacije izračunatih varijabli

Izvor: Izračun autora

LEV	FIN	ROE	ROA	
1,0000	0,7359	-0,9484	-0,5714	LEV
	1,0000	-0,4832	-0,9761	FIN
		1,0000	0,2816	ROE
			1,0000	ROA

U svakom slučaju, ovakvi rezultati povezanosti kretanja stupnja zaduženosti s pokazateljima ostvarenja financijskog rezultata, iako nisu statistički signifikantni, u skladu su s nekim teorijama o

formiranju kapitalne i financijske strukture. Ovakvi rezultati ne mogu se iskoristiti za donošenje zaključka o tome koja je teorija kapitalne strukture dokazana, no ono što se može zaključiti je to koje od postojećih teorija nisu dokazane kroz analizirane podatke. To su one teorije koje u svojoj osnovi tvrde da ne postoji povezanost između izvora financiranja i načina kombiniranja financijske strukture s vrijednošću samog poduzeća. Budući da dobiveni rezultati ukazuju na povezanost financijske strukture i financijskog rezultata, a sporedno i vrijednosti poduzeća, može se zaključiti da na hrvatskom tržištu kapitala nisu nađeni dokazi koji bi potvrđivali opravdanost Modigliani-Millerove teorije irelevantnosti strukture kapitala (verzija bez uključenih poreza) (Modigliani i Miller, 1958), Signalne teorije (Ross, 1977), kao ni Hijerarhijske teorije kapitalne strukture (engl. Pecking order theory) (Myers, 1984.; Myers i Majluf, 1984).

## **6 Zaključak**

Način formiranja financijske i kapitalne strukture svakog poduzeća veoma je bitan čimbenik u aktivnom upravljanju izloženosti rizicima, upravljanju troškovima poduzeća, kao i ostvarenim rezultatima, a prema nekim teorijama kapitalne strukture i vrijednošću poduzeća. Stoga je problem formiranja financijske i kapitalne strukture dugo vremena u interesu brojnih istraživača i praktičara. S tim ciljem, ovaj rad nastoji prikazati prosječnu financijsku strukturu hrvatskih poduzeća na odabranom uzorku 24 poduzeća za analizirano razdoblje od 2011. do 2013. godine.

Utvrđujući određene trendove i sličnosti u strukturi kombiniranja izvora financiranja, autori su ustanovili postepenu promjenu financijske strukture na način da se udio dugoročnih obveza u ukupnim obvezama kontinuirano smanjuje. To navodi na zaključak o smanjenju razine poduzetih investicija, budući da su dugoročni izvori dominantan oblik financiranja investicijskih projekata. Također, ponovno je ustanovljena bankocentričnost hrvatskoga financijskog sustava jer u strukturi tuđih izvora financiranja prevladavaju različite vrste kredita uz odsustvo financiranja dužničkim vrijednosnim papirima.

U konačnici, ovim radom testirana je i povezanost između financijske strukture i ostvarene profitabilnosti poduzeća iz uzorka. Takva veza izračunata je putem koeficijenta korelacije koji su pokazali da je ta veza srednje jakosti i negativnog predznaka. Dobiveni rezultat u skladu je s tradicionalnijim teorijama kapitalne strukture koje u svojim postavkama imaju pretpostavku o takvoj povezanosti. Iako ovdje provedeni test ne dovodi do zaključka o valjanosti pojedine specifične teorije, ono što ipak pokazuje jest da nije dokazana valjanost onih teorija koje tvrde da veza između kapitalne strukture i vrijednosti poduzeća ne postoji.

Kako je upravljanje financijskom strukturom poduzeća kontinuirani posao koji je ovisan o brojnim unutarnjim čimbenicima, ali i vanjskim okolnostima u smislu raspoloživih izvora financiranja, tako ni zaključke dobivene ovim istraživanjem ne treba smatrati kao konačne, završne i trajno nepromjenjive. Suprotno tome, preporuka je autora ovog rada da se navedena problematika kontinuirano ispituje i propituje, a dobivene zaključke treba stavljati u kontekst razdoblja u kojem je istraživanje provedeno. Samo sumiranjem rezultata istih ili sličnih istraživanja kroz dulje vremensko razdoblje moguće je doći do konačne znanstvene spoznaje o vezi financijske strukture poduzeća i njegovih financijskih rezultata. Ovo istraživanje predstavlja tek mali korak u tom smjeru.

## **Literatura**

Bevan, A. A.; Danbolt, J., (2000), Capital Structure and its Determinants in the United Kingdom – A Decompositional Analysis, University of Glasgow Working Paper, No. 2000-2, <http://ssrn.com/abstract=233550> (pristupljeno 6. 8. 2015.)

Durand, D., (1952), Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement, Conference on Research in Business Finance, National Bureau of Economic Research, New York, pp. 215–247.

Financijska agencija na [www.fina.hr](http://www.fina.hr)

Flannery, M. J.; Rangan, K.P., (2006), Partial Adjustment toward Target Capital Structures, Journal of Financial Economics, Vol. 79, Issue 3, pp. 469–506.

Harris, M.; Raviv, A., (1991), The Theory of Capital Structure, Journal of Finance, Vol. 46, Issue 1, pp. 297–355.

Modigliani, F.; Miller, M. H., (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, American Economic Review, Vol. 48, No. 3, pp. 261–297.

Myers, S. C., (1984), The Capital Structure Puzzle, Journal of Finance, Vol. 39, Issue 3, pp. 575–592.

Myers, S. C.; Majluf, N., (1984), Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, Journal of Financial Economics, Vol. 13, Issue 2, pp. 187–221.

Ooi, J., (1999), The Determinants of Capital Structure: Evidence on UK Property Companies, Journal of Property Investment and Finance, Vol. 17, No. 5, pp. 464–480.

Ross, S. A., (1977), The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach, Bell Journal of Economics, Vol. 8, Issue 1, pp. 23–40.

Zagrebačka burza na [www.zse.hr](http://www.zse.hr)

Žager, K.; Mamić Sačer, I.; Sever, S.; Žager, L. (2009), Analiza financijskih izvještaja, Masmedia, Zagreb

## Prilozi

**Tablica 2** Izvori financiranja analiziranih poduzeća u 2011. godini

Izvor: Izračun autora  
(u milijunima kuna)

Oznaka	Imovina	Vlastiti kapital	Dugoročne obveze		Kratkoročne obveze		Dobit/gubitak
			Iznos	%	Iznos	%	
ADPL-R-A	1.201	703	95	19%	403	81%	65
ADRS-P-A	8.798	7.286	267	18%	1.245	82%	500
ARNT-R-A	953	682	197	73%	74	27%	-19
ATGR-R-A	5.355	1.512	2.715	71%	1.128	29%	58
ATPL-R-A	2.703	1.592	836	75%	275	25%	91



BLJE-R-A	3.811	1.169	1.621	61%	1.021	39%	-71
DDJH-R-A	715	204	214	42%	297	58%	-1,3
DLKV-R-A	2.486	610	680	36%	1.196	64%	-278
ERNT-R-A	1.191	851	6	2%	334	98%	28
HT-R-A	13.224	11.019	490	22%	1.715	78%	1.828
INA-R-A	30.825	14.365	8.788	53%	7.672	47%	2.053
JDPL-R-A	1.134	694	238	54%	202	46%	28
KOEI-R-A	3.496	1.937	628	40%	931	60%	192
KRAS-R-A	1.308	658	222	34%	428	66%	23
LEDO-R-A	1.185	865	107	33%	213	67%	127
LKRI-R-A	637	454	76	42%	107	58%	120
PODR-R-A	3.788	1.629	936	43%	1.223	57%	58
PTKM-R-A	1.808	764	94	9%	950	91%	106
RIZO-R-A	112	97	1	7%	14	93%	-4,8
THNK-R-A	1.511	322	326	27%	863	73%	0,97
ULPL-R-A	1.947	664	927	72%	356	28%	-6,9
VART-R-1	949	317	205	32%	427	68%	-70
VDKT-R-A	999	238	185	24%	576	76%	105
VPIK-R-A	1.254	545	325	46%	384	54%	58

**Tablica 3** Izvori financiranja analiziranih poduzeća u 2012. godiniIzvor: Izračun autora  
(u milijunima kuna)

Oznaka	Imovina	Vlastiti kapital	Dugoročne obveze		Kratkoročne obveze		Dobit/gubitak
			Iznos	%	Iznos	%	
ADPL-R-A	1.304	715	213	36%	376	64%	56
ADRS-P-A	8.979	7.669	314	24%	996	76%	500
ARNT-R-A	1.106	683	370	87%	53	13%	674

ATGR-R-A	5.149	1.461	2.516	68%	1.172	32%	183
ATPL-R-A	3.069	1.496	1.318	84%	255	16%	103
BLJE-R-A	3.891	1.067	1.504	53%	1.320	47%	-107
DDJH-R-A	597	198	159	40%	240	60%	-5,9
DLKV-R-A	1.919	189	496	29%	1.234	71%	-425
ERNT-R-A	1.170	755	4	1%	411	99%	127
HT-R-A	13.113	10.899	425	19%	1.789	81%	1.828
INA-R-A	28.187	14.954	4.429	33%	8.804	67%	589
JDPL-R-A	1.065	643	229	54%	193	46%	-50
KOEI-R-A	3.531	2.068	664	45%	799	55%	178
KRAS-R-A	1.206	636	188	33%	382	67%	4,4
LEDO-R-A	2.797	1.746	107	10%	944	90%	154
LKRI-R-A	625	460	77	47%	88	53%	5,9
PODR-R-A	3.618	1.628	780	39%	1.210	61%	-1,8
PTKM-R-A	1.936	584	138	10%	1.214	90%	-185
RIZO-R-A	97	88	1	11%	8	89%	-8,9
THNK-R-A	1.481	321	311	27%	849	73%	1,6
ULPL-R-A	2.182	603	1.166	74%	413	26%	-75
VART-R-1	876	182	175	25%	519	75%	-134
VDKT-R-A	749	211	81	15%	457	85%	-27
VPIK-R-A	1.338	555	16	2%	767	98%	10

**Tablica 4.** Izvori financiranja analiziranih poduzeća u 2013. godiniIzvor: Izračun autora  
(u milijunima kuna)

Oznaka	Imovina	Vlastiti kapital	Dugoročne obveze		Kratkoročne obveze		Dobit/gubitak
			Iznos	%	Iznos	%	
ADPL-R-A	1.536	703	259	31%	575	69%	28

ADRS-P-A	7.130	6.457	330	49%	343	51%	394
ARNT-R-A	1.110	684	375	88%	51	12%	718
ATGR-R-A	5.083	1.764	2.131	64%	1.188	36%	243
ATPL-R-A	2.881	1.451	1.185	83%	245	17%	7
BLJE-R-A	4.236	770	1.189	34%	2.277	66%	129
DDJH-R-A	607	73	92	17%	442	83%	-124
DLKV-R-A	1.736	40	33	2%	1.663	98%	-134
ERNT-R-A	1.048	671	6	2%	371	98%	144
HT-R-A	12.820	10.700	276	13%	1.844	87%	1.466
INA-R-A	25.909	12.875	4.861	37%	8.173	63%	-1.736
JDPL-R-A	1.119	583	350	65%	186	35%	-60
KOEI-R-A	3.467	2.175	206	16%	1.086	84%	164
KRAS-R-A	1.151	638	137	27%	376	73%	12
LEDO-R-A	2.191	1.556	16	3%	619	97%	191
LKRI-R-A	609	464	67	46%	78	54%	4,7
PODR-R-A	3.458	1.691	627	35%	1.140	65%	62
PTKM-R-A	1.610	438	63	5%	1.109	95%	-330
RIZO-R-A	93	75	1	6%	17	94%	-13
THNK-R-A	1.370	322	292	28%	756	72%	1,1
ULPL-R-A	1.969	517	1.184	82%	268	18%	-87
VART-R-1	596	258	80	24%	258	76%	188
VDKT-R-A	746	182	71	13%	493	87%	-29
VPIK-R-A	1.410	491	108	12%	811	88%	-12

**Tablica 5** Financijski pokazatelji analiziranih poduzeća  
Izvor: Izračun autora

Oznaka	Koefficient zaduženosti (LEV)			Koefficient financiranja (FIN)			Profitabilnost kapitala (ROE u %)			Profitabilnost imovine (ROA u %)		
	2011.	2012.	2013.	2011.	2012.	2013.	2011.	2012.	2013.	2011.	2012.	2013.
ADPL-R-A	0,41	0,45	0,54	0,71	0,82	1,19	9,25	7,83	3,98	5,41	4,29	1,82
ADRS-P-A	0,17	0,14	0,17	0,12	0,17	0,21	6,86	6,53	6,10	5,68	5,57	5,53
ARNT-R-A	0,28	0,38	0,38	0,40	0,62	0,62	-2,79	98,68	104,97	-1,99	60,94	64,68
ATGR-R-A	0,72	0,72	0,67	2,54	2,52	2,03	3,84	12,53	13,78	1,08	3,55	4,78
ATPL-R-A	0,41	0,51	0,50	0,70	1,05	0,98	5,72	6,89	0,48	3,37	3,36	0,24
BLJE-R-A	0,69	0,74	0,82	2,26	2,90	4,50	-6,07	-10,55	-16,75	-1,86	-2,70	-3,05
DDJH-R-A	0,71	0,67	0,65	2,50	2,01	1,96	-0,64	-2,98	-169,86	-0,18	-0,99	-20,43
DLKV-R-A	0,75	0,90	0,98	3,07	9,15	4,20	-45,57	-224,87	-335,00	-11,18	-22,15	-7,72
ERNT-R-A	0,29	0,35	0,36	0,40	0,55	0,56	3,29	16,82	21,46	2,35	10,85	13,74
HT-R-A	0,16	0,17	0,16	0,19	0,20	0,20	16,59	16,77	13,70	13,82	13,94	11,44
INA-R-A	0,53	0,47	0,60	1,92	0,88	1,10	14,29	3,94	-13,48	6,66	2,09	-6,70
JDPL-R-A	0,40	0,40	0,49	0,65	0,65	0,52	4,03	-7,78	-10,29	2,47	-4,69	-5,36
KOEI-R-A	0,44	0,41	0,37	0,80	0,71	0,59	9,91	8,61	7,54	5,49	5,04	4,73
KRAS-R-A	0,50	0,47	0,44	0,99	0,89	0,80	3,50	0,69	1,88	1,76	0,36	1,04
LEDO-R-A	0,27	0,47	0,29	0,37	0,89	0,41	14,68	10,72	12,28	10,72	5,66	8,72
LKRI-R-A	0,29	0,26	0,24	0,40	0,36	0,31	26,43	1,28	1,01	18,84	0,94	0,77
PODR-R-A	0,57	0,55	0,47	1,32	1,22	0,95	3,56	-1,11	10,82	1,53	-0,50	5,54

PTKM-R-A	0,53	0,70	0,73	1,14	2,31	2,67	13,87	-31,68	-75,34	5,86	-9,56	-20,50
RIZO-R-A	0,13	0,09	0,19	0,15	0,10	0,24	-4,95	-10,11	-17,33	-4,29	-9,18	-13,98
THNK-R-A	0,79	0,78	0,78	3,69	3,61	3,25	0,30	0,50	0,34	0,06	0,11	0,08
ULPL-R-A	0,65	0,73	0,73	1,94	2,62	2,80	-2,15	-12,44	-16,83	-0,35	-3,44	-4,42
VART-R-1	0,67	0,79	0,57	2,00	3,81	1,31	-22,08	-73,63	72,87	-7,38	-15,30	31,54
VDKT-R-A	0,76	0,72	0,76	3,20	2,55	3,10	44,12	-12,80	-15,93	10,51	-3,60	-3,89
VPIK-R-A	0,56	0,58	0,65	1,29	1,41	1,87	10,64	1,80	-2,44	4,63	0,75	-0,85
Prosjek	0,49	0,52	0,52	1,36	1,75	1,52	11,23	13,83	19,37	5,90	8,39	11,05

Napomena: Prosječni pokazatelji profitabilnosti (ROE i ROA) izračunati su samo za poduzeća koja nisu ostvarila gubitak.