

Prof. dr. sc. Stipan Penavin
Ekonomski fakultet u Osijeku

Prof. dr. sc. Nataša Šarlija
Ekonomski fakultet u Osijeku

UDK 374.7:330.14(497.5)
Izvorni znanstveni članak

POJAVE U KRETANJU STRUKTURE KAPITALA HRVATSKIH PODUZEĆA U PREDRECESIJSKOM RAZDOBLJU (2002. - 2007.)¹

SAŽETAK

Ciljevi rada bili su analizirati načine promjene strukture kapitala poduzeća u Hrvatskoj kroz razdoblje od 2002. do 2007. godine te ispitati postoji li razlika u strukturi kapitala s obzirom na djelatnost i regije u Hrvatskoj. Struktura kapitala u ovom se radu pratila kroz analizu 3 financijska koeficijenta: koeficijent zaduženosti, odnos obveza prema kapitalu i faktor zaduženosti. U istraživanju je obuhvaćen reprezentativan uzorak 1500 hrvatskih poduzeća čija se struktura kapitala pratila u promatranom razdoblju. Poduzeća su raspoređena u 3 djelatnosti: proizvodnja, usluge i trgovina, i 3 regije: istočna, sjeverozapadna i jadranska. Za analizu longitudinalnih podataka upotrijebljena je analiza varijance (ANOVA) za ponovljena mjerenja. Rezultati su pokazali da je najčešći način promjene strukture kapitala onaj kod kojega temeljni kapital ostaje isti, a vlastita sredstva rastu kroz zadržanu dobit dok se sredstva iz tuđih izvora također povećavaju. Nadalje, postoji razlika u strukturi kapitala s obzirom na djelatnost i regije u Hrvatskoj kroz vrijeme. Najveća zaduženost zabilježena je u djelatnosti trgovina, a najmanja u uslužnim djelatnostima. Također, najveća zaduženost postoji u istočnoj regiji, a najmanja u sjeverozapadnoj.

KLJUČNE RIJEČI

struktura kapitala, izvori financiranja, hrvatska poduzeća, predrecesijsko razdoblje, zaduženost poduzeća

¹ Rad je nastao kao rezultat istraživanja u okviru znanstvenog projekta "Modeli za ocjenu rizičnosti poslovanja poduzeća", koji se provodi uz potporu Ministarstva znanosti, obrazovanja i sporta Republike Hrvatske.

1. Uvod

Osiguranje adekvatnih izvora financiranja razvika predstavlja za svako poduzeće jedno od prioritarnih pitanja. Pritom se uvijek otvara dilema treba li za ovu namjenu koristiti vlastita ili tuđa sredstva. Dilema može nastati, naravno, u uvjetima kada postoji mogućnost izbora između navedenih alternativa. 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 razvika, nego moraju prihvatiti onu, koja im je dostupna.

Ova je pojava bila često prisutna u proteklom razdoblju u hrvatskoj gospodarskoj praksi. Hrvatska su poduzeća u tome razdoblju prolazila različita iskustva kada je u pitanju financiranje razvika. Zbog nasljeđa iz devedesetih godina, onih ratnih ali i tranzicijskih, početak ovog stoljeća dočekala su financijski iscrpljena s vrlo oskudnim vlastitim razvojnim kapitalom. Istraživanje koje su proveli Haas i Peeters² 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. Određene promjene dogodile su se početkom ovog desetljeća kada su se zbog stabiliziranja političke situacije u Hrvatskoj i njezinu okruženju otvorile mogućnosti dotoka stranoga kapitala. S tim su se stvorili povoljniji uvjeti i za povećanje vlastitoga kapitala (ili iz akumulacije, koja se postupno povećavala ili na tržištu kapitala) kao i mogućnost povoljnijeg zaduživanja kod banaka i na tržištu kapitala.

Ovakve okolnosti trajale su negdje do polovice 2008. godine, kada je počela kriza, koja je ponovno uvela hrvatsko gospodarstvo u recesiju. Predmet ovog rada je tema u okviru koje se pokušavaju dobiti odgovori na pitanje je li razvojna ekspanzija u predrecisijskom razdoblju utjecala i na koji način na promjenu strukture kapitala u hrvatskim

poduzećima. U cilju dobivanja odgovora na ovo pitanje provedeno je istraživanje razdoblja od 2002. do 2007. godine, koje je upravo karakteristično po relativno povoljnoj mogućnosti izbora izvora financiranja razvika hrvatskih poduzeća. U istraživanju koje je provedeno obuhvaćen je reprezentativni uzorak od 1500 hrvatskih poduzeća čija se struktura kapitala pratila u razdoblju od 2002. do 2007. godine. Struktura kapitala prati se u ovom istraživanju kroz analizu tri financijska koeficijenta: koeficijent zaduženosti, odnos obveza prema kapitalu i faktor zaduženosti. Istraživanje je imalo dva cilja: prvo, analizirati način promjene strukture kapitala u smislu uočavanja kretanja udjela vlastitih i tuđih izvora financijskih sredstava u ukupnim izvorima sredstava i drugo, istražiti kretanje strukture kapitala kako kroz godine tako i s obzirom na djelatnost i regiju u Hrvatskoj.

Naime, s obzirom na različitu strukturu poduzeća u regijama te različitu razvijenost regija može se očekivati da će se pokazati razlike u strukturi kapitala između regija u Hrvatskoj. Cornell et al.³ su na uzorku poljskih i mađarskih poduzeća pokazali da je njihova zaduženost niža od onih razvijenijih u zapadnim ekonomijama. Pored toga, struktura kapitala se razlikuje s obzirom na djelatnost. Jõeveer⁴ je u istraživanju koje je provedeno u 9 istočnoeuropskih zemalja pokazala da je struktura kapitala različita zbog makroekonomskih uvjeta, uvjeta vezanih uz države, ali i s obzirom na djelatnost poduzeća. Vidučić⁵ naglašava da su poduzeća unutar iste industrije sličnija u strukturi kapitala, nego tvrtke iz različitih industrija. Naime, tvrtke u nekim industrijama imaju konzistentno niže poluge (elektronika, prehrambena industrija, lijekovi), dok se u drugima koriste više poluge (telekomi, komunalna poduzeća, zračni prijevoznici, tekstilna industrija, cement, industrija papira). Također, Vidučić⁶ je u svom istraživanju

3 Cornell, F., Portes, R., Schaffer, M. E., Financial Structure of Firms in the CEECs. Different Paths to a Market Economy: China and European Economies in Transition, 7, CEPR/CEPII/OECD., 1998.

4 Jõeveer, K., Sources of Capital Structure: Evidence from Transition Countries, Eesti Pank Bank of Estonia, 2006.

5 Vidučić, Lj., Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala, Ekonomski pregled, 52 (7-8), 2001. pp. 784-800

6 Vidučić, Lj., Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala, Ekonomski pregled, 52 (7-8), 2001. pp. 784-800

2 Haas, R., Peeters, M., The dynamic adjustment towards target capital structures of firms in transition economies, European Bank for Reconstruction and Development, London, 2004.

istaknula da poduzeća teže održavati pokazatelj zaduženosti na istoj razini u tijeku vremena, ali da hrvatska poduzeća u razdoblju od 1994. do 1998. pokazuju lagani trend rasta financijske poluge, primjerice, koeficijent zaduženosti je u prosjeku 1994. godine iznosio 26,1 da bi u 1998. bio 46,1.

Struktura rada je sljedeća: u poglavlju 1. je dan uvod, u poglavlju 2. je opisana struktura kapitala kao okvir financiranja poduzeća, poglavlje 3. obrađuje karakteristike strukture kapitala hrvatskih poduzeća, poglavlje 4. prikazuje rezultate istraživanja koji obuhvaćaju analizu načina promjene strukture kapitala u hrvatskim poduzećima kroz razdoblje od 2002. do 2007. godine te analizu strukture kapitala s obzirom na djelatnost i regiju također kroz navedeni vremenski period; i konačno u poglavlju 5. su dani zaključci i diskusija te smjernice za daljnja istraživanja.

2. Struktura kapitala kao okvir financiranja poduzeća

Pitanje strukture kapitala poduzeća vezano je primarno uz problem financiranja njegova rasta. Drugim riječima, definirati strukturu kapitala znači definirati izvore financiranja njegovih dugoročnih potreba. Iako postoji vrlo širok spektar dostupnih sredstava, O'Regan zaključuje na tržištu se primjerenost financijskih instrumenta može klasificirati kao kapital ili dug⁷. Prema tome, u osnovi postoje dva oblika pribavljanja financijskih sredstava za dugoročno financiranje; vlastita sredstva i tuđa sredstva, pribavljena zaduživanjem na financijskom tržištu. Kakav će pritom biti omjer jednog i drugog oblika, ovisit će o odluci menadžmenta o strukturi kapitala, odnosno politici dugoročnog financiranja poduzeća.

Vrlo važno pitanje, koje se pritom nameće, jest zašto je toliko značajna struktura kapitala poduzeća. Odgovor se nalazi u utjecaju strukture kapitala na kretanje vrijednosti poduzeća. S obzirom na tu činjenicu struktura kapitala predstavlja instrument menadžmenta u kreiranju poslovne politike kojom on nastoji povećati vrijednost poduzeća. To zapravo znači da bi „pri odlučivanju o formiranju strukture

kapitala ili financijskoj poluzi (odnosu duga i vlastitog kapitala) financijski menadžer trebao slijediti cilj maksimalizacije vrijednosti poduzeća⁸. Očito je da se maksimalna vrijednost poduzeća može postići samo uz optimalnu strukturu kapitala. Ako je cilj menadžmenta maksimalizacija vrijednosti poduzeća, onda to upućuje na zaključak da bi on trebao permanentno održavati optimalnu strukturu kapitala poduzeća. Naravno, sada se postavlja jedno od ključnih pitanja u procesu financiranja, može li se uopće postići optimalna struktura kapitala, odnosno optimalan odnos tuđih i vlastitih sredstava i pod kojim uvjetima? Ekonomska je teorija, u pokušaju da razriješi dileme oko ovog pitanja i objasni značenje strukture kapitala i njezin utjecaj na vrijednost poduzeća, ponudila više pristupa. Raspon kretanja razmišljanja o problematici optimalne strukture kapitala kretao se od pristupa da je vrijednost poduzeća determinirana isključivo novčanim tijekovima i poslovnim rizikom, a da je pritom struktura kapitala irelevantna (Miller-Modigliani), do pristupa da je optimalna struktura kapitala realna i da ona nastaje u trenutku kada je trošak kapitala najniži (tradicionalni pristup)⁹.

Uz optimalan stupanj strukture kapitala optimalan je zapravo i stupanj zaduženosti poduzeća. To znači da bi efekti od duga kroz porezni zakon bili maksimalni, a rizici zbog eventualnoga financijskog poremećaja bili minimalni. „Kroz međuovisnost koristi od poreznog zakona koji izazivaju dugovi i povećanja rizika koji izaziva povećanje troškova bankrota u strukturi zahtijevanog prinosa na glavnici i dugova poduzeća definira se i optimalna financijska struktura.“¹⁰ Svako daljnje zaduživanje iznad ove razine povećalo bi mogućnost financijskog poremećaja i zbog toga bi povećalo trošak kapitala, čime bi struktura kapitala postala suboptimalna.

8 Vidučić Ljiljana: Financijski menadžment, RRIF, Zagreb, 2006., pp.207

9 Ross, Westerfield, Jordan, Essentials of Corporate Finance, McGraw-Hill Irwin, Boston, 2001, pp. 374

10 Orsag, S., Vrijednosni papiri, Rifin, Sarajevo, 2003., pp. 586

7 O'Regan, P., Financial Information Analysis, John Wiley & Sons, LTD, Chichester, 2001. pp.230

3. Obilježja strukture kapitala hrvatskih poduzeća

Transformacija društveno-gospodarskog sustava u gotovo svim bivšim socijalističkim zemljama predstavljala je za njih vrlo težak i složen proces. U Republici Hrvatskoj, koju je također zahvatio, ovaj je proces imao još i dodatnu dimenziju jer se u svojoj prvoj fazi odvijao u uvjetima ratnog stanja. U većem dijelu zemlje ratna su djelovanja utjecala na značajno smanjenje gospodarskih aktivnosti, prekid prometnih tokova, prekid ili smanjenje brojnih poslovnih kontakata. U isto vrijeme, odvijao se proces privatizacije, u okviru kojeg su zabilježeni brojni problemi što je dodatno opteretilo cijelu gospodarsku ali i socijalnu situaciju u zemlji. U takvim se uvjetima investicijska klima bitno pogoršala, pa su u tom smislu i investicijske aktivnosti svedene na minimum. To je značilo da je dotok svježega kapitala bio zanemariv, a ako ga je u nekim sektorima i bilo, on je u svakom slučaju bio nedovoljan. Naravno da je to utjecalo na povećanje njegove cijene na financijskom tržištu. Poduzeća koja su bila poslovno aktivna do kapitala su mogla doći isključivo zaduživanjem uz vrlo visoke kamate, zbog čega im je trošak kapitala znatno povećan, a to znači da je i cijena njihovih proizvoda ili usluga postala nekonkurentna. Budući da većina poduzeća u navedenim okolnostima nije ostvarivala pozitivne poslovne rezultate iz kojih bi se mogla stvarati akumulacija kroz zadržanu dobit ili pričuve, struktura kapitala cijeloga gospodarstva postajala je sve nepovoljnija. Kod većine poduzeća, čak i onih koja su imala relativno povoljnije poslovne pretpostavke, u procesu financiranja sve su dominantniji bili tuđi izvori. Naravno da je zbog toga kod njih postajao i sve veći stupanj zaduženosti, a s tim je postajao i veći stupanj financijske nesigurnosti, koji je nažalost imao tendenciju stalnog porasta. Koncem devedesetih godina zbog toga je vrlo veliki broj poduzeća imao takav odnos tuđih i vlastitih izvora da nije više mogao uredno podmirivati svoje tekuće obveze, što je još više kompliciralo njihovo funkcioniranje. Problemi se više nisu manifestirali samo na pojedinačnim slučajevima, nego su zahvatili cijele gospodarske grane (osobito pojedine industrijske

grane, turizam, prehrambeno-proizvodni sektor). Posljedica je bio val stečajeva, koji se dogodio početkom ovog desetljeća, a koji je zahvatio vrlo veliki broj poduzeća. U razdoblju od 2000. do 2005. godine, zatvoreno je ukupno 5.588 stečajeva, bez podataka za područje Trgovačkog suda u Splitu.¹¹ To što on nije bio i veći, ne znači da nije bilo uvjeta za to, s obzirom na financijsko stanje u velikom broju poduzeća. Razlog je više bio politički jer se često puta radilo o značajnim poduzećima i sektorima u čijoj vlasničkoj strukturi je Država imala dominantno mjesto, npr. turizam, a za koje se pretpostavilo da će biti predmet interesa stranih investitora čim se za to stvore političke pretpostavke u okruženju.

Stabiliziranjem političkog stanja u regiji u Republici se Hrvatskoj znatno intenzivirala investicijska aktivnost u okviru koje su sve značajnije mjesto zauzimali strani ulagači. Prodor stranoga kapitala odvijao se u dva smjera, kroz portfolio i u tzv. greenfield investicije s tim što treba istaknuti da je udio prvih bio znatno veći nego ovih drugih. Kako je u prvom valu portfolio investicija bio uglavnom zahvaćen financijski sektor, prije svega bankarski, vrlo brzo se na financijskom tržištu povećala ponuda kreditnih sredstava s uvjetima koji su s vremenom postojali sve povoljniji. U isto je vrijeme tržište kapitala bilo još uvijek na vrlo niskom stupnju razvijenosti, pa ono nije moglo odigrati značajniju ulogu u pribavljanju kapitala kroz emisiju vlasničkih vrijednosnih papira. Zbog toga se razvitak poduzeća i dalje pretežito odvijao na zaduživanju, a još uvijek nedovoljno na unosu svježega kapitala. Iako je postojala tendencija i domaćih i stranih ulaganja kroz dokapitalizaciju, praksa financiranja kroz zaduživanje bila je još uvijek toliko zastupljena da se kapitalna struktura hrvatskoga gospodarstva nije značajnije promijenila. No rezultati istraživanja koje su proveli Klapper i Tzioumis¹² pokazuju da su niži porezi utjecali na strukturu kapitala hrvatskih poduzeća na način da se smanjio stupanj financiranja dugoročnim obvezama, a povećao se stupanj financiranja kapitalom vlasnika.

11 Sajter, D., Regionalna indiciranost stečajeva u Republici Hrvatskoj, *Ekonomski vjesnik*, Ekonomski fakultet u Osijeku, br. 1 i 2, 2007, pp. 31-42.

12 Klapper, L., Tzioumis, K., *Taxation and Capital Structure: evidence from a transition economy*, Hellenic Observatory Papers on Greece and Southeast Europe, 2008.

4. Rezultati istraživanja: promjena strukture kapitala u RH u razdoblju od 2002. do 2007.

4.1. Opis podataka i metodologija istraživanja

Istraživanje za ovaj rad provedeno je na 1500 poduzeća, gdje se struktura kapitala promatrala za ista poduzeća u razdoblju od 2002. do 2007. godine. Radi se o reprezentativnom uzorku za hrvatska poduzeća, a izvor podataka je Financijska agencija FINA. Struktura kapitala proučavala se kroz 3 financijska koeficijenta: koeficijent zaduženosti (ukupne obveze/ukupna imovina), odnos obveza prema kapitalu (obveze/kapital) i faktor zaduženosti (ukupne obveze/(zadržana dobit+amortizacija)). Cilj istraživanja je istražiti strukturu kapitala hrvatskih poduzeća kroz godine, djelatnosti i regije pa su poduzeća razvrstana u 3 osnovne djelatnosti, proizvodnja, usluge i trgovina te 3 regije, istočna, sjeverozapadna i jadranska. Kod regija se radi o NUTS regijama, a to su statističke prostorne jedinice koje se utvrđuju sukladno EU klasifikaciji. U istočnu regiju ulazi 8 županija (Bjelovarsko-bilogorska, Virovitičko-podravska, Požeško-slavonska, Brodsko-posavska, Osječko-baranjska, Vukovarsko-srijemska, Karlovačka, Sisačko-moslavačka županija), u sjeverozapadnu 6 (Zagrebačka, Krapinsko-zagorska, Varaždinska, Koprivničko-križevačka, Međimurska županija i Grad Zagreb) i u jadransku 7 županija (Primorsko-goranska, Ličko-senjska, Zadarska, Šibensko-kninska, Splitsko-dalmatinska, Istarska, Dubrovačko-neretvanska županija). Distribucija poduzeća u uzorku prema djelatnosti i regiji nalazi se u tablici 1.

U svrhu izvođenja statističkog testiranja upotrijebljena je metoda analize varijance za ponovljena mjerenja¹³ s obzirom na to da je riječ o istim poduzećima koja se promatraju kroz period od 6 godina, a želimo istražiti postoji li statistički značajna razlika u očekivanjima odabranih financijskih koeficijenata kroz godine s obzirom na djelatnost i regiju, kako pojedinačno tako i u interakciji.

4.2. Načini promjene strukture kapitala poduzeća

Promjena strukture kapitala podrazumijeva promjenu udjela vlastitog ili tuđeg izvora financijskih sredstava u ukupnim izvorima sredstava. Pritom uvijek dominira jedan od dva moguća oblika izvora financiranja; vlastiti ili tuđi. Kako se izvori sredstava formiraju uglavnom od osnivačkog kapitala, akumuliranoga kapitala (zadržana dobit, pričuve) i zaduživanja, promjena u strukturi kapitala predstavljat će zapravo promjenu odnosa među njima. Pritom mogu nastati različite kombinacije, što će ovisiti o baznom stanju strukture kapitala prije promjene, kao i dinamici same promjene jednog ili drugog izvora financiranja.

To u osnovi znači da pojedini elementi strukture kapitala s vremenom mogu ostati nepromijenjeni, a drugi u isto vrijeme mogu rasti ili padati, i to većom ili manjom dinamikom. Kao rezultat promjene navedenih odnosa može doći do smanjenja ili povećanja udjela vlastitog ili tuđeg izvora financiranja. Ako su npr. prije promjene u strukturi kapitala dominirala vlastita sredstva, moguće kombinacije u kretanju strukture kapitala nalaze se u tablici 2.

Po sličnom će se obrascu događati promjene

Tablica 1: Distribucija poduzeća u uzorku prema djelatnosti i regiji

Djelatnost	Struktura poduzeća u uzorku	Regije	Struktura poduzeća u uzorku
Proizvodnja	264%	Istočna	277%
Trgovina	418%	Sjeverozapadna	427%
Usluge	318%	Jadranska	296%
Ukupno	100%	Ukupno	100%

¹³ Girden, E., ANOVA Repeated Measures, SAGE University Paper, Newbury Park, CA: Sage, 1992.

Tablica 2: Moguće promjene strukture kapitala

Temeljni kapital	Akumulirani kapital	Zaduživanje	Stanje strukture kapitala
+	+	o	Vlastita sredstva ostaju dominantna
+	o	o	Vlastita sredstva ostaju dominantna
+	+	-	Vlastita sredstva ostaju dominantna
+	o	+	Ako se promjene događaju istom dinamikom, stanje u strukturi je nepromijenjeno, u suprotnom prevladat će element s bržom dinamikom
o	o	+	Tuđa sredstva postaju dominantna
o	+	+	Ako se promjene događaju istom dinamikom, stanje u strukturi je nepromijenjeno, u suprotnom prevladat će element s bržom dinamikom
o	+	-	Vlastita sredstva će ostati dominantna
o	o	+	Tuđa sredstva postaju dominantna

Legenda: + stanje rasta; o nepromijenjeno stanje; - stanje pada

u strukturi kapitala ukoliko su prije promjene dominantan udio imala tuđa sredstva. Isto tako, oblik promjene strukture kapitala bit će uvjetovan dinamikom promjena njezinih pojedinih elemenata. U svakom slučaju, broj mogućih kombinacija promjena elemenata u strukturi kapitala može biti veći što će primarno ovisiti o okolnostima koje vladaju u okruženju poduzeća.

Ukoliko se poduzeće odluči financirati svoj razvitak iz vlastitih izvora, ako je zbog smanjenih poslovnih aktivnosti akumulacija sredstava iz poslovnih rezultata ograničena, ono će u tom slučaju do novih sredstava doći dokapitalizacijom svoga temeljnog kapitala. Pored toga što će to promijeniti strukturu kapitala, proizvest će i određene efekte.

Efekti dokapitalizacije mogu biti različiti, što će biti uvjetovano okolnostima u kojima će se dokapitalizacija dogoditi. Značenje dokapitalizacije doći će osobito do izražaja u pozitivnom smislu za poduzeće u uvjetima inflacije, kada postoje tendencije po-

većanja kamatnih stopa, odnosno povećanja troškova posuđenih sredstava. Osim toga, dokapitalizacija će se pozitivno odraziti i u uvjetima poremećaja u poslovanju, odnosno u uvjetima nepovoljnih rezultata. Zbog nižeg stupnja zaduženosti, poduzeće bi u ovakvim okolnostima imalo veći stupanj financijske stabilnosti. Pozitivan efekt dokapitalizacije nastaje i zbog činjenice da su ulagači spremni preuzeti sve rizike koji mogu nastati u poslovanju u uvjetima eventualnih poremećaja, a da pritom za poduzeće ne postoji nikakva ugovorna obveza prema njima. Određeni problemi mogu međutim nastati zbog činjenice da se dokapitalizacijom mijenja vlasnička struktura poduzeća, što može kod postojećih vlasnika izazvati strah da će im se bitno ugroziti njihova vlasnička pozicija.

U svakom slučaju, dokapitalizacija kao postupak povećanja vlastitih sredstava dovodi poduzeće u znatno povoljniju i stabilniju financijsku situaciju. „Poduzeće koje se pretežno financira iz vlastitih

izvora manje je ovisno o ograničenjima koje postavljaju tuđi izvori. Zbog toga takvo poduzeće ima i veću financijsku i uopće poslovnu samostalnost. Osim toga manja je i ovisnost takvog poduzeća o financijskom tržištu i monetarno-kreditnoj politici tako da u uvjetima restriktivne monetarno kreditne politike i nepovoljnih tendencija na financijskom tržištu takvo poduzeće ne mora pod svaku cijenu uzimati sredstva.¹⁴

U uvjetima kada poduzeće ne može osigurati financijska sredstva unosom svježega kapitala, ono će se zadužiti bilo preko tržišta kapitala, izdavanjem obveznica, ili će to učiniti kod banke. I u jednom i u drugom slučaju promijenit će se struktura kapitala, pri čemu će se povećati zaduženost poduzeća.

Iako dug za poduzeće proizvodi trošak u vidu kamate, on proizvodi i određene pozitivne efekte za poduzeće. „Financiranje zaduživanjem ima jednu bitnu prednost: kamata koju kompanija plaća je trošak koji se odbija od poreza.“¹⁵

Izbor jednog ili drugog oblika financiranja, pored toga što je često uvjetovan okolnostima, mora biti,

zbog prethodno navedenih efekata, i predmet poslovne politike.

Sa stabilizacijom političke situacije u Republici Hrvatskoj i u njenu okruženju u promatranom razdoblju počele su se otvarati mogućnosti pristupa eksternim izvorima sredstava, ali su nastale i povoljnije pretpostavke za stvaranje vlastite akumulacije koja je mogla biti stavljena u funkciju vlastitog razvitka.

Ovakva je situacija doprinijela povećanju dinamike investiranja i kroz jedan i kroz drugi oblik financiranja. Za hrvatsko je gospodarstvo osobito značajno bilo financiranje proširenja kapitalne baze poduzeća kroz dokapitalizaciju. U razdoblju od navedenih promjena do kraja promatranog razdoblja struktura dokapitaliziranih sredstava poduzeća, gledano po djelatnostima, prikazana je u tablici 3. gdje se nalaze podaci za dionička društva.

Ukoliko bi mogao postojati određeni stupanj zadovoljstva odvijanjem procesa dokapitalizacije, pa i pored oscilacija u dinamici, malo je razloga za zadovoljstvo ako se ovaj proces promatra kroz alo-

Tablica 3: Alokacija dokapitaliziranih sredstava po djelatnostima 1996.-2007.

<i>Djelatnosti</i>	<i>Iznos u kn</i>	<i>Učešće u %</i>
<i>Poljoprivreda</i>	532.974.300	8.16
<i>Industrija</i>	504.736.765	7.72
<i>Graditeljstvo</i>	41.658.200	0.64
<i>Promet</i>	156.543.600	2.40
<i>Trgovina</i>	297.502.600	4.55
<i>Turizam</i>	586.770.610	8.98
<i>Financijski sektor</i>	3.825.952.780	58.55
<i>Usluge</i>	588.248.075	9.00
<i>Ukupno</i>	6.534.386.840	100.00

Izvor podataka: Podaci su izvedeni na temelju rješenja o odobrenju prospekta Komisije za vrijednosne papire RH

14 Orsag, Silvije: Financiranje emisijom vrijednosnih papira, Rifin, Zagreb, 1997, pp. 81.

15 Brealey, R.A., Myers, S.C., Marcus, A.J., Fundamentals of Corporate Finance, McGraw-Hill Irwin, 2004., pp. 405

kaciju dokapitaliziranih sredstava po djelatnostima. Sredstva koja su unesena u financijski sektor (banke i osiguravajuća društva) znatno premašuju uložena sredstva u bilo koji drugi sektor. Industrija je u tom pitanju tek na četvrtome mjestu. Pored financijskog sektora, poglavito za strane investitore bilo ja zani-

mljivo ulagati kroz dokapitalizaciju još u turizam i tzv. sektor usluga.

Iako dosadašnji tijek dokapitalizacije u Republici Hrvatskoj možda nije dao efekte koji su se objektivno mogli postići, sama činjenica da se ovaj proces ipak odvijao kroz navedeno razdoblje ukazuje da su se ovdje dogodile značajne promjene u formiranju strukture kapitala poduzeća.

U istom razdoblju na hrvatskome financijskom tržištu povećala se mogućnost zaduživanja, što je poduzećima omogućilo proširenje razvojnoga financijskog potencijala. Ukupno zaduživanje hrvatskih poduzeća po kreditima i emisijama obveznica odvijalo se u promatranom razdoblju dinamikom prikazanoj u tablici 4.

U cijelome promatranom razdoblju plasmani kredita i emisija obveznica imali su tendenciju porasta.

Kako se to odražavalo na promjenu strukture kapitala, može se vidjeti iz podataka u tablici 5. U razmatranje su uzete različite kombinacije kretanja elemenata strukture kapitala, kao i njihova zastupljenost po broju poduzeća u kojima je pojedina struktura kapitala prevladavala. Kao elementi pojedine kombinacije, koji predstavljaju strukturu kapitala, čije se kretanje pratilo, razmatrani su temeljni kapital i njegova eventualna promjena kroz dokapitalizaciju, vlastita sredstva i njihova promjena kroz zadržanu dobit i obveze koje su se povećavale ili smanjivale zbog većeg ili manjeg zaduživanja.

Tablica 4: Kreditni plasmani trgovačkim društvima

<i>Godina</i>	<i>Kreditni plasmani</i>	<i>Emisija obveznica</i>	<i>Ukupno zaduživanje</i>
2002	36.708.100.000	3.284.432.360	39.992.532.360
2003	39.777.400.000	150.000.000	39.927.400.000
2004	42.844.700.000	691.031.520	43.535.731.520
2005	49.105.900.000	181.245.000	49.287.145.000
2006	64.666.300.000	2.735.000.000	67.401.300.000
2007	74.001.700.000	1.320.000.000	75.321.700.000
<i>Ukupno</i>	<i>307.104.100.000</i>	<i>8.361.708.880</i>	<i>315.465.808.880</i>

Izvor: Hrvatska narodna banka, Bilten 143, XII. 2008.

Tablica 5: Načini promjene strukture kapitala za uzorak hrvatskih poduzeća u razdoblju od 2002. do 2007. godine

<i>Način promjene strukture kapitala*</i>	<i>% poduzeća 2002-2003</i>	<i>% poduzeća 2003-2004</i>	<i>% poduzeća 2004-2005</i>	<i>% poduzeća 2005-2006</i>	<i>% poduzeća 2006-2007</i>
<i>Temeljni +, Vlastiti +, Obveze o</i>	27%	0%	0%	0%	0%
<i>Temeljni +, Vlastiti o, Obveze o</i>	0%	0%	0%	0%	0%
<i>Temeljni +, Vlastiti +, Obveze –</i>	113%	115%	170%	97%	181%
<i>Temeljni +, Vlastiti +, Obveze +</i>	673%	266%	217%	251%	155%
<i>Temeljni o, Vlastiti o, Obveze +</i>	780%	712%	712%	681%	915%
<i>Temeljni o, Vlastiti +, Obveze +</i>	3007%	3317%	3047%	2985%	3031%
<i>Temeljni o, Vlastiti +, Obveze –</i>	1993%	2158%	2436%	2636%	2176%
<i>Temeljni o, Vlastiti +, Obveze +</i>	1193%	1266%	1230%	1322%	1261%
<i>Temeljni o, Vlastiti –, Obveze –</i>	1087%	791%	1013%	868%	1131%
<i>Ostalo</i>	1127%	1374%	1176%	1160%	1149%

* Temeljni = temeljni kapital; Vlastiti = vlastiti kapital; Obveze = kratkoročne i dugoročne obveze; + označava rast, – označava pad, a o označava nepromijenjeno stanje od godine do godine

Iz navedenih podataka evidentno je da su u promatranom razdoblju kod najvećeg broja poduzeća bile zastupljene dvije kombinacije kretanja strukture kapitala. U prvom slučaju bila je to kombinacija kod koje je temeljni kapital ostajao isti, ali su rasla vlastita sredstva kroz zadržanu dobit. Primjerice, za 30,07% poduzeća u 2003. godini u odnosu na 2002. godinu temeljni kapital je ostao isti, a vlastiti kapital i obveze su se povećale. Međutim sredstva iz tuđih izvora rasla su brže što ukazuje na tendenciju promjene u strukturi kapitala kroz zaduživanje. Ova je pojava, uz manje oscilacije, bila prisutna u cijelome promatranom razdoblju. Nešto je manji broj poduzeća 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. I u ovom slučaju dinamika ovih promjena je slična kao i u prethodnom. Postojale su još četiri kombinacije elemenata, koji čine strukturu kapitala, s relativno velikim brojem poduzeća u kojima su se one događale, a u kojima je prevladavala struktura kapitala u kojoj se nisu mijenjali odnosi ili su se mijenjali u korist zaduživanja. Sve ostale kombinacije mogu se svrstati u kategoriju „ostalo“.

4.3. Struktura kapitala poduzeća u Hrvatskoj s obzirom na djelatnost i regiju

Prethodna istraživanja opisana u uvodnom dijelu rada sugeriraju da se mogu očekivati razlike u strukturi kapitala poduzeća s obzirom na djelatnost poduzeća i područje odnosno regiju u kojoj poduzeća djeluju. Pored toga, prostorna alokacija hrvatskih poduzeća ima značajnog utjecaja na vrstu djelatnosti, prometnu povezanost, tržišnu poziciju, a s tim i na uspješnost poslovanja. Pozicija svih grana u gospodarskom sustavu nije identična već zbog činjenice što neke imaju veću komparativnu prednost na pojedinim dijelovima nacionalnog prostora od drugih, a neke su u proteklom razdoblju uspjele izgraditi veću konkurentsku sposobnost od drugih. Stoga su u ovom istraživanju testirane hipoteze o postojanju razlika u očekivanjima 3 financijska koeficijenta

kroz vrijeme, djelatnost i regiju.

U tablici 6. dane su aritmetičke sredine i standardne devijacije za koeficijent zaduženosti, odnos obveza prema kapitalu i faktor zaduženosti kroz godine prema djelatnostima za uzorak podataka hrvatskih poduzeća, a u grafikonu 1. nalaze se kutijasti dijagrami za sva 3 koeficijenta također kroz godine i djelatnost.

Kako bi se ispitalo postojanje razlike u strukturi kapitala izraženoj kroz 3 izračunata koeficijenta, kroz godine i djelatnosti za poduzeća u Hrvatskoj primijenjena je analiza varijance s ponovljenim mjerenjima. Rezultati testiranja nalaze se u tablici 7. Testiranje je pokazalo da za koeficijent zaduženosti postoji statistički značajna razlika između djelatnosti ($F=9,633$, $p=0,00071$), ali da ne postoji statistički značajna razlika kroz godine ($F=1,938$, $p=0,08469$). Iz podataka se vidi da je koeficijent zaduženosti, promatrajući sve godine zajedno, najniži kod uslužnih djelatnosti, u prosjeku 0,60, a najveći u trgovačkoj djelatnosti, u prosjeku 0,69, dok je kod proizvodnih djelatnosti koeficijent zaduženosti u prosjeku 0,62. Ako se pogledaju prosječne vrijednosti koeficijenta zaduženosti kroz godine, bez uzimanja u razmatranje djelatnost, može se zaključiti da se kroz sve godine one kreću oko 0,64 s blagim padom prema 0,63 kroz godine. Interakcijski efekt koji uzima u obzir i godine i djelatnosti nije statistički značajan ($F=0,349$, $p=0,967304$). Iz podataka se može uočiti da koeficijent zaduženosti blago opada kroz godine u svim djelatnostima s tim da, kao što je gore već navedeno, u prosjeku uslužne djelatnosti imaju niži koeficijent zaduženosti u odnosu na usluge i proizvodnju. Nadalje, kada se analizira odnos obveza prema kapitalu, rezultati pokazuju da postoji statistički značajna razlika između djelatnosti ($F=7,056$, $p=0,0009$), a također i kroz godine ($F=5,716$, $p=0,00029$). Iz podataka se uočava da su obveze prema kapitalu najveće u trgovini, u prosjeku za sve godine 1,99, a najmanje u uslužnim djelatnostima, u prosjeku 1,71. Ako se koeficijent promatra kroz godine, uzimajući u obzir sve djelatnosti zajedno, može se uočiti da je 2004. najveći i da nakon toga imamo blagi pad. Interakcijski efekt nije statistički značajan ($F=0,690$, $p=0,734667$). Razlog tomu je isti trend kretanja koeficijenta kroz godine

Tablica 6: Statistička distribucija koeficijenta zaduženosti, odnosa obveza prema kapitalu i faktoru zaduženosti prema godinama i djelatnosti

<i>Godina</i>	<i>Djelatnost</i>	<i>Koeficijent zaduženosti</i>	<i>Odnos obveza prema kapitalu</i>	<i>Faktor zaduženosti</i>
2002	<i>Proizvodnja</i>	$x = 0,67$ $(\sigma = 0,28)$	$x = 1,91$ $(\sigma = 1,39)$	$x = 6,19$ $(\sigma = 4,92)$
	<i>Usluge</i>	$x = 0,60$ $(\sigma = 0,32)$	$x = 1,79$ $(\sigma = 1,47)$	$x = 5,53$ $(\sigma = 4,73)$
	<i>Trgovina</i>	$x = 0,71$ $(\sigma = 0,29)$	$x = 1,99$ $(\sigma = 1,35)$	$x = 6,66$ $(\sigma = 5,18)$
2003	<i>Proizvodnja</i>	$x = 0,67$ $(\sigma = 0,29)$	$x = 1,87$ $(\sigma = 1,44)$	$x = 5,83$ $(\sigma = 4,97)$
	<i>Usluge</i>	$x = 0,61$ $(\sigma = 0,33)$	$x = 1,71$ $(\sigma = 1,42)$	$x = 5,21$ $(\sigma = 4,71)$
	<i>Trgovina</i>	$x = 0,72$ $(\sigma = 0,29)$	$x = 2,00$ $(\sigma = 1,42)$	$x = 6,68$ $(\sigma = 5,60)$
2004	<i>Proizvodnja</i>	$x = 0,66$ $(\sigma = 0,29)$	$x = 1,91$ $(\sigma = 1,41)$	$x = 5,42$ $(\sigma = 4,79)$
	<i>Usluge</i>	$x = 0,63$ $(\sigma = 0,32)$	$x = 1,79$ $(\sigma = 1,46)$	$x = 5,06$ $(\sigma = 5,08)$
	<i>Trgovina</i>	$x = 0,71$ $(\sigma = 0,29)$	$x = 2,05$ $(\sigma = 1,45)$	$x = 6,13$ $(\sigma = 5,48)$
2005	<i>Proizvodnja</i>	$x = 0,65$ $(\sigma = 0,30)$	$x = 1,89$ $(\sigma = 1,56)$	$x = 5,05$ $(\sigma = 4,80)$
	<i>Usluge</i>	$x = 0,62$ $(\sigma = 0,33)$	$x = 1,68$ $(\sigma = 1,65)$	$x = 4,80$ $(\sigma = 4,85)$
	<i>Trgovina</i>	$x = 0,71$ $(\sigma = 0,30)$	$x = 2,00$ $(\sigma = 1,65)$	$x = 5,70$ $(\sigma = 5,23)$
2006	<i>Proizvodnja</i>	$x = 0,64$ $(\sigma = 0,30)$	$x = 1,67$ $(\sigma = 1,33)$	$x = 5,34$ $(\sigma = 5,07)$
	<i>Usluge</i>	$x = 0,61$ $(\sigma = 0,33)$	$x = 1,67$ $(\sigma = 1,45)$	$x = 4,78$ $(\sigma = 4,92)$
	<i>Trgovina</i>	$x = 0,69$ $(\sigma = 0,30)$	$x = 1,91$ $(\sigma = 1,46)$	$x = 5,99$ $(\sigma = 5,63)$
2007	<i>Proizvodnja</i>	$x = 0,64$ $(\sigma = 0,30)$	$x = 1,76$ $(\sigma = 1,42)$	$x = 4,98$ $(\sigma = 4,67)$
	<i>Usluge</i>	$x = 0,60$ $(\sigma = 0,33)$	$x = 1,61$ $(\sigma = 1,42)$	$x = 4,30$ $(\sigma = 4,62)$
	<i>Trgovina</i>	$x = 0,67$ $(\sigma = 0,30)$	$x = 1,87$ $(\sigma = 1,48)$	$x = 5,30$ $(\sigma = 5,05)$

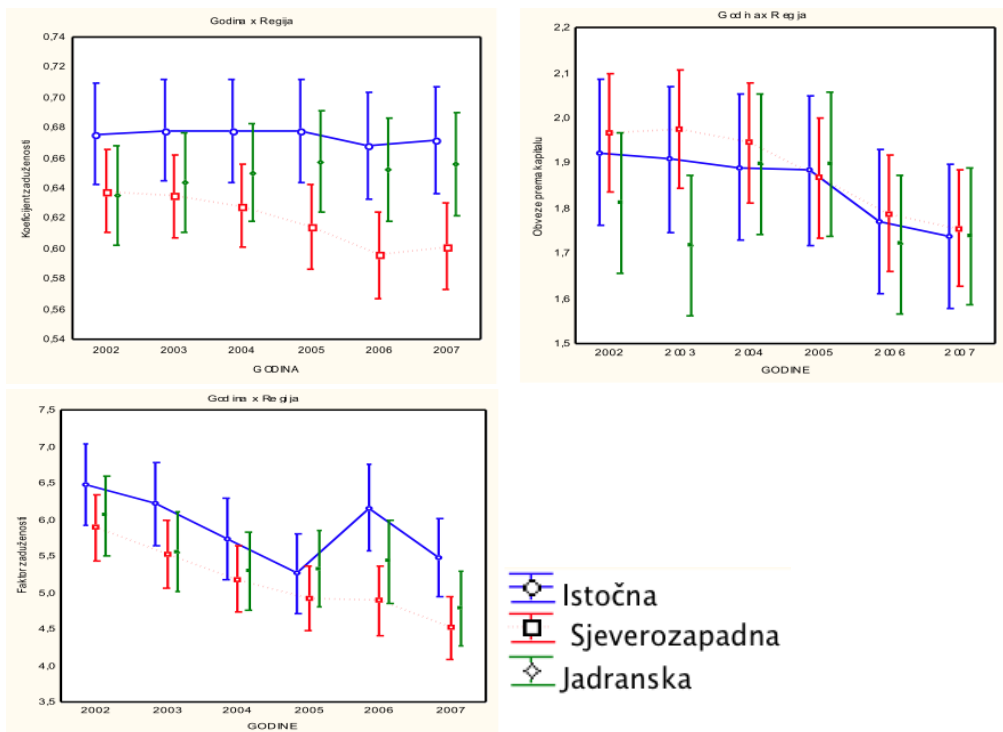
u svakoj od djelatnosti. Za faktor zaduženosti statistički značajna razlika postoji između djelatnosti ($F=10,481$, $p=0,00003$), a također i kroz godine ($F=13,595$, $p=0,00000$). Faktor zaduženosti je u prosjeku najniži kod uslužnih djelatnosti (4,88), zatim

slijedi proizvodnja s prosjekom od 5,23 pa trgovina, gdje je prosjek 6,00. Na godišnjoj razini, gledajući sve djelatnosti zajedno, uočava se da je faktor zaduženosti bio najveći u 2002. godini, u prosjeku 6,03 da bi u 2007. godini iznosio 4,82. Interakcijski

Tablica 7: Rezultati analize varijanci s ponovljenim mjerenjima za koeficijent zaduženosti, odnos obveza prema kapitalu i faktora zaduženosti prema godinama i djelatnosti

Efekt	Koeficijent zaduženosti		Obveze prema kapitalu		Faktor zaduženosti	
	F	p	F	p	F	p
Djelatnost	9633	.71	7056	.9	10481	.3
Godina	1938	.8469	5716	.29	13595	.0
Djelatnost x Godina	349	.967304	349	.967304	461	.915855

Grafikon 1: Kutijasti dijagrami koeficijenta zaduženosti, odnosa obveza prema kapitalu i faktora zaduženosti prema godinama i djelatnosti



Iz grafikona je vidljivo da je relativno najveća zaduženost prisutna u trgovini zatim u proizvodnji, a najmanje u uslužnim djelatnostima. Pored toga, valja primijetiti da trend zaduženosti lagano opada u 2006. i 2007. godini za trgovinu i usluge dok se u proizvodnji za koeficijent zaduženosti i odnos obveza prema kapitalu vidi rast.

Tablica 8: Statistička distribucija strukture kapitala prema godinama i regijama u Hrvatskoj

Godina	Djelatnost	Koeficijent zaduženosti	Odnos obveza prema kapitalu	Faktor zaduženosti
2002	Istočna	$x = 0,71 (\sigma = 0,29)$	$x = 1,97 (\sigma = 1,32)$	$x = 6,75 (\sigma = 5,38)$
	Sjeverozapadna	$x = 0,65 (\sigma = 0,30)$	$x = 1,93 (\sigma = 1,47)$	$x = 5,97 (\sigma = 4,85)$
	Jadranska	$x = 0,66 (\sigma = 0,31)$	$x = 1,82 (\sigma = 1,39)$	$x = 5,94 (\sigma = 4,77)$
2003	Istočna	$x = 0,71 (\sigma = 0,29)$	$x = 1,93 (\sigma = 1,36)$	$x = 6,41 (\sigma = 5,43)$
	Sjeverozapadna	$x = 0,65 (\sigma = 0,30)$	$x = 1,94 (\sigma = 1,54)$	$x = 5,84 (\sigma = 5,25)$
	Jadranska	$x = 0,67 (\sigma = 0,32)$	$x = 1,73 (\sigma = 1,34)$	$x = 5,79 (\sigma = 4,88)$
2004	Istočna	$x = 0,71 (\sigma = 0,29)$	$x = 1,95 (\sigma = 1,36)$	$x = 5,99 (\sigma = 5,51)$
	Sjeverozapadna	$x = 0,65 (\sigma = 0,30)$	$x = 1,95 (\sigma = 1,52)$	$x = 5,48 (\sigma = 5,28)$
	Jadranska	$x = 0,67 (\sigma = 0,32)$	$x = 1,89 (\sigma = 1,43)$	$x = 5,43 (\sigma = 4,73)$
2005	Istočna	$x = 0,69 (\sigma = 0,30)$	$x = 1,89 (\sigma = 1,37)$	$x = 5,34 (\sigma = 4,80)$
	Sjeverozapadna	$x = 0,64 (\sigma = 0,30)$	$x = 1,86 (\sigma = 1,49)$	$x = 5,00 (\sigma = 5,01)$
	Jadranska	$x = 0,67 (\sigma = 0,32)$	$x = 1,87 (\sigma = 1,44)$	$x = 5,49 (\sigma = 5,20)$
2006	Istočna	$x = 0,69 (\sigma = 0,31)$	$x = 1,79 (\sigma = 1,35)$	$x = 6,16 (\sigma = 5,77)$
	Sjeverozapadna	$x = 0,62 (\sigma = 0,31)$	$x = 1,80 (\sigma = 1,51)$	$x = 4,96 (\sigma = 5,09)$
	Jadranska	$x = 0,66 (\sigma = 0,32)$	$x = 1,70 (\sigma = 1,37)$	$x = 5,41 (\sigma = 5,01)$
2007	Istočna	$x = 0,68 (\sigma = 0,30)$	$x = 1,75 (\sigma = 1,35)$	$x = 5,49 (\sigma = 5,26)$
	Sjeverozapadna	$x = 0,60 (\sigma = 0,31)$	$x = 1,77 (\sigma = 1,54)$	$x = 4,53 (\sigma = 4,71)$
	Jadranska	$x = 0,66 (\sigma = 0,32)$	$x = 1,74 (\sigma = 1,41)$	$x = 4,82 (\sigma = 4,53)$

efekt nije statistički značajan ($F=0,461$, $p=0,915855$). Razlog tome je isti trend kretanja koeficijenta kroz godine u svakoj od djelatnosti.

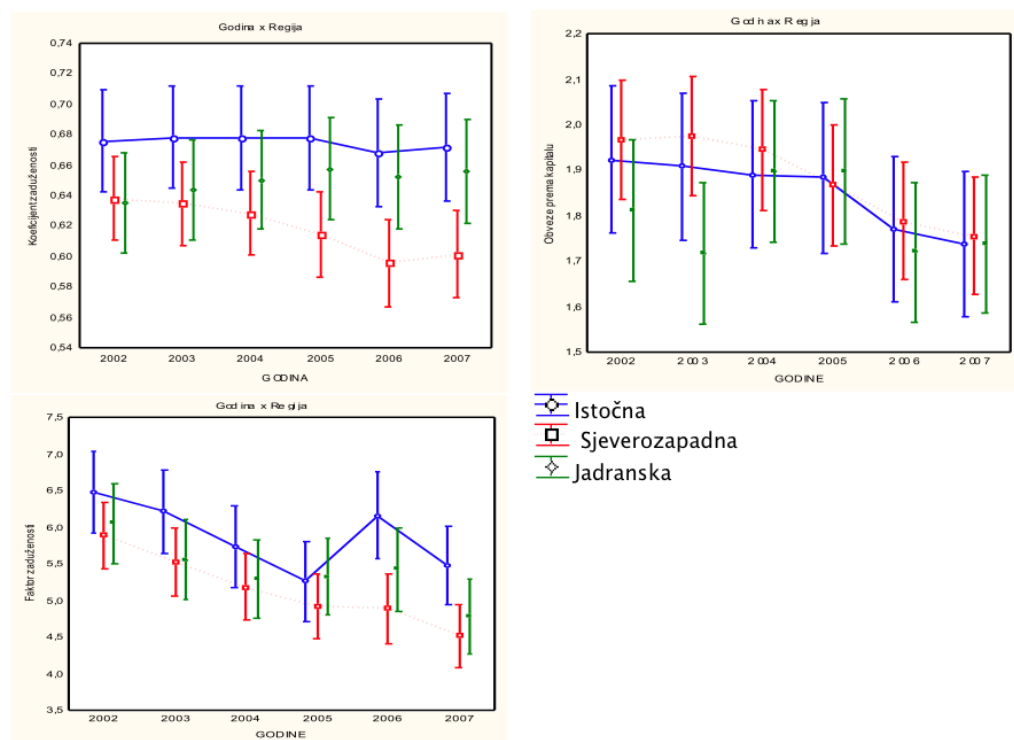
Nadalje, cilj je analizirati strukturu kapitala s obzirom na regije u Hrvatskoj. U tablici 8. dane su aritmetičke sredine i standardne devijacije za koeficijent zaduženosti, odnos obveza prema kapitalu i faktor zaduženosti kroz godine prema regijama u Hrvatskoj za uzorak podataka hrvatskih poduzeća, a u grafikonu 2. nalaze se kutijasti dijagrami za sva 3 koeficijenta također kroz godine i regiju.

Za ispitivanje postojanja razlike u kapitalnoj strukturi kroz godine i regije za poduzeća u Hrvatskoj primijenjena je analiza varijance s ponovljenim mjerenjima. Rezultati testiranja nalaze se u tablici 9.

Testiranje je pokazalo da za koeficijent zaduženosti postoji statistički značajna razlika između regija ($F=3,989$, $p=0,018797$), ali da ne postoji statistički značajna razlika kroz godine ($F=1,295$, $p=0,263061$). Regija, u prosjeku (0,67), s najvećim koeficijentom zaduženosti je istočna zatim slijedi

jadranska (0,65) te sjeverozapadna (0,62). Interakcijski efekt koji uzima u obzir i godine i regije pokazuje statističku značajnost ($F=2,595$, $p=0,003867$). Podaci otkrivaju da koeficijent zaduženosti kroz godine u sjeverozapadnoj regiji opada počevši od 0,64 prema 0,60, a u jadranskoj raste od 0,64 prema 0,66 dok se u istočnoj kreće kroz godine stalno oko 0,68. Kod koeficijenta odnos obveza prema kapitalu, rezultati pokazuju da ne postoji statistički značajna razlika između regija ($F=0,618$, $p=0,539122$), ali postoji kroz godine ($F=5,206$, $p=0,00009$). Iako ne postoji statistička značajnost, indikativno je da odnos obveza prema kapitalu u sjeverozapadnoj regiji u prosjeku veći od ostalih regija. Kroz godine se može uočiti pad ovoga koeficijenta. No, interakcijski efekt nije statistički značajan ($F=1,034$, $p=0,411264$). Naime, u svim se regijama kroz godine uočava pad ovog koeficijenta. Za faktor zaduženosti statistički značajna razlika postoji između regija ($F=3,845$, $p=0,021658$), također i kroz godine ($F=13,811$, $p=0,00000$), dok interakcijski efekt nije statistički značajan ($F=0,933$,

Grafikon 2: Kutijasti dijagrami koeficijenta zaduženosti, odnosa obveza prema kapitalu i faktora zaduženosti prema godinama i regijama u Hrvatskoj



Iz grafikona je vidljivo da koeficijent zaduženosti i faktor zaduženosti relativno najveći u istočnoj regiji dok kod odnosa obveza prema kapitalu prednjači sjeverozapadna regija. Također, interesantno je uočiti da je trend za ta dva koeficijenta padajući za istočnu i sjeverozapadnu dok je rastići za jadransku uz oscilaciju ovog drugog koeficijenta od 2004. do 2007. godine.

Tablica 9: Rezultati analize varijanci s ponovljenim mjerenjima za koeficijent zaduženosti, odnos obveza prema kapitalu i faktora zaduženosti prema godinama i regijama u Hrvatskoj

Efekt	Koeficijent zaduženosti		Obveze prema kapitalu		Faktor zaduženosti	
	F	p	F	p	F	p
Regija	3989	18797	618	539122	3845	21658
Godina	1295	263061	5206	90	13811	0
Regija x Godina	2595	3867	1034	411264	933	501418

$p=0,501418$). Gledajući faktor zaduženosti kroz regije za sve godine, može se uočiti isti odnos kao kod koeficijenta zaduženosti. Naime, u prosjeku najveći koeficijent postoji u istočnoj regiji (5,89), a najmanji u sjeverozapadnoj (5,15). Razlog statistički neznajčajnom interakcijskom efektu jest isti trend kretanja koeficijenta kroz godine u svakoj od regija.

5. Zaključak i diskusija

Definirati strukturu kapitala znači definirati izvore financiranja koji mogu biti vlastiti i tuđi. Kakav će biti omjer među njima, ovisi kako o odluci menadžmenta poduzeća tako, i o pristupu eksternim izvorima, a koji može biti otežan posebice za mala i srednja poduzeća i poduzeća s poteškoćama u poslovanju. U Hrvatskoj su se nakon stabiliziranja političke situacije stvorili povoljni uvjeti za povećanje kako vlastitoga kapitala, tako i za zaduživanje kod banaka i na tržištu kapitala. Upravo je cilj ovog rada bio 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. I u ovom je slučaju dinamika ovih promjena slična kao i u prethodnom. Nadalje, istraživanje u ovom radu također je pokazalo da postoji razlika u strukturi kapitala između djelatnosti i regija u Hrvatskoj. Najveći omjer obveza i kapitala, obveza i imovine te obveza u odnosu na dobit i amortizaciju zabilježen je u djelatnosti trgovine, a najmanji u uslužnim djelatnostima. Također, najveća zaduženost postoji u istočnoj regiji, a najmanja u sjeverozapadnoj regiji. Razlog tome možda se može

naći u makroekonomskim uvjetima, koji su najnepovoljniji u istočnoj regiji, koja je najmanje razvijena regija u odnosu na ostale dvije. Analiza koeficijenta zaduženosti kroz godine pokazala je da se uočava blago opadanje zaduženosti u 2006. i 2007. godini u odnosu na početak promatranog razdoblja. To može upućivati na promjenu strukture izvora financiranja u idućem razdoblju. Naime, analiza za razdoblje od 2002. do 2007. godine je pokazala da je zaduživanje kod banaka oblik financiranja koji je najviše prisutan. Razloge tomu možemo pronaći u previsokoj cijeni kapitala na tržištu, nedovoljnim efektima poreznog štita, ali i u relativnoj nerazvijenosti tržišta kapitala u Hrvatskoj. Ako u budućem razdoblju ti uvjeti budu povoljniji, a može se očekivati da će biti, te ako se dodatno bude razvilo tržište fondova rizičnog kapitala, trend zaduživanja kao prevladavajućeg oblika financiranja može se promijeniti. S obzirom na to da je ovo istraživanje pokazalo da je struktura kapitala poduzeća u Hrvatskoj različita u različitim djelatnostima kao i na različito razvijenom području, kao smjernice za buduća istraživanja nameće se identificiranje determinanti strukture kapitala, gdje je ideja otkriti koji su to čimbenici koji određuju strukturu kapitala u hrvatskim poduzećima, gdje u obzir treba uzeti djelatnost, makroekonomske uvjete u kojima poduzeće djeluje, financijske pokazatelje profitabilnosti, strukturu imovine, veličinu poduzeća, prethodnu zaduženost, porast prodaje te poreznu politiku države. Na taj će se način kreirati model na longitudinalnim podacima koji će izdvojiti one ključne komponente poduzeća i ostalih uvjeta koji određuju strukturu kapitala poduzeća u Hrvatskoj, što može biti vrijedna informacija ne samo sa stanovišta samog poduzeća već i za makroekonomske strategije u Hrvatskoj.

LITERATURA

1. Brealey, R.A., Myers, S.C., Marcus, A.J., *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill Irwin, 2004.
2. Cornelli, F., Portes, R., Schaffer, M. E., *Financial Structure of Firms in the CEECs. Different Paths to a Market Economy: China and European Economies in Transition*, 7, CEPR/CEPII/OECD., 1998.
3. Girden, E., *ANOVA Repeated Measures*, SAGE University Paper, Newbury Park, CA: Sage, 1992.
4. Haas, R., Peeters, M., *The Dynamic Adjustment Towards Target Capital Structures of Firms in Transition Economies*, European Bank for Reconstruction and Development, London, 2004.
5. Jõeveer, K., *Sources of Capital Structure: Evidence from Transition Countries*, Eesti Pank Bank of Estonia, 2006.
6. Klapper, L., Tzioumis, K., *Taxation and Capital Structure: Evidence from a Transition Economy*, Hellenic Observatory Papers on Greece and Southeast Europe, 2008.
7. O'Regan, P., *Financial Information Analysis*, John Wiley & Sons, LTD, Chichester, 2001.
8. Orsag, Silvije: *Financiranje emisijom vrijednosnih papira*, Rifin, Zagreb, 1997.
9. Orsag, S., *Vrijednosni papiri*, Rifin, Sarajevo, 2003.
10. Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jordan, B.D., *Essentials of Corporate Finance*, McGraw-Hill Irwin, Boston, 2001, pp. 374
11. Sajter, D., *Regionalna indiciranost stečajeva u Republici Hrvatskoj*, *Ekonomski vjesnik*, Ekonomski fakultet u Osijeku, br. 1 i 2, 2007, pp. 31-42
12. Vidučić, Lj., *Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala*, *Ekonomski pregled*, 52 (7-8), 2001. pp. 784-800
13. Vidučić, Lj., *Financijski menadžment*, RRIF, Zagreb, 2006.

Stipan Penavin, Ph.D.

Nataša Šarlija, Ph.D.

Faculty of Economics in Osijek

OCCURRENCES IN CAPITAL STRUCTURE FLOW OF CROATIAN COMPANIES IN THE PRE-RECESSION PERIOD (2002 – 2007)

SUMMARY

The objectives of the paper were to analyse the ways of changing the capital structure in Croatian companies in the period 2002-2007 and to examine whether there is a difference in the capital structure with regard to the activity and the regions in Croatia. The capital structure was examined by analysing three financial coefficients: debt ratio, liabilities/capital ratio and indebtedness factor. The research encompassed a representative sample of 1,500 Croatian companies whose structure was observed in the mentioned period. The companies had three activities: manufacturing, services and commerce and were located in three regions: eastern, north-western and the Adriatic region. Variance analysis (ANOVA) for repeated measurements was used to analyse longitudinal data. The results show that the most frequent way of capital structure change is the one where the equity remains the same and own capital grows through retained earnings while the capital from outside sources increases as well.

Furthermore, there is a difference in capital structure regarding the activity and the regions in Croatia at a certain time. The highest indebtedness was recorded in the commercial business while the lowest was in the service industry. Moreover, the highest indebtedness level is in the eastern region and the lowest in the north-western region.

KEYWORDS

capital structure, financial resources, Croatian companies, pre-recession period, company indebtedness