

# IMPACT OF FINANCIAL STRUCTURE ON THE PROFITABILITY OF CROATIAN RETAIL COMPANIES

## UTJECAJ FINANCIJSKE STRUKTURE NA PROFITABILNOST HRVATSKIH PODUZEĆA IZ DJELATNOSTI TRGOVINE NA MALO

CITA, Melita; STJEPANOVIC, Slobodanka & TRSINSKI, Zoran

**Abstract:** *This paper aims at researching the impact of financial structure on the financial performance achieved by a company. Previous research had found the existence of various capital structure theories under which some authors assumed a positive connection between capital structure and profitability, while the others denied it.*

**Key words:** *capital structure, Croatian companies, retail, profitability*

**Sažetak:** *Ovim radom želi se istražiti utjecaj financijske strukture na ostvareni financijski rezultat poduzeća. Prethodna istraživanja pokazala su da postoje različite teorije o strukturi kapitala gdje neki autori pretpostavljaju pozitivnu vezu između strukture kapitala i profitabilnosti, dok ju drugi osporavaju.*

**Ključne riječi:** *struktura kapitala, hrvatska poduzeća, trgovina na malo, profitabilnost*



**Authors' data:** Melita, Cita, mr. sc., Veleučilište Vern', Zagreb, J.Jelačića 3, melita.cita@vern.hr ; Slobodanka, Stjepanović, mr.sc., Ekonomski fakultet u Osijeku, Gajev trg 7, sstjepa@efos.hr; Zoran, Tršinski; dipl. iur., Agencija za znanost i visoko obrazovanje, Zagreb, D. Svetice 38/5, tzoran.trsinski@gmail.com

## 1. Uvod

Odluke o financiranju poduzeća predstavljaju opredjeljenje menadžmenta na koji način i kojim instrumentima prikupiti financijska sredstva koja su potrebna poduzeću za poslovanje. Kod donošenja tih odluka potrebno je imati saznanja o uvjetima kreditiranja na financijskim tržištima jer se tim odlukama struktura pasive bilance može značajno promijeniti. Povećanje zaduženosti, na primjer, utječe na rizičnost poslovanja, smanjenje kreditnog boniteta i povećanje troškova financiranja, što u konačnici rezultira smanjenom dobiti poduzeća. Postoje različiti pristupi važnosti i utjecaju strukture kapitala na vrijednost i poslovanje poduzeća. U ovom radu dati će se pregled osnovnih teorijskih pristupa strukturi kapitala i njezinoj važnosti. Zatim će se istraživanje provesti na temelju sekundarnih podataka, to jest podataka koji su javno objavljeni kao službeni podaci koje poduzetnici dostavljaju Financijskoj agenciji za potrebe statistike, kao i na temelju podataka iz Poslovna. hr. Cilj provedenog istraživanja je utvrditi povezanost financijske strukture kapitala hrvatskih poduzeća iz djelatnosti trgovine na malo s njihovom ostvarenom dobiti. Istraživanje će obuhvatiti 30 poduzeća iz ove djelatnosti. Prema određenim ciljevima rada postavljeno je i istraživačko pitanje: Postoji li povezanost financijske strukture poduzeća iz djelatnosti trgovine na malo sa ostvarenom dobiti? U empirijskom dijelu rada pokušat će se odgovoriti na navedeno istraživačko pitanje.

Rad je strukturiran na način da je nakon uvoda u drugom poglavlju iznesen teorijski okvir, te u trećem poglavlju definiran uzorak i metodologija istraživanja, dok su u četvrtom poglavlju dati rezultati istraživanja. Zaključno poglavlje sintetizira dobivene rezultate.

## 2. Teorijski okvir

Mnogi autori pod strukturom kapitala podrazumijevaju odnos duga i vlasničkog kapitala. Tako na primjer Učkar [1] navodi da struktura kapitala podrazumijeva „kombinaciju duga i kapitala koje poduzeće koristi za financiranje dugoročnih operacija“, ili Marković [2] koji navodi za strukturu kapitala da predstavlja „omjer između tuđeg, pozajmljenog (dugoročnog i srednjoročnog) kapitala i vlastitog kapitala u pasivi bilance poduzeća“. Kakav će biti njihov omjer ovisit će o odluci menadžmenta o strukturi kapitala odnosno o politici dugoročnog financiranja poduzeća jer struktura kapitala predstavlja i „instrument menadžmenta u kreiranju poslovne politike kojom on nastoji povećati vrijednost poduzeća“ [3]

Postoje različita mišljenja o tome da li se može ustvrditi optimalna struktura kapitala. Donoseći „odluke o strukturi kapitala, menadžment bi morao dobro poznavati stavove teorije o strukturi kapitala, poznavati čimbenike koji utječu na strukturu kapitala i ocijeniti koji od njih ima važnost u konkretnim uvjetima, pa na osnovi osobne prosudbe donijeti odluku o strukturi kapitala“ [4].

U nastavku je dat kratki pregled teorija o strukturi kapitala [5]: a) Miller- Modigliani teorija irelevantnosti strukture kapitala polazi od pretpostavke kako je struktura kapitala beznačajna, odnosno da nema utjecaja na vrijednost poduzeća i ostvarenje financijskih rezultata, te je sukladno tome u uvjetima savršenog tržišta vrijednost

poduzeća koje koristi financijsku polugu jednaka vrijednosti poduzeća koje ne koristi financijsku polugu. Obzirom na mnogobrojne kritike Miller i Modigliani [6] korigiraju svoj prvobitni model i uključuju i porez, te postavljaju poslije poreznu teoriju. b) Tradicionalni pristup strukturi kapitala polazi od stajališta kako promjena strukture kapitala ima utjecaja na vrijednost poduzeća, te zagovara postojanje optimalne strukture kapitala pri kojoj je vrijednost poduzeća najveća, a trošak kapitala najniži. c) Teorija izbora uvodi u razmatranje troškove financijskih neprilika i agencijske troškove i predstavlja odgovor na teoriju irelevantnosti strukture kapitala. Prema ovoj teoriji u točki u kojoj se izjednačuju troškovi i koristi zaduživanja postiže se optimalna razina financijske poluge. d) Modeli zasnovani na asimetričnim informacijama polaze od pretpostavke postojanja suprotnih informacija kojima raspolažu menadžeri i zaposlenici poduzeća s jedne strane i vlasnici odnosno dioničari s druge strane. U slučaju kada menadžeri i drugi zaposlenici očekuju pozitivne učinke investicija dati će prednost financiranju zaduživanjem, a ne emisijom dionica, dok teorija „postupka slaganja“ preferira financiranje novih investicija interno generiranim sredstvima, a zatim nisko rizičnim zaduživanjem. Većina dosadašnjih istraživanja pokazala je negativnu vezu između profitabilnosti i strukture kapitala [7] ili je na sporedan način odbacila one teorije kapitalne strukture koje u svojoj osnovi tvrde da nema poveznice između kombiniranja izvora financiranja i vrijednosti poduzeća [8].

### 3. Definicija uzoraka i metodologija istraživanja

U strukturi hrvatskog gospodarstva u 2014. godini poduzetnici iz djelatnosti trgovine imaju udjel od 17,2% u ukupnoj dobiti, te udjel u ukupno zaposlenim od 21,5% [9]. Zato su za ovo istraživanje i odabrana poduzeća (d.d., k.d. i d.o.o.) iz područja djelatnosti G – trgovina na veliko i malo, odjeljak 47 – Trgovina na malo; osim trgovine motornim vozilima i motociklima, razred djelatnosti 47.11 Trgovina na malo u nespecializiranim prodavaonicama pretežno hranom, pićima i duhanskim proizvodima [10]. Odabrani uzorak čini 30 poduzeća koja su najveća po prihodu [11]. od kojih je 14 razvrstanih u velika poduzeća, a 16 je srednjih poduzeća [12].

Na temelju njihovih financijskih izvještaja te izračuna pokazatelja zaduženosti i pokazatelja profitabilnosti analizirat će se veza između financijske strukture i ostvarene profitabilnosti. Analiza je izvršena za trogodišnje razdoblje od 2012. do 2014. godine i u tu svrhu korišteni su financijski izvještaji koji su preuzeti sa stranica Financijske agencije [9] i sa stranica Poslovna. hr [11] i koji su obrađeni pomoću metoda statističke analize. Kako je cilj istraživanja utvrditi povezanost financijske strukture i ostvarenih rezultata poslovanja provela se analiza rezultata poslovanja kroz izračun koeficijenta zaduženosti i koeficijenta profitabilnosti i to koeficijenta povrata na imovinu ROA i koeficijenta povrata na kapital ROE.

Izračunat će se pokazatelj zaduženosti i to koeficijent zaduženosti

$$\text{Koeficijent zaduženosti} = \text{ukupne obveze} / \text{ukupna imovina}$$

Poželjno je da je ovaj pokazatelj 50% ili manji, a pokazuje koliko je imovine financirano zaduživanjem. Što je ovaj pokazatelj veći, to je veći i financijski rizik i

obrnuto što je manji, manji je financijski rizik, odnosno rizik mogućnosti vraćanja duga.

*Stopa povrata imovine = neto dobit / ukupna imovina*

Stopa povrata imovine (ROA) pokazuje kolika je uspješnost poduzeća u ostvarivanju dobiti korištenjem raspoložive imovine, odnosno pokazuje snagu zarade u odnosu na ulaganje dioničara.

*Stopa povrata kapitala = neto dobit / glavnica*

Stopa povrata kapitala (ROE) stavlja u odnos neto dobit i vlastiti kapital te pokazuje koliko se ostvaruje neto dobiti po jedinici vlastitog kapitala.

Zakon o računovodstvu razvrstava poduzetnike prema veličini aktive, ukupnog prihoda i broja zaposlenih tako da su mali poduzetnici oni koji ne prelaze dva od sljedeća tri uvjeta: ukupna aktiva 32,5 miliona kuna, godišnji prihod 65 miliona kuna i prosječan broj zaposlenih tijekom godine 50 zaposlenika. Srednji poduzetnici su oni koji prelaze dva od prethodna tri, ali ne prelaze dva od sljedeća tri uvjeta: aktiva 130 miliona kuna, ukupni godišnji prihod 260 milijuna kuna i prosječan broj zaposlenih tijekom godine 250, dok su veliki poduzetnici su oni koji prelaze dva uvjeta od srednjeg poduzetnika [12].

Poduzeća koja su činila uzorak su sljedeća: Konzum d.d. Zagreb, Plodine d.d. Rijeka, Lidl Hrvatska d.o.o.k.d. Velika Gorica, Kaufland Hrvatska k.d. Zagreb, Tommy d.o.o. Split, Studenac d.o.o. Omiš, Metss d.o.o. Čakovec, Lonia d.d. Kutina, Gavranović d.o.o. Zagreb, Ribola d.o.o. Kaštel Lukšić, Pemo d.o.o. Dubrovnik, Trgocentar d.o.o. Zabok, Brodokomerc Nova d.o.o. Rijeka, Trgovina Krk d.d. Malinska (*velika poduzeća*), Bakmaz d.o.o. Zadar, Sonik d.o.o. Zadar, Teri – trgovina d.o.o. Zagreb, Smoking d.o.o. Zagreb, TP Varaždin d.o.o., Prehrana trgovina d.d. Zagreb, Sloga Podravska trgovina d.o.o. Đurđevac, Jadranka trgovina d.o.o. Mali Lošinj, PPK- Bjelovar d.d., Bjelovar, Puljanka d.d. Pula, Trgonom d.o.o. Novi Marof, Teri trgovina d.o.o. Slavonski Brod, Mali Palit d.o.o. Banjol, Capricorno d.o.o. Split, Kvarner Punat trgovine d.o.o. Punat i Alen plus d.o.o. Zagreb (*srednja poduzeća*).

#### 4. Rezultati istraživanja

U ovom poglavlju prikazani su rezultati istraživanja koje se odnosilo na utvrđivanje povezanosti između načina formiranja financijske strukture i poslovnog rezultata koja poduzeća ostvaruju putem takve financijske strukture. Kako su promatrana poduzeća različite veličine analiza strukture kapitala se posebno provela za poduzeća koja su po Zakonu o računovodstvu [12] razvrstana kao velika i kao srednja poduzeća. Empirijsko istraživanje provelo se korelacijom između koeficijenta zaduženosti svakog od 30 poduzeća sa pokazateljem stope povrata imovine (ROA), kao i sa pokazateljem stope povrata kapitala (ROE).

U tablici 1 prikazano je kretanje prosječne vrijednosti koeficijenta zaduženosti za promatrana poduzeća u razdoblju 2012.-2014. godine.

| Razdoblje                                     | 2012.  |         | 2013.  |         | 2014.  |         |
|---|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
|   | Velika | Srednja | Velika | Srednja | Velika | Srednja |
| Prosječna vrijednost koeficijenta zaduženosti | 62,79% | 68,87%  | 62,29% | 71,06%  | 61,07% | 75,69%  |

Tablica 1. Kretanje prosječne vrijednosti koeficijenta zaduženosti za promatrana poduzeća u razdoblju 2012.-2014.godine.

Iz tablice je vidljivo da je u promatranom razdoblju prosječna vrijednost koeficijenta zaduženosti veća kod srednjih poduzeća i da se povećava sa 68,87 % u 2012. godini na 75,69 % u 2014. godini. Najveću maksimalnu vrijednost imaju ukupne obveze kod Prehrana trgovine d.d. (98% u 2012. godini, 103% u 2013. godini i 105% u 2014.godini), zatim slijedi Kvarner Punat trgovina d.o.o.(89% u 2012.godini, 81%, u 2013. godini i 83% u 2014. godini) i Smoking d.o.o. ( 86% u 2012. godini, 88% u 2013. godini i 100% u 2014.godini).

Kod velikih poduzeća se u promatranom razdoblju smanjuje zaduženost, a povećava udio vlastitog kapitala u izvorima financiranja. Kod velikih poduzeća najzaduženije je Brodokomerc Nova d.o.o. (95% u 2012. godini, odnosno 96% u 2013. i 2014. godini), zatim Tommy d.o.o. (93% u 2012. godini, 89% u 2013. godini i 82% u 2014. godini) i Plodine d.d. (88% u 2012.godini, 87% u 2013.godini i 86% u 2014.godini). U tablici 2 prikazano je kretanje prosječne stope povrata imovine (ROA) za promatrana poduzeća u razdoblju 2012.-2014. godine.

| Razdoblje                             | 2012.  |         | 2013.  |         | 2014.  |         |
|---------------------------------------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
|                                       | Velika | Srednja | Velika | Srednja | Velika | Srednja |
| Prosječna stopa povrata imovine (ROA) | 7,5%   | 6,7%    | 7,8%   | 5,9%    | 8,8%   | 1,9%    |

Tablica 2. Kretanje prosječne stope povrata imovine (ROA) za promatrana poduzeća u razdoblju 2012.-2014.godine

U tablici 3 prikazano je kretanje prosječne stope povrata kapitala (ROE) za promatrana poduzeća u razdoblju 2012.-2014. godine.

| Razdoblje                              | 2012.  |         | 2013.  |         | 2014.  |         |
|--|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
|  | Velika | Srednja | Velika | Srednja | Velika | Srednja |
| Prosječna stopa povrata kapitala (ROE) | 26,8%  | 20,1%   | 26,13% | 23,5%   | 25,6%  | -1,5%   |

Tablica 3. Kretanje prosječne stope povrata kapitala (ROE) za promatrana poduzeća u razdoblju 2012.-2014.godine

Osnovni cilj ovog empirijskog istraživanja bio je ispitati povezanost financijske strukture poduzeća iz djelatnosti trgovine na malo sa ostvarenom dobiti. To je učinjeno putem izračuna Pearsonovog koeficijenta linearne korelacije (r) između koeficijenta zaduženosti i stope povrata imovine ROA i stope povrata kapitala ROE

za poduzeća koja su uzeta kao uzorak za razdoblje od 2012. do 2014. godine. Kako su promatrana poduzeća različite veličine analiza se posebno provela za poduzeća koja su po Zakonu o računovodstvu razvrstana kao velika i kao srednja poduzeća. U tablici 4 dani su koeficijenti linearne korelacije ( $r$ ) između pokazatelja zaduženosti i pokazatelja profitabilnosti ROA za poduzeća koja su uzeta kao uzorak.

| Poduzeća                | 2012.  |         | 2013.  |         | 2014.  |         |
|-------------------------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
|                         | Velika | Srednja | Velika | Srednja | Velika | Srednja |
| Koef.korelacije ( $r$ ) | - 0,32 | - 0,47  | - 0,05 | - 0,30  | - 0,01 | - 0,47  |

Tablica 4. Izračunati koeficijenti korelacije između pokazatelja zaduženosti i ROA

Kao što se vidi iz priložene tablice, Pearsonov koeficijent linearne korelacije kreće se u rasponu od - 0,01 do - 0,47. Pokazatelji korelacije imaju negativan predznak što upućuje na zaključak da će svako povećanje stupnja zaduženosti mjereno pokazateljem zaduženosti imati za posljedicu smanjenje pokazatelja profitabilnosti ROA. Pri tome je takva negativna veza malo jača kod srednjih poduzeća koja imaju veći udjel tuđih izvora sredstava. Kod velikih poduzeća moglo bi se zaključiti da i ne postoji korelacija u 2013. godini i 2014. godini (koeficijenti korelacije - 0,05, - 0,01), dok je kod srednjih poduzeća slaba negativna korelacija.

U tablici 5 dani su koeficijenti linearne korelacije ( $r$ ) između pokazatelja zaduženosti i pokazatelja profitabilnosti ROE za poduzeća koja su uzeta kao uzorak.

| Poduzeća                | 2012.  |         | 2013.  |         | 2014.  |         |
|-------------------------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
|                         | Velika | Srednja | Velika | Srednja | Velika | Srednja |
| Koef.korelacije ( $r$ ) | 0,33   | 0,19    | 0,33   | 0,03    | 0,29   | 0,06    |

Tablica 5. Izračunati koeficijenti korelacije između pokazatelja zaduženosti i ROE

Kao što se vidi iz priložene tablice, Pearsonov koeficijent linearne korelacije kreće se u rasponu od 0,03 do 0,33. Kod velikih poduzeća se kreće u rasponu od 0,29 do 0,33, dok je kod srednjih poduzeća ta slaba pozitivna korelacija u rasponu od 0,03 do 0,19. Koeficijent linearne korelacije ( $r$ ) između pokazatelja zaduženosti i pokazatelja ROE ima pozitivnu vrijednost, odnosno povećanje zaduženosti mjereno koeficijentom zaduženosti ima za posljedicu povećanje pokazatelja profitabilnosti ROE. Kod srednjih poduzeća mogli bi zaključiti da je ta korelacija jako slaba, odnosno da je i nema.

## 5. Zaključak

U radu je na temelju podataka iz sekundarnih izvora i izračunatih pokazatelja te korelacijske analize prikazana prosječna financijska struktura promatranih poduzeća te je dat odgovor na postavljeno istraživačko pitanje: Postoji li povezanost financijske strukture poduzeća iz djelatnosti trgovine na malo sa ostvarenom dobiti? Rezultati istraživanja pokazala su da kod promatranih poduzeća postoji veza slabe jakosti i negativnog predznaka kod koeficijenta linearne korelacije ( $r$ ) između pokazatelja

zaduženosti i pokazatelja profitabilnosti ROA, odnosno da i ne postoji kod velikih poduzeća. Kod koeficijenta linearne korelacije ( $r$ ) između pokazatelja zaduženosti i pokazatelja ROE veza je slabe jakosti i pozitivnog predznaka odnosno da i ne postoji kod srednjih poduzeća. Dobiveni rezultat je u skladu je sa tradicionalnim teorijama kapitalne strukture koja pretpostavljaju da nema poveznice (ili je jako slaba) između izvora financiranja i vrijednosti poduzeća.

Doprinos ovog rada temelji se na proučavanju i analizi strukture kapitala hrvatskih poduzeća iz djelatnosti trgovine na malo u razdoblju od 2012. do 2014.godine. Problem formiranja optimalne strukture kapitala već je duže vremena u interesu brojnih istraživača i poslovne prakse. Ovo istraživanje može biti od koristi menadžerima poduzeća, ali i potencijalnim ulagačima kao informacija koja će im pomoći pri donošenju odluka.

## 6. Literatura

- [1] Učkar, D. (2007). *Mogućnosti optimizacije financijske strukture poduzeća u Republici Hrvatskoj*, Ekonomska istraživanja, vol.20, br.2, str.24 -34.
- [2] Marković, I. (2000). *Financiranje : Teorija i praksa financiranja trgovačkih društava*, RRiF, Zagreb, str.273.
- [3] Penavin, S.,Šarlija, N. (2010).*Pojave u kretanju strukture kapitala hrvatskih poduzeća u predrecesijskom razdoblju (2002 -2007)*, Ekonomski vjesnik, Ekonomski fakultet u Osijeku, br.2, str.317 -331.
- [4] Vidučić, Lj. (2001). *Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala*, Ekonomski pregled, 52(7-8), str.784 -800.
- [5] Vidučić, Lj., Pepur, S. i Šimić Šarić, M. (2015). *Financijski menadžment*. IX dopunjeno i izmijenjeno izdanje. Zagreb: RRiF- plus.
- [6] Modigliani, F., Miller, M. H., (1963). *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, American Economic Review, 53 (3), str. 433-443.
- [7]Harc,M.,(2015). *How does capital structure affecton profitability of SME's*,dostupno na: <http://> pristup 11.3.2016)
- [8] Učkar, D., Utri J. (2015).*Utjecaj financijske strukture na profitabilnost hrvatskih poduzeća*. Oeconomika Jadertina, br. 2.
- [9].FINA: <http://rgfi.fina.hr> (pristup 11.2.2016.).
- [10]. Zakon o nacionalnoj klasifikaciji, Narodne novine 58/07.
- [11]. Poslovna.hr: <http://poslovna.hr/industry.aspx/subjekti/istrazi/pretraga> po djelatnostima (pristup 21.2 do 31.3).
- [12]. Zakon o računovodstvu, Narodne novine 109/07.



Photo 010. Microscopic analysis / Mikroskopska analiza