

# Analiza strukture kapitala u djelatnosti trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u Republici Hrvatskoj

---

Perica, Maja-Marija

Master's thesis / Diplomski rad

2020

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zagreb, Faculty of Organization and Informatics / Sveučilište u Zagrebu, Fakultet organizacije i informatike**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:211:494657>

Rights / Prava: [Attribution-NonCommercial-NoDerivs 3.0 Unported / Imenovanje-Nekomercijalno-Bez prerada 3.0](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2025-03-14**



Repository / Repozitorij:

[Faculty of Organization and Informatics - Digital Repository](#)



**SVEUČILIŠTE U ZAGREBU**  
**FAKULTET ORGANIZACIJE I INFORMATIKE**  
**V A R A Ź D I N**

**Maja-Marija Perica**

**ANALIZA STRUKTURE KAPITALA U  
DJELATNOSTI TRGOVINE NA MALO, OSIM  
TRGOVINE MOTORNIM VOZILIMA I  
MOTOCIKLIMA U REPUBLICI HRVATSKOJ**

**DIPLOMSKI RAD**

**Varaždin, 2020.**

**SVEUČILIŠTE U ZAGREBU**  
**FAKULTET ORGANIZACIJE I INFORMATIKE**  
**V A R A Ž D I N**

**Maja-Marija Perica**

**Matični broj: 0016105297**

**Studij: Ekonomika poduzetništva**

**ANALIZA STRUKTURE KAPITALA U DJELATNOSTI TRGOVINE  
NA MALO, OSIM TRGOVINE MOTORNIM VOZILIMA I MOTOCIKLIMA U  
REPUBLICI HRVATSKOJ**

**DIPLOMSKI RAD**

**Mentorica:**

**Dr. sc. Dina Korent**

**Varaždin, rujan 2020.**

Maja- Marija Perica

### **Izjava o izvornosti**

Izjavljujem da je moj diplomski rad izvorni rezultat mojeg rada te da se u izradi istoga nisam koristila drugim izvorima osim onima koji su u njemu navedeni. Za izradu rada su korištene etički prikladne i prihvatljive metode i tehnike rada.

*Autorica potvrdila prihvaćanjem odredbi u sustavu FOI-radovi*

---

—

## **Sažetak**

Struktura kapitala predstavlja kombinaciju oblika financiranja kojima poduzeća financiraju svoje aktivnosti. Cilj rada jest utvrditi strukturu kapitala poduzeća u odjeljku djelatnosti trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u Republici Hrvatskoj. U radu se izlaže teorijski okvir strukture kapitala te empirijski analizira ista u predmetnom odjeljku djelatnosti. Za potrebe izrade rada koriste se znanstvena i stručna literatura područja, te sekundarni podaci o poduzećima iz odnosnog odjeljka djelatnosti dostupni u relevantnim bazama podataka Financijske agencije i Državnog zavoda za statistiku za razdoblje od 2007.-2015. odnosno 2018. godine. Metodološki zahtjevi impliciraju primjenu općih znanstvenih metoda, a u empirijskom dijelu rada i metoda deskriptivne statističke analize.

Rezultati provedene empirijske analize ukazuju na nepovoljnu strukturu kapitala odjeljka G 47 trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima. Rezultati financijskih pokazatelja ukazuju na prezaduženost cjelokupne djelatnosti bez obzira na veličinu poduzeća.

**Ključne riječi:** struktura kapitala, financijska poluga, trgovina na malo, odjeljak djelatnosti G47, Republika Hrvatska, analiza

# 1. Sadržaj

1.	Uvod .....	1
1.1.	Predmet i cilj rada.....	1
1.2.	Izvori podataka i metode .....	1
1.3.	Struktura i sadržaj rada .....	2
2.	Teorijski okvir strukture kapitala .....	3
2.1.	Struktura kapitala: definicija, komponente i pitanje optimalizacije .....	3
2.2.	Izvori, oblici i načela financiranja poduzeća .....	5
2.3.	Teorije strukture kapitala .....	8
2.3.1.	Tradicionalna teorija strukture kapitala .....	8
2.3.2.	Modigliani – Millerova teorija .....	9
2.3.3.	Teorija kompromisa.....	14
2.3.4.	Teorija signaliziranja .....	15
2.3.5.	Teorija hijerarhije financijskih izbora.....	16
3.	Pregled faktora oblikovanja i odabranih istraživanja strukture kapitala .....	18
3.1.	Faktori utjecaja na oblikovanje strukture kapitala .....	18
3.2.	Odabrana istraživanja strukture kapitala.....	21
3.2.1.	Odabrana istraživanja strukture kapitala u svijetu .....	21
3.2.2.	Odabrana istraživanja strukture kapitala u Republici Hrvatskoj .....	22
4.	Metodološki okvir empirijske analize strukture kapitala .....	26
4.1.	Obilježja odabrane djelatnosti .....	26
4.1.1.	Klasifikacija djelatnosti trgovine na malo .....	26
4.1.2.	Odabrani strukturno-poslovni pokazatelji trgovine na malo.....	28
4.2.	Dizajn uzorka, opis korištenih podataka i varijabli.....	34
4.2.1.	Dizajn uzorka .....	34
4.2.2.	Opis korištenih podataka i odabranih pokazatelja varijabli.....	35

4.3. Metode analize strukture kapitala .....	41
5. Rezultati empirijske analize strukture kapitala u djelatnosti trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u Republici Hrvatskoj .....	42
5.1. Struktura kapitala cijelog uzorka poduzeća .....	42
5.2. Struktura kapitala poduzoraka poduzeća po veličini .....	52
5.2.1. Struktura kapitala mikro i malih poduzeća .....	52
5.2.2. Struktura kapitala srednje velikih poduzeća .....	62
5.2.3. Struktura kapitala velikih poduzeća .....	72
5.3. Osvrt na rezultate i diskusija.....	82
6. Zaključak .....	86
7. Popis literature.....	88
8. Popis slika, grafikona, tablica i formula .....	94

# 1. Uvod

Uvodno se definiraju predmet, opći i specifični ciljevi, određuju izvori podataka, elaboriraju korištene metode te specificiraju struktura i sadržaj diplomskog rada.

## 1.1. Predmet i cilj rada

Struktura kapitala poduzeća predmet je istraživanja mnogih domaćih i stranih autora. Kako poduzeće balansira između korištenja vlastitog i tuđeg kapitala te na koji način financira svoje poslovanje kompleksno je pitanje današnjice. Temeljno pitanje koje se pritom javlja jest koja je optimalna struktura kapitala poduzeća i postoji li uopće.

Predmet ovog diplomskog rada je analiza strukture kapitala u djelatnosti trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u Republici Hrvatskoj. Sukladno tome, opći cilj rada jest identificirati strukturu kapitala poduzeća u djelatnosti trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u Republici Hrvatskoj. Specifični ciljevi sastoje se u prethodnoj teorijskoj analizi područja strukture kapitala, a potom i u empirijskoj analizi strukture kapitala predmetnog odjeljka djelatnosti u cjelini, kao i po kategorijama veličine poduzeća.

## 1.2. Izvori podataka i metode

Za izradu rada koristi se literatura odnosno podaci iz sekundarnih izvora. Specifično, za izradu teorijskog dijela rada koristi se relevantna domaća i inozemna znanstvena i stručna literatura područja dostupna, između ostalog, u bazama podataka Google Znalac, Science Direct te u određenim javno dostupnim internetskim izvorima. U empirijskom dijelu rada koriste se sekundarni podaci iz baza podataka Financijske agencije i Državnog zavoda za statistiku za razdoblje od 2007.-2015. odnosno 2018. godine.

U teorijskom dijelu rada koriste se opće znanstvene metode, kao što su induktivna i deduktivna metoda, metoda analize, metoda sinteze, metoda deskripcije i metoda kompilacije. U trećem se dijelu rada analiziraju i opisuju faktori oblikovanja strukture kapitala te odabrana dosadašnja istraživanja iste. U empirijskom dijelu rada se primjenom metoda deskriptivne statistike analiziraju strukturalno-poslovni pokazatelji i strukture kapitala odabrane djelatnosti. Obrada i



prikaz rezultata provodi se korištenjem programskog paketa MS Excel. Zaključno se sintetiziraju rezultati teorijske i empirijske analize provedene u okviru diplomskog rada.

### **1.3. Struktura i sadržaj rada**

Diplomski rad, uz uvod i zaključak, čine četiri poglavlja, a njegova je struktura rezultat postavljenih ciljeva te odabranih metoda istraživanja. Drugo i treće poglavlje posvećeni su prikazu teorijskog okvira užeg područja diplomskog rada te pregledu faktora oblikovanja i odabranih istraživanja strukture kapitala. Četvrto i peto poglavlje prezentiraju empirijski dio istraživanja, konkretno metodološki okvir i rezultate. Rad završava zaključkom u šestom poglavlju te popisom korištene literature, tablica, grafikona i slika u sedmom poglavlju.

Drugo poglavlje rada elaborira teorijski okvir strukture kapitala. U navedenom poglavlju daje se uvid u osnovne komponente strukture kapitala, definiciju i pitanje optimizacije iste. Također, uz izvore, oblike i načela financiranja poduzeća, objašnjene su i teorije strukture kapitala. Konkretno, u radu je izložena tradicionalna teorija, Modigliani – Millerova teorija, teorija kompromisa, teorija signaliziranja i teorija hijerarhije financijskih izbora.

U trećem poglavlju rada uz faktore utjecaja na strukturu kapitala, prikazan je pregled odabranih dosadašnjih istraživanja strukture kapitala. Navedena istraživanja odnose se na odabrana istraživanja provedena u svijetu te odabrana istraživanja provedena u Republici Hrvatskoj.

U četvrtom poglavlju najprije se u kontekstu klasifikacije i strukturno-poslovnih pokazatelja predstavljaju obilježja odabrane djelatnosti. Potom se u drugom dijelu poglavlja obrazlaže dizajn uzorka te se opisuju korišteni podaci i odabrani pokazatelji varijabli. Kraj četvrtog poglavlja donosi kratak osvrt na korištene metode analize strukture kapitala.

Peto poglavlje sastoji se u prezentaciji i interpretaciji rezultata empirijske analize strukture kapitala poduzeća u odjeljku djelatnosti trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima. Analiza uključuje analizu strukture cijelog uzorka poduzeća, kao i poduzoraka poduzeća po veličini.

Šesto poglavlje odnosno *Zaključak* predstavlja sintezu rada , dok su u sedmom i osmom poglavlju dani popis literature odnosno popis slika, grafikona, tablica i formula.

## 2. Teorijski okvir strukture kapitala

U drugom dijelu rada obrađena je definicija strukture kapitala kao i njezine komponente. Mnogi autori kroz različite teorije promatraju mogućnost postizanja optimalne strukture kapitala, a neke od teorija predstavljene su u nastavku rada.

### 2.1. Struktura kapitala: definicija, komponente i pitanje optimalizacije

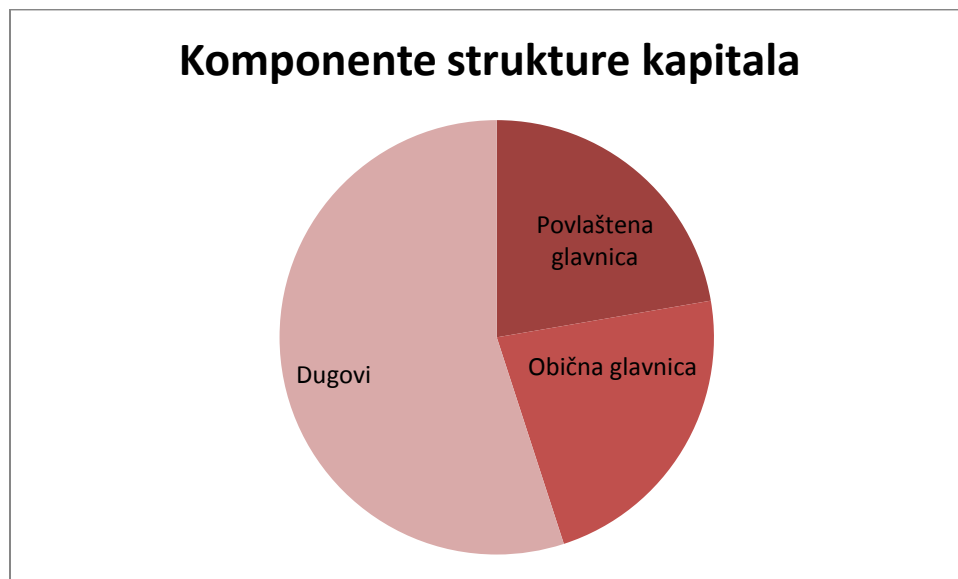
Struktura kapitala je pojam kojim se tumače oblici financiranja kojima poduzeća financiraju svoja poslovanja. Struktura kapitala simplificirano se prikazuje kroz odnos dugova i glavnice. (Orsag, 2015., str. 727) Vidučić (2001) strukturom kapitala smatra kombinaciju različitih vrijednosnih papira kojima se poduzeće koristi za pribavljanje kapitala. Pribavljenim kapitalom poduzeće financira investicijske aktivnosti, a dijeli se na vlastiti i tuđi kapital. Glavnica se odnosi na vrstu kapitala financiranu iz vlastitih izvora, dok su dugovi tuđi kapital pribavljen po određenim uvjetima. Struktura kapitala uobičajeno obuhvaća dugoročnu financijsku strukturu, dok su kratkoročne i tekuće obveze dioničkog društva isključene iz financijske strukture, premda postoje slučajevi kada struktura kapitala može provocirati mogućnost obuhvata kratkoročnog kapitala. (Orsag, 2015., str. 543). Prema tome, struktura kapitala predstavlja vertikalnu financijsku strukturu dijela pasive, u pravilu, njenog dugoročnog dijela, za razliku od vertikalne financijske strukture općenito, koja je širi pojam te se odnosi na čitavu strukturu pasive (*Struktura kapitala*, bez.dat.). Cilj poduzeća i njihovih financijskih menadžera je maksimalizirati vrijednost poduzeća koja uvelike ovisi kako o strukturi kapitala, tako i o odabiru poslovne strategije.

Ukupan dugoročni kapital koji posjeduje neko dioničko društvo naziva se i kapitalizacijom koja je sastavljena od različitih pojedinačnih komponenti kao što su (Orsag, 2015., str. 543):

1. dugoročni dugovi,
2. povlašteni kapital, odnosno kapital od preferencijalnih dionica i
3. obični kapital, odnosno kapital od običnih dionica.

Spomenute komponente prikazane su na Grafikon 1, a važno je napomenuti i to da se njihovi udjeli u ukupnoj strukturi kapitala često mijenjaju. Također, njihovo korištenje se različito

kombinira u pojedinim društvima. Postojanje različitih komponenti strukture kapitala upućuje na to da postoji neki prosječni trošak ukupne strukture kapitala, pri čemu se pojedine komponente mogu promatrati sa stajališta knjigovodstvenih te sa stajališta tržišnih vrijednosti (Orsag, 2015., str. 544). Iz tog razloga pojavljuje se i problem mjerenja strukture kapitala. Sa stajališta Orsaga (2015) pri određivanju troška kapitala javljaju se i pitanja različitog poreznog tretmana naknada za pribavljeni kapital, uključivanje troškova emisije novog kapitala te izračunavanje prosječnoga troška kapitala.



Grafikon 1 Osnovne komponente strukture kapitala (Izvor: izrada autora prema Orsag, 2015, str. 543)

Jednim od najvećih izazova današnjice smatra se postizanje optimalne strukture kapitala. Optimalna struktura kapitala bitno se razlikuje, kako među poduzećima, tako i među djelatnostima. Zadatak menadžmenta je odrediti „ (...) kapitalnu strukturu koja će omogućiti najmanji stupanj rizika uz najniži trošak kapitala.“ (*Struktura kapitala*, bez.dat.) Orsag (2015) smatra da optimalna struktura kapitala ovisi o nekom od kriterija optimizacije strukture kapitala poduzeća i njegovom temeljnom cilju poslovanja, a to je povećanje bogatstva njegovih vlasnika. Zanimare li se problemi agenata, povećanje bogatstva vlasnika ostvarit će se uz povećanje vrijednosti poduzeća. Riječ je o ekonomskoj vrijednosti društva koja je određena sadašnjom vrijednošću novčanih tokova, koje ono donosi svojim vlasnicima. Sadašnja vrijednost novčanih tokova izračunava se pomoću troška kapitala, stoga optimalna struktura kapitala trebala bi biti

ona uz koju poduzeće ima najniži trošak kapitala kako promjena strukture kapitala ne bi izazvala promjenu ukupnih novčanih tokova. (Orsag, 2015, str. 727)

## 2.2. Izvori, oblici i načela financiranja poduzeća

Financiranje se može odrediti kao dinamički proces osiguranja novca potrebnog za vremenski neograničen kontinuitet poslovanja poduzeća (Orsag, 2015., str 664). Jednostavnije rečeno financiranjem se smatra svako pribavljanje sredstava u svrhu poslovanja poduzeća, te njegovog rasta i razvoja. Prilikom nabavljanja sredstava na tržištu, njihov izbor ovisit će o raspoloživosti sredstava, njihovim cijenama, trenutnoj financijskoj poziciji i kredibilitetu, stavu menadžera prema riziku i izabranoj financijskoj strategiji (Vidučić, 2001). Mnoštvo je oblika, metoda i instrumenata financiranja, a u ovom radu naglasak se stavlja na dugoročno financiranje.

U računovodstvu se termin izvori sredstava najčešće upotrebljava za označavanje pozicija pasive bilance u koju spadaju krediti, obveze prema dobavljačima i ostalo, dok je financijski izraz izvora sredstava oznaka za sve subjekte i osobe od kojih društvo pribavlja ili može pribavljati sredstva bilo koje namjene, pojavnog oblika i vremena te u odnosu na bilo koji rok (Orsag, 2015, str. 664).

Izvori financiranja je sintagma koja označava izvore financijskih sredstava (u širem smislu i izvore sredstava) ali i one specifične izvore koji u pravnom i računovodstvenom smislu nisu izvori sredstava (npr. novčana sredstva amortizacije, neraspodijeljena dobit u toku obračunskog razdoblja i sl.) Također, sintagma izvori financijskih sredstava odnosi se samo na one izvore sredstava od kojih poduzeće pribavlja sredstva u novčanom (financijskom) obliku. Osim vlasnika poduzeća, izvori financiranja su banke i druge financijske organizacije, a može se pojaviti i država. (*Rječnik financijskih pojmova*, bez.dat.) Osnivači i vlasnici poduzeća koji nemaju obvezu vraćanja sredstava i plaćanja naknade za korištenje istih, a financiraju se iz temeljnog kapitala, amortizacije, zadržane dobiti i rezerve smatraju se vlastitim izvorima financiranja (Martišković, 2017, str. 27). Osim vlastitih izvora, poduzeće financiraju i tuđi izvori sredstava, a to su kreditori, dobavljači robe i usluga, država, zaposlenici poduzeća i dr. (Orsag, 2015, str. 665). Prema Orsagu (2015) prilikom pribavljanja sredstava poduzeće se obvezuje ispuniti sve navedene obveze ugovora kao što su vraćanje sredstava i plaćanje naknade za rabljena sredstva.

Oblici financiranja promatraju se s različitih stajališta kao što je prikazano na Slika 1. Prema Orsagu, 2015., str. 666 pet je različitih stajališta promatranja oblika financiranja poduzeća, a to su:

1. vlasništvo,
2. rokovi,
3. porijeklo
4. obveza vraćanja
5. naknada prema izvoru financiranja.



Slika 1 Oblici financiranja (Izvor: izrada autora prema Orsag, 2015, str.667

Orsag (2015) vlastito financiranje definira kao ulaganje sredstava u poduzeće na neodređeno vrijeme i bez unaprijed određenog dospijeca. Može biti vlastito ili tuđe ulaganje. Vlasništvo se može prodati, a nositelji takvog financiranja imaju pravo glasa glede upravljanja društvom. Također, autor navodi da vlasnici poduzeća prema hijerarhijskoj strukturi zadnji stječu prava na udjele u poslovnom rezultatu ili u slučaju likvidacije poduzeća. Tuđe financiranje odnosi se na subjekte koji nemaju pravo glasa glede upravljanja poslovanjem, a temeljno obilježje ovakvog načina financiranja su fiksno utvrđeni rokovi povrata ustupljenih sredstava. (Orsag, 2015, str 667)

Poduzeća koja se financiraju tuđim sredstvima, vraćaju ih u unaprijed određenom roku uz određenu naknadu tj. kamatu. Iako se nositelji tuđeg financiranja u hijerarhijskoj raspodjeli poslovnog rezultata ili likvidacije nalaze prije vlasnika, ipak su brojnije prednosti vlastitog financiranja u odnosu na tuđe (Orsag, 2015, str. 668):

1. veća masa neto zarada,

2. nema obveze vraćanja sredstava,
3. veći financijski i kreditni kapacitet,
4. veća poslovna i financijska samostalnost.

Uz prednosti navode se i nedostaci vlastitog financiranja prema tuđem (Orsag, 2015, str. 669):

1. viši troškovi kapitala,
2. veći troškovi pribavljanja (emisije),
3. nepostojanje poreznog zaklona
4. određeni stupanj ograničenosti.

Uz vlastito i tuđe financiranje, poduzeća se mogu financirati i pomoću hibridnih financijskih instrumenata. Tipičan hibridni financijski instrument su preferencijalne dionice, a glavno obilježje hibridnog financiranja je kombinacija vlastitog i tuđeg financiranja (Orsag, 2015., str. 670).

Druga podjela oblika financiranja je prema rokovima, a shodno tome financiranje se dijeli na dugoročno i kratkoročno financiranje. U tom je smislu za korištenje pojedinim oblikom financiranja prema rokovima njihova dospijeca izrazito važna struktura imovine kojom bi trebalo raspolagati poduzeće kako bi poslovalo likvidno, odnosno kako bi osiguralo svoj kontinuitet poslovanja (Orsag, 2015, str. 674).

Orsag (2015) navodi tzv. zlatna pravila financiranja koja kažu:

1. dugoročne potrebe moraju se financirati iz kvalitetnih izvora tj. dugoročnih dugova i vlastita kapitala,
2. kratkoročne potrebe mogu se financirati kratkoročno.

Zlatna pravila financiranja više su usmjerena održavanju likvidnosti i solventnosti poduzeća nego ostvarivanju profitabilnosti (Orsag, 2015, str. 605).

Poduzeća se mogu financirati interno i eksterno što se u literaturi navodi kao financiranje prema porijeklu. Internim financiranjem povećava se dugoročna, odnosno trajno raspoloživa imovina poduzeća, dok se eksterno vlastito financiranje provodi privlačenjem novih vlasnika tj. dodatnim ulozima postojećih vlasnika. Internim financiranjem se smatra akumuliranje dijela realiziranih zarada poduzeća, dok eksterno vlastito financiranje kod dioničkih društava podrazumijeva emisiju novih dionica. Eksternim načinom financiranja postoji rizik od razvodnjavanja kapitala ako se postigne cijena dionice manja od tekućih tržišnih cijena. (Orsag, 2015, str. 671)

Troškovi financiranja obračunavaju se prema fiksnoj i varijabilnoj naknadi. Naknada predstavlja trošak financiranja, odnosno angažiranja kapitala. Fiksne naknade su namijenjene za ustupljena sredstva neovisno o veličini ostvarenih zarada poduzeća, dok varijabilne ovise o veličini ostvarenih zarada društva. Jednostavnije rečeno fiksne naknade dospijevaju neovisno o poslovanju poduzeća, dok visina varijabilnih ovisi o poslovanju. Isplata fiksnih naknada prethodi isplati varijabilnih. (Orsag, 2015, str. 672)

Naposljetku, jedan od kriterija financiranja poduzeća je obveza vraćanja. Tako postoji mogućnost bespovratnog i povratnog financiranja. Povratno bi bilo ono pri kojemu je unaprijed određeno fiksno dospijeće te je u tom smislu svako tuđe financiranje ujedno i povratno financiranje. Vlastito financiranje ne može se do kraja izjednačiti s bespovratnim jer se zajedničko ulaganje uvijek zasniva na određeno razdoblje što znači da je financijski povratno istekom roka na koji je osnovano. (Orsag, 2015, str.675)

## **2.3. Teorije strukture kapitala**

U nastavku rada interpretirane su neke od teorija strukture kapitala sa stajališta različitih autora.

### **2.3.1. Tradicionalna teorija strukture kapitala**

Tradicionalni pristup strukturi kapitala polazi od pretpostavke da postoji optimalna struktura kapitala tj. da postoji određen omjer duga i glavnice uz koju dioničko društvo ostvaruje najveću vrijednost. Tradicionalisti vjeruju kako promjene odnosa u strukturi kapitala utječu na vrijednost poduzeća, odnosno da se optimalna kombinacija izvora financiranja postiže mijenjanjem omjera vlastitog i tuđeg kapitala. Razlog postojanja optimalne strukture kapitala tradicionalisti pronalaze u odnosima nižeg troška duga i višeg troška vlasničke glavnice te u rizicima zaduženosti dioničkog društva kroz fiksni karakter kamata na dugove i fiksne obveze njihova vraćanja u vrijeme dospijeća (Orsag, 2015., str.729).

Tradicionalisti smatraju da postoje koristi od upošljavanja jeftinijeg kapitala, no zaduživanje izaziva rizike i za vlasnike i za vjerovnike dioničkog društva (Orsag, 2015., str. 728). Prema Vidučić (2001) uzrok povećanja rizika dioničara je zaduživanje poduzeća malim iznosima duga, dok s druge strane rizik imaoca obveznica ostaje isti. Stoga su vjerovnici spremni ulagati u dugovne instrumente poduzeća uz stopu prinosa bez rizika ili blisku njoj. Međuovisnost financijske strukture i vrijednosti poduzeća proizlazi iz percipirane izloženosti financijskom fiziku, pa se za poduzeća s višim stupnjem zaduženosti zahtijeva viša stopa prinosa na izdane

dužničke instrumente kao kompenzacija rizika (Učkar, 2007). Tako je optimalna struktura kapitala ona pri kojoj je ponderirani trošak kapitala (Weighed Average Cost of Capital- WACC) zapravo minimalni trošak financiranja poduzeća (Orsag, 2015., str. 728).

### **2.3.2. Modigliani – Millerova teorija**

Modigliani – Millerova teorija, u daljnjem tekstu MM teorija, jedna je od osnovnih, modernih, teorija strukture kapitala. Teorija polazi od pretpostavke savršenog i potpuno efikasnog financijskog tržišta. Naime, MM teorija razvijena je 1958. godine te dokazuje da u uvjetima savršenog tržišta financijska struktura postaje irelevantna (Učkar, 2007). Uz pretpostavku savršenog tržišta nema izravnih i neizravnih transakcijskih troškova putem različitih poreza, nema troškova emisije kao ni poreza na dobit dioničkog društva. Stoga je u takvim uvjetima moguće izolirati politiku strukture kapitala od politike dividendi jer svaka isplata dividendi može se nadomjestiti emisijom dionica bez ikakvih troškova (Orsag, 2015., str. 730).

Osim uvjeta savršenog tržišta, MM teorija analizira i utjecaj poreza na dobit u uvjetima nesavršenog tržišta odnosno tržištu na kojem postoje ograničenja. Naime, 1963. godine Modigliani i Miller postavili su i poslijeporeznu teoriju. Poštujući postojanje korporacijskih poreza, ali ne i troškova financijskih neprilika vezanih za korištenje zaduživanja, MM utvrđuju da je vrijednost poduzeća pozitivno vezana s polugom što prikazuju u MM modelu s porezom na dobit (Vidučić, 2001., str. 786).

#### **2.3.2.1. Inicijalni MM model**

S obzirom na znanstveni pristup razmatranju strukture kapitala i činjenici da se modeli MM teorije mogu podvrgnuti statističkom testiranju, strani autori MM teoriju smatraju jednim od najutjecajnijih financijskih radova ikad objavljenih (Brigham, Ehrhardt, 2010., str 997). Unatoč maloj vjerojatnosti postojanja savršenog tržišta, Modigliani i Miller skrenuli su pozornost na povećanje vrijednosti poduzeća kroz donošenje dobrih investicijskih odluka. Primjerice, poduzeće koje ulaže u loše projekte ne može očekivati povrat izgubljene vrijednosti na način da donosi bolje odluke o financiranju, dok će poduzeće koje ulaže u dobre projekte stvoriti vrijednost čak i ako koristi pogrešan miks financiranja (Damodaran, 2010., str. 66). Prema Vidučić (2012) novčani tokovi i poslovni rizik određuju vrijednost poduzeća te u idealnim uvjetima savršenih tržišta, zaduživanjem nije moguće povećati vrijednost poduzeća. Tako je vrijednost zaduženog poduzeća jednaka vrijednosti nezaduženog poduzeća (Vidučić, 2012., str 216.).



MM inicijalna teorija temelji se na sljedećim pretpostavkama (Brigham, 2007., str. 519):

1. Nepostojanje troškova posredovanja.
2. Nepostojanje poreza.
3. Nema troškova stečaja.
4. Mogućnost zaduživanja investitora i poduzeća po istoj stopi.
5. Investitori i uprava posjeduju iste podatke o budućim ulaganjima poduzeća.
6. Dug ne utječe na dobit prije poreza i kamata (EBIT).

Uz pretpostavku da prethodno navedeno vrijedi, MM teorija dokazuje da struktura kapitala ne utječe na vrijednost poduzeća.

### **Poučak I**

Prvi poučak tumači tržišnu vrijednost poduzeća prije poreza na način da vrijednost poduzeća ovisi o kapitalizaciji njegova očekivanog poslovnog dohotka, a ne o načinu na koji se taj dohodak dijeli između vlasnika i vjerovnika (Orsag, 2015., str. 730). Prema prvom poučku vrijednost poduzeća ne ovisi o strukturi kapitala. Kada bi poduzeće s dugom vrijedilo više od onoga bez duga, na savršenom tržištu sva bi se poduzeća počela zaduživati, kao što bi se i svi investitori počeli prilagođavati toj činjenici (Orsag, 2015., str. 730). Vidučić (2001) kao i Orsag (2015) smatra da u uvjetima savršenih tržišta nije moguće povećati vrijednost poduzeća financijskim odlukama tj. zaduživanjem, odnosno vrijednost zaduženog poduzeća jednaka je vrijednosti nezaduženog poduzeća. MM poučak I. glasi (Orsag, 2015., str. 730) :

$$V_L = V_U$$

Izraz 1

pri čemu je

$V_L$  – vrijednost poduzeća s dugom,

$V_U$  – vrijednost poduzeća bez duga.

Uz pretpostavku savršenog tržišta i nepostojanja poreza na dobit poslovna vrijednost poduzeća ne ovisi o strukturi kapitala. Također, polazeći od te pretpostavke, Orsag (2015) izvodi još dva zaključka:

1. prosječni trošak kapitala ne ovisi o strukturi kapitala poduzeća i

2. prosječni trošak kapitala, bez obzira na stupanj korištenja dugovima, jednak je trošku glavnice koji bi imalo poduzeće bez dugova.

## Poučak II

Drugi poučak nastavak je prethodnog zaključka o prosječnom trošku kapitala poduzeća. S obzirom da bogatstvo dioničara ovisi o vrijednosti poduzeća, odluke o strukturi kapitala ne utječu na njihovo bogatstvo kao što ni financijska poluga nema utjecaja na prosječni ponderirani trošak kapitala (Vidučić, 2001., str. 786). Razlog tome je kompenzacija jeftinijeg zaduživanja traženom stopom prinosa na vlastiti kapital zbog većeg rizika (Vidučić, 2001., str. 786).

Prema Orsagu (2015) dugovi dioničkoga društva su potpuno bez rizika zato što, na savršenom tržištu, cjelokupno tržište djeluje bez trenja, tako da se i stečaj provodi bez troškova. Polazeći od toga da su ukupni trošak kapitala poduzeća i trošak duga konstantni, trošak glavnice poduzeća s dugom ovisi o trošku glavnice poduzeća bez duga, te o premiji rizika koja ovisi o razlici između troška glavnice poduzeća bez duga i troška duga te o veličini zaduženosti poduzeća (Orsag, 2015., str. 731). Navedena ovisnost troška glavnice poduzeća s dugom prikazana je Izraz 2:

$$k_{sL} = k_{sU} + (k_{sU} - k_d) \frac{D}{E}$$

Izraz 2

pri čemu je

$k_{sL}$  – trošak glavnice poduzeća s dugom,

$k_{sU}$  – trošak glavnice poduzeća bez duga

$k_d$  – trošak duga,

$D$  – vrijednost duga,

$E$  – vrijednost glavnice.

U Izraz 2 tražena stopa prinosa na vlastiti kapital, odnosno trošak vlastitog kapitala ( $k_{sL}$ ) je linearna funkcija financijske poluge. Odnos  $\frac{D}{E}$  označava omjer duga i vlastitog kapitala, odnosno financijsku polugu, dok  $k_d$  označava kamatnu stopu na dugove.

Poučci inicijalnog MM modela bez dugova govore da upotreba financijske poluge ne utječe na vrijednost poduzeća iz razloga što se koristi od jeftinijeg kapitala prezentiranog u dugovima poništavaju ako je rizik povećan (Orsag, 2015., str. 732).

### 2.3.2.2. MM s porezom na dobit

Za razliku od savršenog tržišta koje djeluje bez ograničenja, u stvarnom poslovnom svijetu činjenica je da društva plaćaju porez na dobit. Kamate se, u pravilu, izuzimaju iz oporezive dobiti što omogućuje investitorima privilegiranu naknadu u odnosu prema dividendama jer stvaraju porezni zaklon prema oporezivoj dobiti (Orsag, 2015., str. 732). Zbog navedenog se postavlja pitanje postoji li optimalna struktura kapitala.

Navedeni model MM teorije utvrđuje da će poduzeće koje u svojoj financijskoj strukturi koristi tuđe izvore financiranja imati koristi od poreznog zakona pa će time i njegova vrijednost biti veća od vrijednosti poduzeća koje se u potpunosti financira vlastitim kapitalom (Učkar, 2007). Naime, ključna prednost financiranja dugovima leži u položaju kamata u oporezivoj dobiti koje su odbitna stavka pa zaklanjaju dio oporezive dobiti. Tako se stvara porezni zaklon koji smanjuje porezni teret dobiti dioničkoga društva (Orsag, 2015., str. 732).

#### Poučak I

Prvi poučak ističe prednost zaduživanja u uvjetima kada se plaća porez na dobit jer zaduživanje stvara porezni zaklon koji uvećava vrijednost dioničkoga društva. MM poučak s porezom na dobit, prikazan na Slika 2, prikazuje da društvo s dugovima vrijedi više od društva bez dugova za sadašnju vrijednost poreznog zakona budući da se kamate izuzimaju iz oporezive dobiti društva (Orsag, 2015., str. 737).

$$\text{Vrijednost poduzeća} = \text{Vrijednost ako je 100\% financiranje glavnicom} + \text{Sadašnja vrijednost poreznog zaklona}$$

Slika 2 MM poučak s porezom na dobit (Izvor: izrada autora prema Orsag, 2015, str 737)

Osnovna prednost zaduživanja je porezni zaklon koji stvara uštede na porezima i tako će se dionička društva nastojati zaduživati kako bi iskoristila prednost poreznog zaklona u svrhu kreiranja dodatne vrijednosti za svoje dioničare (Orsag, 2015., str. 737). Jednostavnije rečeno, društvo s dugom vrijedi više od društva bez duga za vrijednost poreznog zaklona. U uvjetima

permanentnog zaduživanja MM poučak s porezom na dobit prikazan je Izraz 3 (Orsag, 2015., str. 737):

$$V_L = V_U + s_z D$$

Izraz 3

pri čemu je:

$V_L$  – vrijednost poduzeća s dugom

$V_U$  – vrijednost poduzeća bez duga

$s_z D$  – vrijednost poreznog zaklona.

MM poučak s porezom na dobit nema optimalnu strukturu kapitala zato što je društvo s najvećim financiranjem dugovima najvrjednije.

### **Poučak II**

Kako zaduživanje utječe na pojedine komponente strukture kapitala govori poučak II. Naime, trošak glavnice i dalje raste sa zaduživanjem društva kako je opisano u MM modelu bez poreza. Dodatni financijski rizik izaziva reakciju investitora iz razloga što povećava volatilitet zarada po dionici. Što je veće zaduživanje, veći su i zahtjevi investitora za višom premijom rizika. Utjecaj poreznog zaklona mora se odraziti na trošak duga da bi društvo s dugovima vrijedilo više od društva bez dugova. (Orsag, 2015., str. 739). Poučak s porezom na dobit, za razliku od situacije bez poreza, ističe kako zaduživanje donosi prednost smanjenjem troška duga nakon poreza, što smanjuje ukupni trošak kapitala povećanjem zaduživanja (Orsag, 2015., str. 738).

Brigham i Ehrhardt (2010) kritiziraju zaključke MM modela jer navode da struktura kapitala poduzeća nije bitna. Nadalje, MM model s porezom na dobit dovodi do zaključka da bi poduzeća trebala koristiti 100% financiranje dugovima, no poduzeća u stvarnom poslovanju namjerno ne idu do te krajnosti. Dodatno, prema Brigham i Ehrhardt (2010) MM modeli ne uzimaju u obzir agencijske troškove te ostale troškove povezane s financijskim nevoljama poduzeća, što navedeni autori smatraju prevelikim pojednostavljanjem modela.

### 2.3.3. Teorija kompromisa

Prema teoriji kompromisa, optimalna struktura kapitala rezultat je kompromisa prednosti i slabosti korištenja dugovima u strukturi kapitala dioničkoga društva. Mnogi autori analiziraju koje su prednosti i nedostaci korištenja dugovima, umjesto kapitala, za poduzeće.

Damodaran (2010) u svome radu ističe dvije prednosti duga u odnosu na kapital. Prva prednost je porezna pogodnost, odnosno činjenica što se plaćanje kamata na dug odbija od oporezive dobiti i tako smanjuje plaćanje poreza, dok novčani tokovi na kapital nisu odbitna stavka. Druga prednost očituje se u disciplini nametnutoj menadžmentu zbog plaćanja duga. Naime, Damodaran (2010) smatra kako je jedan od načina uvođenja discipline prisiljavanje poduzeća, koja imaju značajan slobodan novčani tok, na posuđivanje novca jer se na taj način stvara obveza za plaćanje kamata i glavnice te povećava rizik od neispunjenja obaveza.

Osim prednosti, dug ima i mnogo nedostataka koji mogu dovesti do nastajanja financijskih poremećaja. Zaduživanjem raste rizik obnavljanja dugova i promjena poreza koji smanjuju prednost zaduživanja poduzeća, stoga se sve sporije povećava vrijednost poduzeća s polugom prema vrijednosti poduzeća bez poluge do točke dosezanja maksimalne vrijednosti poduzeća (Orsag, 2015., str. 747). Damodaran (2010) smatra da posudba novca može izložiti poduzeće eventualnoj likvidaciji, može povećati agencijske probleme koji proizlaze iz sukoba interesa vlasnika udjela i vjerovnika te smanjuje fleksibilnost poduzeća o poduzimanju mjera sada ili u budućnosti. Učinci prezaduženosti izraženiji su od učinaka nedovoljne zaduženosti na smanjenje vrijednosti poduzeća prema onoj koju bi moglo imati uz optimalnu razinu zaduženosti (Orsag, 2015., str. 748). Graham (2010) zaključuje da je vrijednost poduzeća s dugom jednaka vrijednosti poduzeća bez duga koja je uvećana za sadašnju vrijednost poreznog zaklona, a umanjena za sadašnju vrijednost očekivanih troškova stečaja (Kontuš, 2018., str. 47).

Teorija kompromisa, kao i tradicionalna teorija, pretpostavlja postojanje optimalne strukture kapitala. Orsag (2015) pojavu optimuma smatra rezultatom kompromisa između mogućih zarada i rizika od njihova ostvarivanja pa se optimalna struktura kapitala može razumijevati međuovisnošću rizika i nagrade kao osnovnog financijskog koncepta.

Promatrajući teoriju kompromisa sa stajališta utjecaja na trošak kapitala poduzeća, tada ona potvrđuje klasičan „U“ oblik troška kapitala poduzeća. kada poduzeće bez duga započne prilagođavati strukturu kapitala prema teoriji kompromisa, ono mijenja glavnice za dugove. Uz malu zaduženost dolazi do pozitivnog utjecaja poreznog zaklona koji dugove čini jeftinijim

oblikom financiranja, a s daljnjim povećanjem zaduženosti, prednosti poreznog zaklona sve se više kompenziraju s povećanim troškovima financijskih poremećaja. Rezultat toga je usporavanje smanjenja troška kapitala. (Orsag, 2015., str. 748)

U uvjetima relativno niske zaduženosti dioničkoga društva vjerojatnost stečaja toliko je mala da je zanemariva, tako da dioničko društvo s polugom vrijedi više od dioničkog društva bez poluge za sadašnju vrijednost poreznog zaklona (Orsag, 2015., str. 747).

Koliki će biti trošak financijskog poremećaja ovisi o vjerojatnosti nastanka nevolje i o veličini troškova koji nastaju u tom slučaju. Brealey, Myers i Allen smatraju da kompromis između poreznog zaklona i troška financijskog poremećaja može odrediti optimalnu strukturu kapitala. Naime, porezni zaklon u početku se povećava kako poduzeće posuđuje više. Umjerena razina duga stvara nisku vjerojatnost nastanka financijskog poremećaja, pa je i trošak financijskog poremećaja nizak. Također, vjerojatnost financijskog poremećaja raste dodatnim zaduživanjem. Teoretski optimum se postiže kada se sadašnja vrijednost porezne uštede uslijed daljnjeg zaduživanja nadoknađuje povećanjem sadašnje vrijednosti troškova financijskog poremećaja, a omjer duga koji maksimalizira vrijednost poduzeća trebao bi odabrati menadžer poduzeća (Brealey, Myers, Allen, 2010, str. 448).

#### **2.3.4. Teorija signaliziranja**

Teorija signaliziranja jedna je od teorija koja počiva na asimetričnosti informacija. U uvjetima savršenog tržišta sve su informacije simetrične za razliku od nesavršenog tržišta u kojemu menadžeri, za razliku od vanjskih investitora, najčešće posjeduju najbolje informacije o stanju poduzeća. Iako su poduzeća prisiljena javno objavljivati informacije o prosperitetu poduzeća, asimetričnost informacija i dalje postoji. Naime, menadžment poduzeća prisiljen je čuvati informacije o namjeravanim akcijama kako bi uspješno pobijedio konkurenciju. (Orsag, 2015, str. 750)

Teorija signaliziranja zastupa stav da menadžeri ili drugi zaposlenici imaju privatne informacije o perspektivi poduzeća (krivulji prinosa) ili o investicijskim prilikama (Vidučić, 2001, str. 793). Sharpe, Aleksander i Bailey (1995) smatraju da će menadžeri nastojati prenijeti informacije javnosti ukoliko imaju poticaj za to, a jedan od načina prijenosa informacija je najava promjena iznosa dividende poduzeća. Smanjenje dividendi uglavnom je negativan signal za investitore iz razloga što tržišta to vide kao pokazatelj da je poduzeće u dugoročnim financijskim problemima pa takve radnje dovode i do pada cijena dionica. Za velika poduzeća smanje dividende nije

najučinkovitiji signal, već se informacije mogu ekonomičnije prenijeti putem izvještaja analitičara o poduzeću. (Damodaran, 2010, str. 732) Povećavanje dividendi signal je da uprava procjenjuje povećanje budućih zarada poduzeća što je pozitivna vijest za investitore, a suprotno tome, najavljeno smanjenje dividendi signal je da rukovodstvo smanjuje procjenu budućih zarada poduzeća (Sharpe, Aleksander, Bailey, 1995, st. 595). Zaključno povećanje dividendi uzrokuje rast cijena dionica poduzeća, a najavljeno smanjenje uzrokuje pad.

Rezultati teorije signaliziranja odražavaju se na strukturu kapitala tako da će poduzeća u normalnim okolnostima nastojati definirati svoju ciljanu strukturu kapitala uz manju zaduženost od one koja bi odgovarala optimumu, da bi se omogućilo financiranje iznimno dobrih investicijskih oportuniteta. Korištenjem teorije signalizacije poduzeća svoju ciljanu strukturu kapitala definiraju uz manju zaduženost od one koja bi odgovarala optimumu. (Orsag, 2015, str. 751)

### **2.3.5. Teorija hijerarhije financijskih izbora**

Prema modelu Myersa i Majlufa iz 1984. godine formirana je teorija hijerarhije financijskih izbora koja zagovara nepostojanje optimalne financijske poluge u bilancama društava (Šestanović, Horvat, Tomić, 2018, str. 61). Na hijerarhiju financijskih izbora utječe i asimetričnost informacija te će tako menadžment nastojati financirati investicijske oportunitete najprije interno, reinvestiranjem zarada, a zatim i pribavljanjem novca eksterno. Neelastičnost politike dividendi i fluktuacije profita dovode do toga da će interno stvoreni novčani tokovi povremeno premašivati investicijske potrebe, a povremeno neće biti dostatni za investicije. (Orsag, 2015, str. 751) Damodaran (2010) ističe da poduzeća slijede hijerarhiju financiranja na način da je zadržana dobit najprikladniji izbor za financiranje, slijedi dug, novi i običan kapital. Tako, poduzeća posežu za pribavljanjem eksternih sredstava kada povećane investicijske mogućnosti ili niža profitabilnost dovode do neravnoteže kapitalnih izdataka i internih sredstava (Vidučić, 2001, str. 793).

Teorija hijerarhije izbora tumači na koji način će poduzeća pribaviti eksterni novac za financiranje novih projekata. Financijski menadžeri donose financijske odluke prema principu najmanjeg otpora, a istovremeno zahtijevaju mogućnost brzo raspoloživih resursa za financiranje novih investicijskih mogućnosti (Vidučić, 2001, str. 794). Na vrhu ljestvice hijerarhije nalazi se eksterno financiranje dugovima, a nakon toga dolaze hibridni oblici financiranja kao što su konvertibilne dionice ili preferencijalne dionice. Emisija glavnice doći će na red tek kada su iscrpljeni ostali izvori pribavljanja novca. (Orsag, 2015, str. 751)

Ako su interne zalihe novca dovoljne za podmirenje izdataka koji prelaze operativne novčane tokove, može se očekivati da društva neće pribjeći emisiji dužničkog i vlastitog kapitala (Šestanović, Horvat, Tomić, 2018, str. 66).

U teoriji hijerarhije financijskih izbora, uz ostale uvjete nepromijenjene, bolje je biti na vrhu izbora nego na dnu. Teorija hijerarhije ističe pojam financijske labavosti koji označava raspolaganje poduzeća novcem, vrijednosnim papirima, bankarskim kreditima, utrživom realnom imovinom i otvorenim pristupom tržištu dugova s pomoću rezervnog kreditnog kapaciteta kako bi se dugovi poduzeća predočili investitorima kao sigurna investicija. (Orsag, 2015, str. 752) Naime, kada društvo emitira dionice, investitori vjeruju da menadžment smatra kako su dionice precijenjene te stoga diskontiraju njihovu vrijednost, a u uvjetima kada su investicijski zahtjevi umjereni, društvo može stvarati interne rezerve novca kako bi sačuvao rezervni kapacitet zaduživanja za financiranje unosnih investicija (Šestanović, Horvat, Tomić, 2018, str.62).



### **3. Pregled faktora oblikovanja i odabranih istraživanja strukture kapitala**

Poglavlje donosi pregled faktora oblikovanja i odabranih dosadašnjih istraživanja strukture kapitala.

#### **3.1. Faktori utjecaja na oblikovanje strukture kapitala**

Kao što je već prethodno navedeno, zadatak financijskog menadžmenta poduzeća je oblikovati optimalnu strukturu kapitala. Kod donošenja odluke o strukturi kapitala i oblikovanja optimalne strukture kapitala, menadžment mora polazeći od teorijskih uporišta, razmotriti težinu specifičnih čimbenika koji utječu na izbor strukture kapitala u konkretnim uvjetima poduzeća (Vidučić, 2001, str. 784). Shodno tome, brojni autori navode ključne faktore koji mogu utjecati na strukturu kapitala poduzeća.

Prema Brigham (1999), Orsag (2015, str. 754-756) analizira sljedeće čimbenike pri utemeljenju ciljane strukture kapitala: menadžerski konzervativizam, kao svojevrsnu ekstenziju položaja menadžmenta poduzeća glede vlasništva u društvu koje vodi, zatim stajališta pozajmljivača i rejtnških agencija, rezervni kapacitet posuđivanja i financijska fleksibilnost, kontrola, poslovni rizik, struktura imovine, stopa rasta, profitabilnost, porezi i tržišni uvjeti. Uvelike kongruentno navedenim čimbenicima, Alpha Capitalis navodi sljedećih osam čimbenika koji utječu na strukturu kapitala: kreditni rejting i bonitet, industrijske standarde, profitabilnost, menadžersku averziju prema riziku, kontrolu nad poslovanjem, troškove financijskih neprilika, agencijske troškove i asimetrične informacije koje Orsag (2015) izostavlja.

Fakori utjecaja na oblikovanje strukture kapitala prema Orsag (2015) i Alpha Capitalis (2019) su:

**Položaj menadžmenta u društvu** glede vlasništva u društvu jedan je od ključnih faktora utjecaja na oblikovanje strukture kapitala. U kontekstu položaja menadžmenta poduzeća glede vlasništva u društvu koje vodi, odnosno (ne)postojanja agencijskih troškova, poduzeće može voditi agent vlasnika, a agent može biti i vlasnik udjela u poduzeću. Vlasnici društva upravljanje prepuštaju menadžerima kojima je cilj maksimizirati osobne koristi, dok je vlasnicima primarni interes maksimizirati vrijednost dionica, odnosno poduzeća. Prema tome troškovi agenta,

osnosno menadžera, umanjuju vrijednost društva dok su sa stajališta Orsaga (2015) društva koja vode menadžeri dioničari ujedno i zaduženija društva. Naime, uporaba poluge smanjuje diskreciju menadžera i zbog toga implicira pretpostavku da menadžeri neće emitirati optimalne iznose dugova bez pritiska disciplinirajućih sila. (Orsag, 2015, str. 754; *Alpha Capitalis tim*, 2019)

**Menadžerski konzervativizam** uzrokuje da portfolio investitori podnose mnogo veći stupanj rizika od zaduživanja nego menadžeri koji ne mogu diverzificirati svoj interes koji drži u društvu. Iz tog razloga menadžeri će težiti nižem stupnju zaduženosti u kapitalnoj strukturi nego je to optimalno ukoliko se promatra sa stajališta dioničara. Zaduzenost njihova društva odgovara onoj koja maksimalizira vrijednost dionica poduzeća, no uspješnost rada menadžmenta kao i generirana dobit i bogatstvo ovise i o financijskoj stabilnosti poduzeća. Cilj je smanjiti udio duga u financiranju i povećati učešće vlastitog kapitala. (Orsag, 2015, str. 754; *Alpha Capitalis tim*, 2019)

**Stopa rasta** - uz sve ostale uvjete nepromijenjene, brzorastuća poduzeća trebaju više eksternog kapitala od poduzeća sa sporim rastom koje se financira zadržavanjem zarada. Iz tog razloga brzorastuća poduzeća će imati viši stupanj zaduženosti od poduzeća sa sporim rastom.

**Stajališta pozajmljivača i rejting agencija** važna su za utemeljenje ciljane strukture kapitala poduzeća. Menadžment društva mora voditi brigu o tome da održava strukturu kapitala na onoj razini zaduženosti koja jamči, za rejting agencije i institucionalne pozajmljivače prihvatljive pokazatelje pokrića. Sa stajališta Alpha Capitalis tima kreditni rejting sadrži sve informacije koje služe kao instrument procjene kreditne kvalitete svakog društva te, kao i Orsag, ističu važnost dobrog kreditnog rejtinga poduzeća u svrhu lakšeg zaduživanja u budućnosti po znatno povoljnijim uvjetima u odnosu na društva s lošijim rejtingom (*Alpha Capitalis tim*, 2019).

**Rezervni kapacitet posuđivanja i financijska fleksibilnost** rezultati su teorije signalizacije i teorije hijerarhije. Dioničko društvo dokazano zarađuje poduzimanjem oportunističkih investicija i zbog toga je jedan od ciljeva uspješnog upravljanja financijama dioničkoga društva osiguravanje kapitala potrebnog za financiranje raspoloživih profitabilnih investicija.

**Poslovni rizik** izražava se pokazateljima kao što su varijabilnost prodaje, stupanj poslovne poluge i drugi čimbenici poslovnog rizika. Poduzeća s manjim poslovnim rizikom mogu preuzeti više dugova od poduzeća s visokim poslovnim rizikom.

**Struktura imovine** omogućuje poduzeću upotrebljavanje financijske poluge ukoliko je imovina poduzeća prikladnija za osiguranje dugova. Takav način financiranja koriste uglavnom poduzeća koja imaju utrživu imovinu poput nekretnina. Također, poduzeća koja su uključena u tehnološka istraživanja, koriste relativno malo dugova za svoje financiranje.

**Kontrola** uzrokuje povećanje zaduživanja ako menadžment ne može kontrolirati većinu glasova, a nije u poziciji povećati stupanj kontrole. Ukoliko ne može kontrolirati glasačka prava, tada se može odlučiti za financiranje novom emisijom glavnice. Isto tako, ako poduzeće koristi premalo dugove, menadžment se izlaže riziku da poduzeće preuzmu oni koji namjeravaju povećati zarade intenziviranjem financijske poluge. (Orsag, 2015, str. 755.) S druge strane, pretjerano financiranje dugom može dovesti do toga da kontrolu nad društvom preuzmu kreditori, stoga je emisija novih dionica u tom slučaju bolje opcija od dodatnog zaduženja (*Alpha Capitalis tim*, 2019).

**Porezi** odnosno kamate su odbitna stavka od oporezive dobiti, za razliku od dividendi, koje se ne mogu odbijati od oporezive dobiti. Što je veće opterećenje dobiti poduzeća, to su izraženije prednosti korištenja dugovima zaklanjanjem oporezive dobiti i stvaranja određenih ušteta na porezima.

**Tržišni uvjeti** utječu na promjene optimalne strukture kapitala poduzeća. Primjerice, situacija na tržištu rizičnih dugova može obeshrabriti poduzeće glede emisije dugova niže kvalitete, stoga će se poduzeća opredijeliti za emisiju dionica ili će posegnuti za kratkoročnim pozajmicama, a ostaviti njihovo refundiranje kada nastupe promjene na tržištu dugova. Isto tako vlasnici i menadžment poduzeća, prilikom donošenja odluka o formiranju optimalne kapitalne strukture, imaju za cilj približiti kapitalnu strukturu industrijskom prosjeku s mogućim većim ili manjim odstupanjima što ovisi i o djelatnosti kojom se poduzeće bavi (*Alpha Capitalis tim*, 2019).

**Profitabilnost.** Orsag (2015) i Alpha Capitalis (2019) slažu se da visokoprofitabilna poduzeća nemaju veliku potrebu za dužničkim kapitalom iz razloga što se uglavnom financiraju iz zadržane dobiti poduzeća. Visoki profiti poduzeća omogućuju znatnije zadržavanje zarada koje je na vrhu hijerarhijske ljestvice oblika financiranja prema njihovoj pogodnosti, a ostvarenu dobit uspješna poduzeća reinvestiraju povećavajući tako svoj vlastiti kapital. Iz tog razloga koriste mnogo manje dugova od nisko profitabilnih. (Orsag, 2015, str.756.; *Apha Capitalis tim*, 2019)

**Asimetričnost informacija** prilikom definiranja optimalne kapitalne strukture imaju značajan utjecaj na odluku o financiranju dugovima ili vlastitim kapitalom. Asimetrične informacije predstavljaju situaciju u kojoj menadžment društva ima bolje i točnije informacije za razliku od vanjskih investitora. S obzirom na to da raspolažu s povlaštenim informacija o društvu, menadžment društva je u stanju odabrati optimalnu kapitalnu strukturu kojom će slati prave informacije o vrijednost društva što snižava troškove asimetričnih informacija i povećava vrijednost društva. (*Alpha Capitalis tim, 2019*)

## **3.2. Odabrana istraživanja strukture kapitala**

U današnje suvremeno doba sve veća pozornost pridaje se strukturi kapitala poduzeća. Struktura kapitala utječe na kretanje vrijednosti poduzeća te ovisi o nizu čimbenika. Cilj menadžmenta poduzeća je maksimalizirati njegovu vrijednost što je moguće jedino uz optimalnu strukturu kapitala. Mnogi teoretičari bavili su se upravo proučavanjem optimalne strukture kapitala poduzeća, no mnoge teorije nisu testirane. Novija istraživanja postavljaju nove hipoteze i donose nove zaključke, ali još uvijek ne postoji široko prihvaćeni model postizanja optimalne strukture kapitala.

### **3.2.1. Odabrana istraživanja strukture kapitala u svijetu**

Rajan i Zingales analizirali su razvijene zemlje članice G7 i pronašli važne čimbenike razlike strukture kapitala između poduzeća iz navedenih zemalja (Vidučić, 2001). Cilj istraživanja Rajana i Zingalesa (1995) bio je ustanoviti je li struktura kapitala u promatranim zemljama povezana s čimbenicima koji utječu na strukturu kapitala američkih poduzeća. Istraživanje je pokazalo da poluga raste s veličinom poduzeća u svim zemljama osim u Njemačkoj. Velika poduzeća imaju manju vjerojatnost da budu u financijskoj nevolji, a niži očekivani troškovi bankrota omogućuju im da preuzmu veći utjecaj na tržištu. Autori tvrde da u Njemačkoj kodeks bankrota ne pogoduje reorganizaciji poduzeća, a poduzeća koja ulaze u stečaj obično se likvidiraju. Budući da su likvidacijske vrijednosti općenito niže od vrijednosti neprekidnog poslovanja, bankrot u Njemačkoj je potencijalno skuplji. (Rajan, Zingales, 1995, str. 1423) Negativna veza potvrđena je i između poluge i budućih investicijskih mogućnosti, a to je u skladu sa stavovima da razvojna poduzeća poduzimaju rizičnije projekte koji mogu biti u korist dioničarima, a na račun držatelja duga (Vidučić, 2001, str. 794).

Nguyen i Shekhar (2017) analizirali su strukturu kapitala japanskih poduzeća koristeći kombinirani pristup profitabilnosti i financijske poluge. Istraživanje je provedeno na poduzećima koja posluju s glavnom bankom i s neovisnim poduzećima. Rezultati pokazuju da su poduzeća s niskim troškovima financijskih poteškoća i niskim troškovi asimetrije informacija privlačna novom izvoru kapitala te se takva poduzeća brže prilagođavaju promjeni optimalne strukture kapitala. Također, odluke o strukturi kapitala ovise o kreditnoj sposobnosti poduzeća i vrsti djelatnosti. Zanimljivo je i to da se japanska poduzeća mogu uspoređivati s američkim poduzećima prema brzini prilagodbe. (Nguyen, Shekhar, 2017, str. 5)

Cole (2013) je analizirao kapitalnu strukturu privatnih američkih poduzeća. Istraživanje je provedeno na privatnim poduzećima u razdoblju od 1987. do 2003. godine. Rezultati istraživanja pokazuju da je omjer poluge u privatnim i javnim poduzećima u velikoj koleraciji većinu promatranih godina kada se poluga mjeri zajmovima na imovinu, a manjoj ukoliko se poluga mjeri obvezama prema imovini. Autor istraživanja smatra da su mala poduzeća ovisnija o trgovačkom kreditu za razliku od velikih poduzeća. (Cole, 2013, str. 807)

### **3.2.2. Odabrana istraživanja strukture kapitala u Republici Hrvatskoj**

Ratno stanje u Hrvatskoj uzrokovalo je velike gospodarske probleme u državi. Naime, smanjenje gospodarske aktivnosti i proces privatizacije opteretili su cijelu gospodarsku i socijalnu situaciju u zemlji te su investicijske aktivnosti svedene na minimum. 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 i usluga postala nekonkurentna. Prema Vidučić (2001) pokazatelj zaduženosti hrvatskih poduzeća devedesetih godina na osnovi ukupne zaduženosti pokazuje rast zaduženosti za približno 20%. U uvjetima povremenih bankarskih kriza koje su se javljale u Hrvatskoj u devedesetima, naslijeđenih problema s lošim kreditima, neadekvatnih metoda i mogućnosti procjene rizika u bankama, banke su reagirale orijentacijom na kratkoročne kredite uz minimalnu ponudu dugoročnih kredita. Kao posljedica navedenog nastupa smanjenje potencijalne zarade te samim time i smanjenje likvidnosti poduzeća, tehnološko zaostajanje te gubljenje konkurentnosti hrvatskih poduzeća. (Vidučić, 2001, str. 797)

Kako bi analizirali načine promjena strukture kapitala poduzeća u Hrvatskoj Penavin i Šarlija (2010) su proveli istraživanje na uzorku 1500 poduzeća za razdoblje od 2002.-2007. godine te ispitali postoji li razlika u strukturi kapitala s obzirom na djelatnost i regije u Hrvatskoj. Struktura kapitala promatrala se kroz koeficijent zaduženosti, odnos obveza prema kapitalu i prema

faktoru zaduženosti (Penavin, Šarlija, 2010, str. 320). Poduzeća su grupirana prema vrsti djelatnosti i prema geografskoj regiji. Istraživanje je pokazalo dva najčešća načina promjene strukture kapitala u razdoblju od 2002. do 2007. godine, a to su (Penavin, Šarlija, 2010, str. 330):

- a. 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.
- b. Struktura kapitala u kojoj se temeljni kapital nije mijenjao, a vlastita sredstva rasla su kroz povećanje zadržane dobiti i to vrže od zaduživanja.

Cerović, Zaninović i Dukić (2011) analizirali su kvantitativnu povezanost i odnos financijske i vlasničke strukture poduzeća s agencijskim troškovima u vlasnički nisko koncentriranim poduzećima RH. Smatraju kako je potrebno pronaći optimalan omjer financiranja dugom i financiranja prodajom udjela u poduzeću. U istraživanje su uvrštena poduzeća poželjnih agencijskih troškova, odnosno poduzeća čije je privatno vlasništvo koncentrirano u malom broju vlasnika. Ta su poduzeća odabrana pod pretpostavkom da visoko trgovanje stavlja pred menadžere veće izazove nego što ih imaju menadžeri drugih poduzeća, pogotovo onih čijim se dionicama ne trguje na burzi što povlači za sobom veće plaće, veće diskrecijske mogućnosti menadžera koji moraju osigurati povrat na uložena sredstva vlasnicima i investitorima (Cerović, Zaninović, Dukić, 2011, str. 432). Autori su potvrdili postojanje agencijskih troškova u promatranim poduzećima te negativnu koleraciju između agencijskih troškova i financijske poluge.

Pecina i Orsag (2014) analizirali su trendove financiranja hrvatskih poduzeća putem vlasničkog kapitala u razdoblju od 2007. do 2012. godine. Istraživanje proučava utjecaj odabranih odrednica kao što su opipljiva imovina, profitabilnost, veličina poduzeća i poslovni rizik na financijski utjecaj poduzeća. Rezultati istraživanja pokazuju da financijski utjecaj u navedenom razdoblju raste s naglaskom na kratkoročni rast duga. S obzirom da je promatrano razdoblje vrijeme financijske krize, manja poslovna aktivnost uzrokovala je pad profitabilnosti, a samim time i pad zadržanih zarada. Pretpostavlja se da su se poduzeća morala financirati više dugovima, a zbog kratkoročnog kreditnog odnosa i niže cijene kratkoročnog financiranja, dug ima veći udio u strukturi kapitala hrvatskih poduzeća iz godine u godinu. (Pecina, Orsag, 2014)

Zbog navedenog, autori pretpostavljaju da je profitabilnost najvažnija i najutjecajnija odrednica strukture kapitala hrvatskih poduzeća.

Ježovita i Žager (2014) pomoću financijskih pokazatelja analizirali su postojanje povezanosti između financijskih pokazatelja zaduženosti i rentabilnosti poslovanja velikih poduzeća u RH. Istraživanje je provedeno na 78 poduzeća u RH u 2012. godini koja su kategorizirana kao velika poduzeća. Prema dobivenim rezultatima donijeli su zaključak o djelovanju financijske poluge velikih poduzeća koristeći isključivo rentabilnost imovine i rentabilnost vlastitog kapitala. Analizom je potvrđeno postojanje odnosa između strukture kapitala poduzeća i troška korištenja tuđih izvora financiranja s pokazateljima rentabilnosti poslovanja poduzeća. (Ježovita, Žager, 2014) Prema Ježovita i Žager (2014) povezanost financijske poluge i rentabilnosti vlastitog kapitala ključna je za utvrđivanje mogućnosti ocjene zaduženosti poduzeća pomoću pokazatelja rentabilnosti imovine.

Bujan i Vugrinec (2014) u istraživanju financiranja SME sektora u RH zaključuju da je najzastupljeniji oblik financiranja putem bankarskih kredita. Mala i srednja poduzeća su značajnije usmjerena na tradicionalne izvore financiranja, a slabije usmjerena na netradicionalne što je povezano i s ograničenosti ponude takvih izvora na hrvatskom financijskom tržištu (Bujan, Vugrinec, 2014). Također, prema Bujan i Vugrinec (2014) problem nastaje i u nedovoljnom posjedovanju znanja manjku upućenosti malih poduzetnika u mogućnosti financiranja.

Bukovšak, Lukinić i Ranilović (2017) proučavaju strukturu tokova kapitala i utjecaj na bankarski sustav. Naime, istraživanje pokazuje ovisnost priljeva i odljeva kapitala o globalnom financijskom stanju. U razdoblju prije izbijanja globalne financijske krize Hrvatska ima manjak na tekućem računu koji se financirao inozemnom štednjom, a istodobno su porasli i priljevi kapitala. U razdoblju od 2000. do 2008. priljevi kapitala iznosili su oko 14% BDP-a, dok su se u razdoblju nakon izbijanja krize priljevi smanjili na 4%, a odljev kapitala nastupa od 2015. godine. Promatrajući različite oblike priljeva kapitala u Hrvatsku u razdoblju od 2000. do 2016. godine, uočava se da su vlasnička ulaganja bila važan izvor financiranja, no unatoč tome domaće se gospodarstvo još više oslanjalo na dužnički kapital, koji je činio oko 54% ukupnih priljeva. (Bukovšak, Lukinić, Ranilović, 2017)

Empirijsko testiranje teorije hijerarhije financijskih izbora na hrvatskom tržištu kapitala istražili su i autori Šestanović, Horvat i Tomić. Rezultati indiciraju odbacivanje hipoteze o postojanju jakog

oblika hijerarhije financijskih izbora što je u koleraciji s prijašnjim istraživanjima provedenim na drugim tržištima (Šestanović, Horvat, Tomić, 2018, str. 58).

Harc (2019) je analizirala utjecaj odabranih varijabli na strukturu kapitala malih i srednjih poduzeća u Hrvatskoj te kako odnos strukture kapitala i analiziranih varijabli može pomoći poduzećima u donošenju učinkovitijih financijskih odluka. Istraživanje o strukturi kapitala malih i srednjih poduzeća u razdoblju od 2008. do 2017. godine provedeno je na poduzećima koja slijede teoriju izbora i poduzećima koja slijede teoriju postupka slaganja. Empirijska analiza potvrđuje da profitabilnost, veličina poduzeća, materijalna imovina i porezna zaštita pozitivno utječu na strukturu kapitala poduzeća, dok likvidnost i rast imaju negativan statistički značajan utjecaj na strukturu kapitala poduzeća. (Harc, 2019, str. 89)



## **4. Metodološki okvir empirijske analize strukture kapitala**

Poglavlje uključuje osvrt na obilježja odabrane djelatnosti, konkretno na klasifikaciju i analizu odabranih strukturno-poslovnih pokazatelja iste, potom definiciju dizajna uzorka i opis korištenih podataka i varijabli, te naposljetku specifikaciju metoda empirijskog istraživanja.

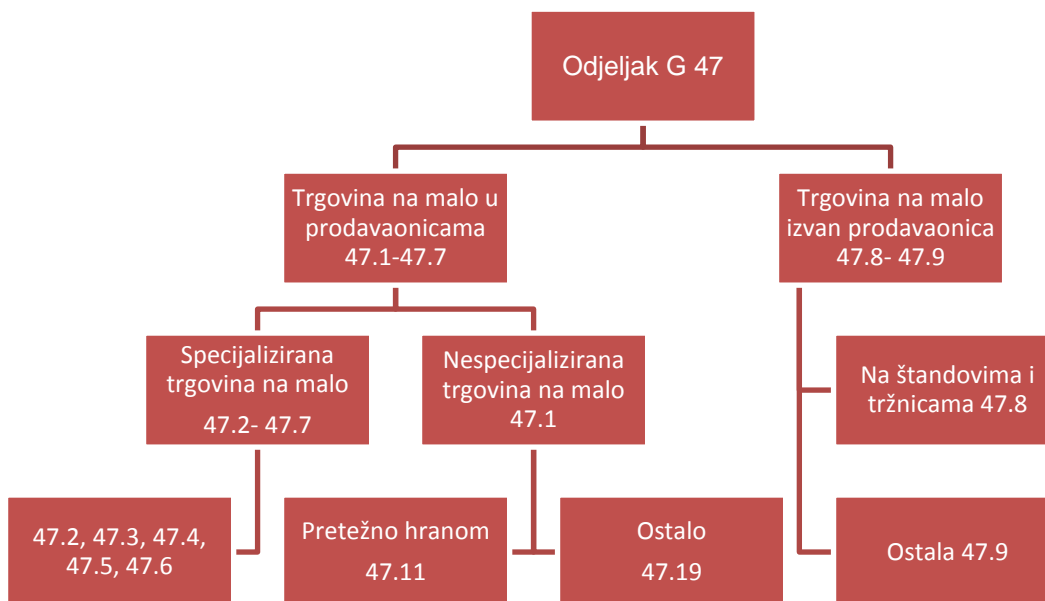
### **4.1. Obilježja odabrane djelatnosti**

Trgovina je, u smislu Zakona o trgovini, gospodarska djelatnost kupnje i prodaje robe i/ili pružanja usluga u trgovini u svrhu ostvarivanja dobiti ili drugog gospodarskog učinka (Zakon o trgovini NN 68/13, članak 3. (NN 20.03.2020.)). Specifično pak, Trgovinom na malo smatra se kupnja robe radi daljnje prodaje potrošačima za osobnu uporabu ili uporabu u kućanstvu, kao i profesionalnim korisnicima ako za tu prodaju nije potrebno ispunjavanje dodatnih minimalnih tehničkih i drugih uvjeta propisanih posebnim propisima (Zakon o trgovini NN 68/13, članak 9. (NN 20.03.2020.)). Prodaja proizvoda u prodavaonicama i izvan njih mora se obavljati u skladu sa Zakonom o trgovini (*Nar. nov., br. 87/08., 96/08., 116/08., 76/09., 114/11., 68/13. i 30/14. (4.8. 2008.)*) kao i sukladno posebnim propisima o minimalnim tehničkim uvjetima za prodaju proizvoda, zdravstvenoj ispravnosti i zdravstvenom nadzoru namirnica, sanitarnim i veterinarskim uvjetima (*Poslovanje u trgovini, bez dat.*).

#### **4.1.1. Klasifikacija djelatnosti trgovine na malo**

Djelatnost trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima klasificirana je u odjeljku G 47 Nacionalne klasifikacije djelatnosti. Nacionalna klasifikacija djelatnosti – NKD je klasifikacija svih ekonomskih djelatnosti i koristi se za prikupljanje, upisivanje, obradu, objavu i diseminaciju statističkih podataka (*Metodologija za statističku primjenu nacionalne klasifikacije djelatnosti 2007. – nkd 2007., bez dat.*). Uz navedeno, klasifikacija se koristi i za razvrstavanje poslovnih subjekata te za vođenje poslovnih registara. Nacionalna klasifikacija djelatnosti (u daljnjem tekstu NKD) uređena je prema područjima koja se označavaju jednoslovnim oznakom, odjeljcima koji su označeni dvoznamenkastim brojem, skupinama koje se označavaju troznamenkastim brojem te razredima koji se evidentiraju četveroznamenkastim brojem (Zakon o Nacionalnoj klasifikaciji djelatnosti NN 98/94 (NN 58/2007.)). U području G trgovina se dijeli na

trgovinu na veliko i trgovinu na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima. Trgovina na malo osim trgovine motornim vozilima i motociklima nalazi se u odjeljku 47 koji se grana na trgovinu na malo u prodavaonicama (skupine 47.1 – 47.7) i trgovinu na malo izvan prodavaonica (skupine 47.8 – 47.9). Za razvrstavanje jedinica primjenjuje se top – down metoda koja je prikazana na Slika 3 pomoću dijagrama stabla odlučivanja. (*Metodologija za statističku primjenu nacionalne klasifikacije djelatnosti 2007. – nkd 2007., bez dat.*)



Slika 3 Razvrstavanje jedinica prema skupinama i razredima odjeljka G 47 Trgovina na malo (Izvor: izrada autora prema *Metodologija za statističku primjenu nacionalne klasifikacije djelatnosti 2007. – nkd 2007., bez dat*)

U trgovini na veliko i trgovini na malo, razlika između specijalizirane trgovine i nespecijalizirane trgovine temelji se na broju razreda koji obuhvaćaju prodane proizvode, pri čemu svaki razred koji treba uzeti u obzir ima udjel od najmanje 5% (i manje od 50%) dodane vrijednosti (*Metodologija za statističku primjenu nacionalne klasifikacije djelatnosti 2007. – nkd 2007., bez dat.*):

- a. Ukoliko prodani proizvodi obuhvaćaju do četiri razreda u bilo kojoj skupini od 47.2 do 47.7, smatra se da jedinica obavlja djelatnost specijalizirane trgovine. Tada je

- potrebno odrediti glavnu djelatnost primjenom top – down metode na temelju dodane vrijednosti određivanjem, najprije, glavne skupine, a zatim razreda unutar te skupine.
- b. Ukoliko prodani proizvodi obuhvaćaju pet ili više razreda u bilo kojoj skupini od 47.2 do 47.7, tada jedinicu treba razvrstati kao nespecijaliziranu trgovinu.
  - c. U trgovini na malo jedinica se razvrstava u skupinu 47.1. Ako hrana, piće i duhanski proizvodi predstavljaju najmanje 35% dodane vrijednosti jedinica se razvrstava u razred 47.11 NKD-a 2007. U svim drugim slučajevima razvrstava se u razred 47.19.

Odjeljak G 47 Trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima uključuje trgovinu na malo (prodaju bez prerade) novim i rabljenim predmetima pretežno stanovništvu za osobnu potrošnju ili uporabu u kućanstvu koja se obavlja u prodavaonicama, robnim kućama, štandovima, putem pošte i interneta, uličnih prodavača, prodajom od vrata do vrata, putem potrošačkih zadruga itd. (*Metadata, bez dat.*) Ovaj odjeljak isključuje (*Metadata, bez dat.*):

- prodaju poljoprivrednih proizvoda od strane poljoprivrednika
- prodaju proizvoda iz vlastite proizvodnje, koja se općenito razvrstava u područje prerađivačke industrije
- trgovinu motornim vozilima, motociklima i njihovim dijelovima
- trgovinu žitaricama, rudama, sirovom naftom, industrijskim kemikalijama, željezom i čelikom, industrijskim strojevima i opremom
- prodaju hrane i pića za konzumiranje u lokalima i prodaju hrane koja se iznosi van
- iznajmljivanje stanovništvu proizvoda za osobnu potrošnju ili uporabu u kućanstvu

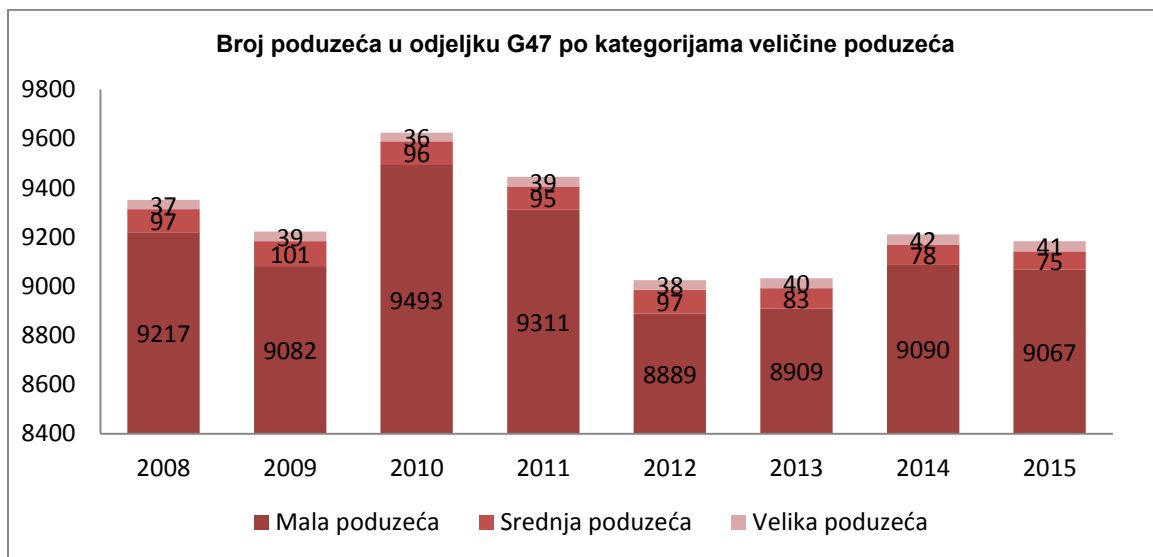
#### **4.1.2. Odabrani strukturno-poslovni pokazatelji trgovine na malo**

Trgovina je zrcalna slika svih makroekonomskih kretanja jer je prva u doticaju s potrošačima i osjeti sve promjene u navikama potrošnje (*Pregled osnovnih pokazatelja u trgovini – kretanja u trgovini na malo, bez dat.*).

U ovom dijelu rada izložena je analiza odabranih strukturno – poslovnih pokazatelja trgovine na malo. Analizirani su sljedeći strukturno – poslovni pokazatelji djelatnosti trgovine na malo: veličina i broj poduzeća, zaposleni, promet, struktura imovine i profitabilnost. Analiza za veličinu i broj poduzeća, strukturu imovine i profitabilnost se provodi za razdoblje od 2008. godine do 2015. godine prema podacima FINA-e. Analiza zaposlenih u djelatnosti trgovine na malo kao i promet djelatnosti analizira se prema podacima Državnog zavoda za statistiku.

#### 4.1.2.1. Veličina i broj poduzeća u djelatnosti trgovine na malo

Grafikon 2 prikazuje distribuciju broja poduzeća u odjeljku trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima (G47) po kategorijama veličine poduzeća<sup>1</sup> u razdoblju od 2008. do 2015. godine. Prema veličini poduzeća u svim godinama dominiraju mala, odnosno mikro i mala poduzeća. U odjeljku G 47 Trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima broj poduzeća bilježi najveći rast u 2010. godini.



Grafikon 2 Broj poduzeća u odjeljku G 47 trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima po kategorijama veličine poduzeća u razdoblju od 2008. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

#### 4.1.2.2. Zaposleni u djelatnosti trgovine na malo

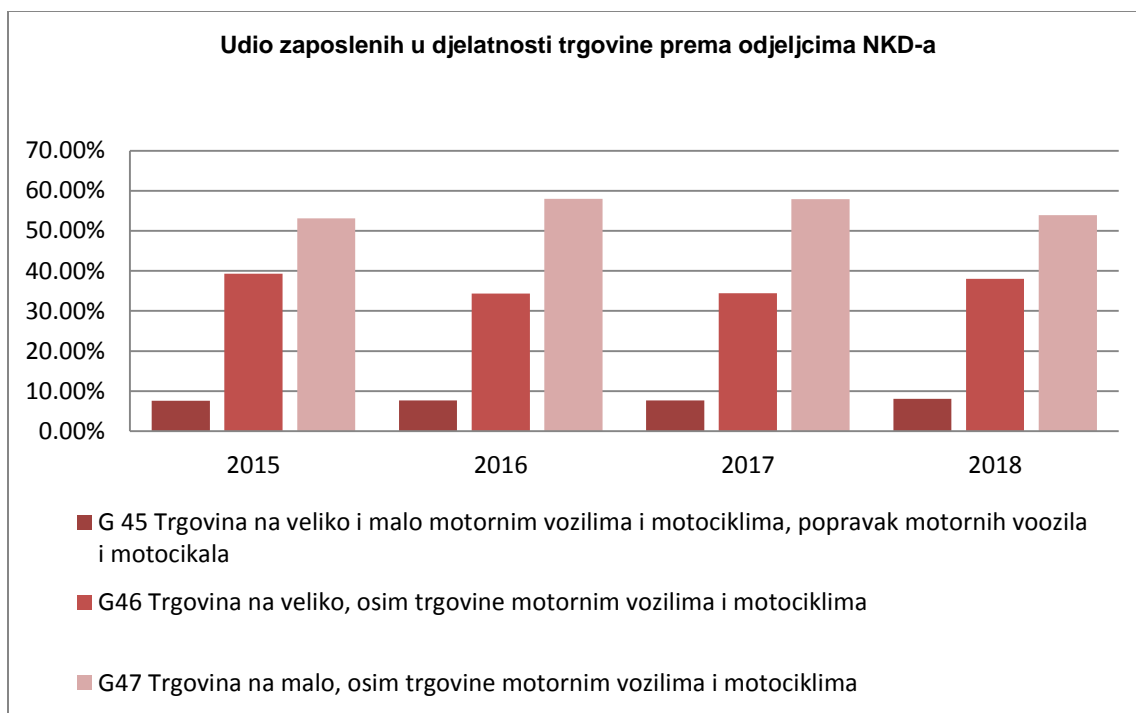
Kao jedna od najrazvijenijih i najkonkurentnijih grana gospodarstva u Republici Hrvatskoj, djelatnost trgovine broji nešto više od 25 % ukupnog broja poduzetnika registriranih u Republici Hrvatskoj, što je identično razini EU. Istovjetni su i podaci o broju zaposlenih u Hrvatskoj i EU i kreću se oko 15 % svih zaposlenih. (Huška, 2017, str. 131) Prema istraživanju Državnog zavoda za statistiku iz 2016. godine u trgovini, prema kriteriju udjela u ukupnom broju registriranih pravnih osoba, posluje 28,21 posto gospodarskih subjekata te je zaposleno oko

<sup>1</sup> Slijedi se razvrstavanje na kategorije veličine poduzeća koje primjenjuje Financijska agencija. Financijska agencija u svojim bazama razvrstavanje na male, srednje i velike poduzetnike provodi na temelju Zakona o računovodstvu (NN 78/15, 134/15, 120/16) (Vlada Republike Hrvatske, 2016) ovisno o definiranim pokazateljima (iznos ukupne aktive, iznos prihoda te prosječan broj radnika tijekom poslovne godine) utvrđenim na zadnji dan poslovne godine koja prethodi poslovnoj godini za koju se sastavljaju financijski izvještaji.

16,02 % ukupnog broja zaposlenih. (*Pregled osnovnih pokazatelja u trgovini – kretanja u trgovini na malo, bez dat.*).

U pravnim je osobama u području G Trgovina u 2015. godini bilo ukupno 176.714 zaposlenih, a do 2018. godine uslijedio je kontinuirani rast zaposlenika u sektoru trgovine pa je broj zaposlenih u 2018. godini iznosio 196.239. Grafikon 3 **Error! Reference source not found.** prikazuje udio zaposlenih u djelatnosti trgovine po odjeljcima NKD-a u razdoblju od 2015. do 2018. godine. Tako je odjeljku djelatnosti trgovine na malo (G 47) u 2015. godini bilo zaposleno 53,11% zaposlenika od ukupnog broja zaposlenih u području trgovine, a u razdoblju od 2016. godine do 2017. godine taj je postotak porastao na približno 58%. U 2018. godini postotak zaposlenih u odjeljku G 47 pao je na 53,89%. (*Zaposlenost i plaće u 2015.*, 2016, str. 39; *Zaposlenost i plaće u 2016.*, 2017, str. 15; *Zaposlenost i plaće u 2017.*, 2018, str. 18; *Zaposlenost i plaće u 2018.*, 2019, str. 58)

Problemi poput crnog tržišta, nelojalne konkurencije, malih mogućnosti financiranja, velikih parafiskalnih davanja, stalnih zakonskih izmjena, nedostatka školovanih trgovaca i drugi, rezultiraju smanjenjem broja trgovačkih obrta i povećanjem trgovina na malo registriranih kao trgovačka društva, a što proporcionalno prati smanjenje odnosno povećanje broja zaposlenih kroz promjenu oblika registracije poslovnog subjekta (Huška, 2017, str. 135) Sukladno s navedenim, razvoj objekata trgovine na malo može se ostvariti udruživanjem malih trgovaca uz dodatno ulaganje u obrazovanje zaposlenika.



Grafikon 3 Udio zaposlenih u djelatnosti trgovine prema odjeljcima NKD-a- od 2015. do 2018. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima DZS-a.)

#### 4.1.2.3. Promet u djelatnosti trgovine na malo

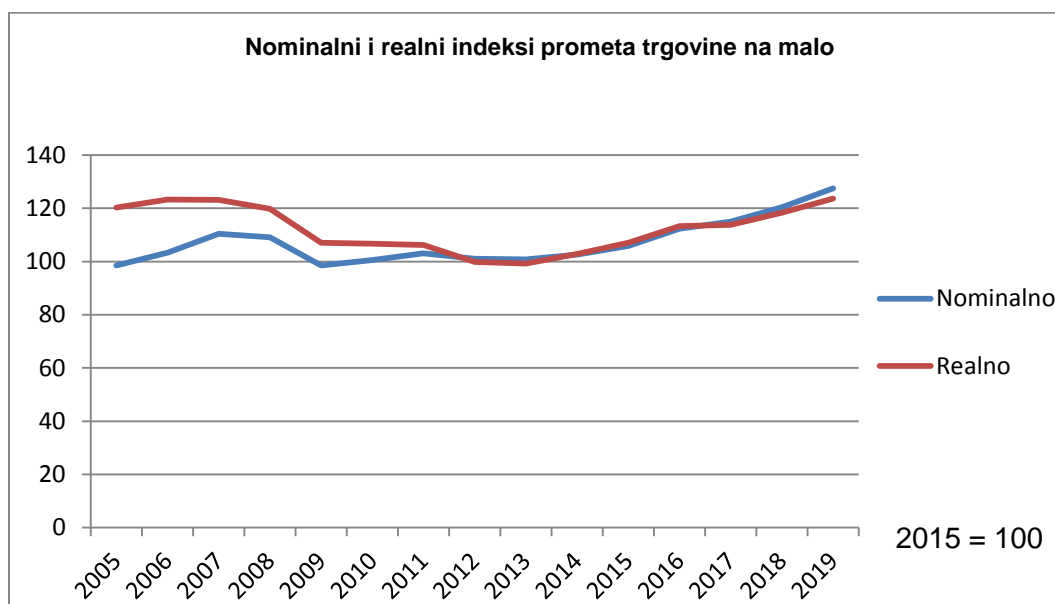
Na promet u trgovini na malo utječu ukupna makroekonomska kretanja, a jedan od najvažnijih utjecaja imaju promjene u navikama ponašanja potrošača (*Rast prometa u trgovini na malo 3,5 posto godišnje, 2017*). Prema podacima Državnog zavoda za statistiku, na Grafikon 4, prikazano je kretanje prometa od trgovine na malo što ga ostvaruju svi poslovni subjekti unutar navedene djelatnosti.

Rezultati se objavljuju u obliku nominalnih<sup>2</sup> i realnih<sup>3</sup> indeksa. Bazna godina računatog indeksa je 2015. Nominalni indeks prometa trgovine na malo raste u razdoblju od 2005. do 2007. godine nakon čega njegova vrijednost ima negativnu tendenciju pada. Podaci na Grafikon 4 pokazuju da je realni promet u trgovini na malo u Hrvatskoj od 2009. do 2013. godine pao za 17,8%. Najveći pad prometa bio je u 2009. godini za čak 11,6%, što predstavlja početak recesije. Slijedi minimalni oporavak u 2014. koji se nastavlja kontinuirano po godinama (*Rast prometa*

<sup>2</sup> Nominalni indeksi prikazuju kretanje prometa u tekućim cijenama. (Izvor: *Metodološka objašnjenja*, (bez dat.))

<sup>3</sup> Realni indeksi dobiveni su deflacioniranjem nominalnih indeksa indeksom maloprodajnih cijena dobara (bez električne energije i distribucije vode) prema indeksu potrošačkih cijena. (Izvor: *Metodološka objašnjenja*, (bez dat.))

trgovine na malo u Hrvatskoj i u zemljama EU-a, 2019.). U istom razdoblju kontinuirano raste i vrijednost realnog indeksa. Ipak, treba istaknuti kako bez obzira na uzlazni trend realnog prometa u trgovini na malo, zbog negativnih kretanja u prethodnim godinama u tom sektoru, razina prometa u 2016. godini manja je za 11 posto u odnosu na onu iz 2008., prve krizne godine (*Rast prometa u trgovini na malo 3,5 posto godišnje, 2017*).

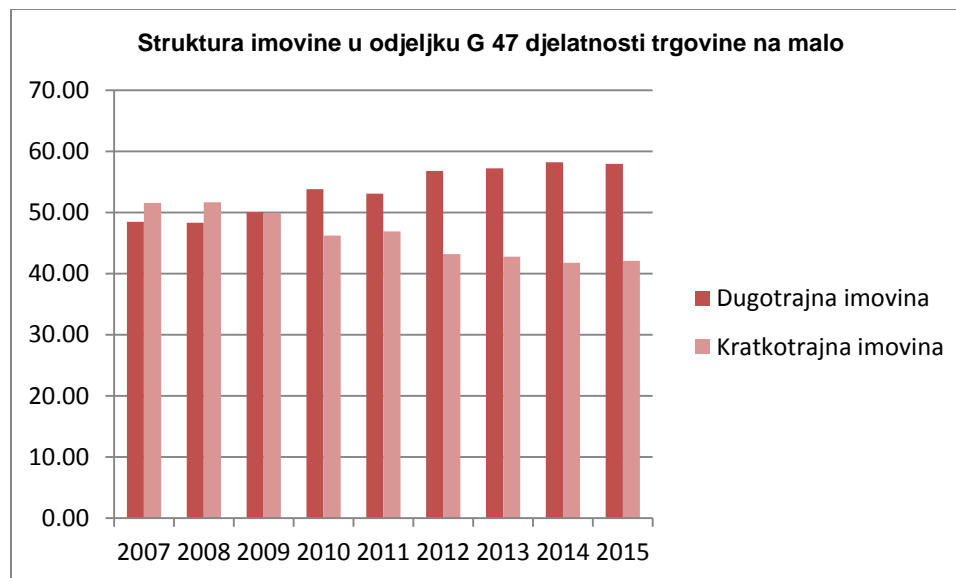


Grafikon 4 Kretanje prometa u djelatnosti trgovine prema odjeljcima NKD-a- od 2005. do 2019. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima DZS-a.)

#### 4.1.2.4. Struktura imovine u djelatnosti trgovine na malo

Određena uobičajena struktura kapitala u ovisnosti je o djelatnosti poduzeća. Neovisno o svojoj djelatnosti za sva je poduzeća uobičajeno da imaju određeni udio potraživanja u strukturi kratkotrajne imovine. Poduzeća koja se bave trgovinom u strukturi kratkotrajne imovine imaju značajne udjele zaliha trgovačke robe. (Žager, Ježovita, 2017, str. 232)

Na Grafikon 5 prikazana je struktura ukupne imovine u djelatnosti trgovine na malo od 2007. do 2015. godine. Pri tome, vidljivo je da djelatnost trgovine na malo u prve tri promatrane godine ima kratkotrajnu imovinu veću od dugotrajne. U razdoblju od 2010. do 2015. godine primjećuje se pad omjera kratkotrajne imovine u odnosu na dugotrajnu koja se povećava.



Grafikon 5 Struktura imovine u odjeljku G 47 djelatnosti trgovine na malo, u razdoblju od 2007. do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

#### 4.1.2.5. Profitabilnost u djelatnosti trgovine na malo

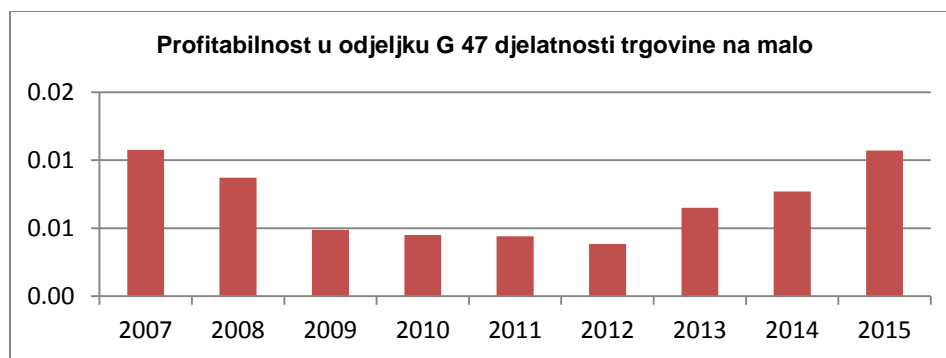
Veća razina prometa hrvatskim bi maloprodavačima omogućila da ostvaruju i veće marže, da imaju veću profitabilnost i da isplaćuju veće plaće, što se pozitivno odražava na proizvodnost rada ( *Sektorske analize*, 2018). Profitabilnost odjeljka G 47 izračunata je na temelju Izraz 4:

$$\text{profitabilnost} = \frac{\text{neto dobit}}{\text{prihodi od prodaje}}$$

Izraz 4

Na Grafikon 6 prikazano je kretanje profitabilnosti odjeljka G 47 trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine. Primjećuje se izrazito niska medijalna vrijednost profitabilnosti u cijelom promatranom razdoblju. Najviša vrijednost nalazi se u 2015. godini, svega nešto više od 0,01, a u ostalim promatranim godinama vrijednosti graniče s nulom.





Grafikon 6 Profitabilnost u odjeljku G 47 djelatnosti trgovine na malo, u razdoblju od 2007. do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

## 4.2. Dizajn uzorka, opis korištenih podataka i varijabli

Potpoglavlje daje uvid u dizajn uzorka, odnosno statistički skup, populaciju i uzorak, te opis podataka i varijabli korištenih u istraživanju.

### 4.2.1. Dizajn uzorka

Empirijsko istraživanje u okviru ovog diplomskog rada temelji se na statističkom skupu koji čine godišnja opažanja za poduzeća registrirana u Republici Hrvatskoj u odjeljku djelatnosti trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima (G 47 prema Nacionalnoj klasifikaciji djelatnosti 2007). Analiza se provodi za devetogodišnje razdoblje od 2007. do 2015. godine.

Uzorak istraživanja je nebalansirani uzorak koji čine sva poduzeća u pojedinim godinama, odnosno podaci o poduzećima u pojedinim godinama, koja su registrirana u Republici Hrvatskoj u navedenom odjeljku djelatnosti u promatranom razdoblju te su navedena u bazi podataka Financijske agencije. Uvažavajući činjenicu da podaci imaju vremensku dimenziju, kao i da je moguće da nisu sva poduzeća u razdoblju od 2007. do 2015. godine navedena u bazi podataka FINA-e, navedeni podaci tretiraju se kao uzorak podataka.

Struktura uzorka po godini i veličini poduzeća u odabranom odjeljku djelatnosti prikazana je prethodno na Grafikon 2. Uzorak je obuhvatio 74 085 poduzeća u devetogodišnjem razdoblju, od 2007. do 2015. godine. Također, osim uzorka analiziran je i poduzorak statističkog skupa. Podaci poduzorka grupirani su prema kriteriju veličine poduzeća. Prvi poduzorak obuhvaća mikro i mala poduzeća djelatnosti odjeljka trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima te čini poduzorak malih poduzeća. Drugi poduzorak obuhvaća srednja poduzeća

prethodno navedene djelatnosti, a treći poduzorak obuhvaća velika poduzeća. Analiza poduzorka provodi se za devetogodišnje razdoblje od 2007. do 2015. godine.

#### **4.2.2. Opis korištenih podataka i odabranih pokazatelja varijabli**

Za potrebe empirijskog istraživanja korišteni su podaci o poduzećima koja čine uzorak. Podaci su pribavljeni iz baze podataka Financijske agencije pa shodno tome predstavljaju sekundarne podatke, a uključuju osnovne podatke te kvantitativne podatke koji su potrebni za izračun pokazatelja odabranih varijabli. Osnovni podaci o poduzeću obuhvaćaju naziv, matični broj poduzeća, osobni identifikacijski broj poduzeća, mjesto i adresu, poštanski broj, broj i naziv županije, broj i naziv općine te klasifikaciju prema Nacionalnoj klasifikaciji djelatnosti 2007., opis vlasništva i veličinu.

Analiza strukture kapitala poduzeća u odabranoj djelatnosti u Republici Hrvatskoj izvršena je primjenom deskriptivne statistike, a za potrebe provedbe analize prvotno su na temelju spomenutih kvantitativnih podataka, korištenjem programskog paketa MS Excel, izračunati sljedeći pokazatelji varijable strukture kapitala: koeficijent zaduženosti, odnos dugoročnog duga i koeficijent vlastitog financiranja, odnos duga i glavnice, stupanj pokrića I. i stupanj pokrića II., pokriće troškova kamata, te indeks financijske poluge. Za potrebe analize koriste se i pokazatelj financijske snage te Altmanov Z-score.

##### **4.2.2.1. Koeficijent zaduženosti, odnos dugoročnog duga i koeficijent vlastitog financiranja**

Osnovna analiza zaduženosti poduzeća kreće od usporedbe odnosa vlastitih i tuđih izvora financiranja koji su prikazani u pasivi bilance. Uobičajeno se za tu svrhu računaju koeficijent zaduženosti i koeficijent vlastitoga financiranja. (Ježovita, Žager, 2014., str. 3.)

Koeficijent zaduženosti pokazatelj je rizika vezanih za vraćanje sredstava kreditorima i drugim vjerovnicima poduzeća iz razloga što viši stupanj zaduženosti donosi i veći teret kamata, a što je koeficijent zaduženosti veći to je veći i rizik za ulaganje u poduzeće. Prema konzervativnom pravilu financiranja dugovi ne bi smjeli premašiti veličinu vlasničke glavnice, pa bi shodno tome vrijednost koeficijenta zaduženosti trebala biti 50% ili manja. (Orsag, 2015, str. 102.)

Izraz 5 koeficijenta zaduženosti glasi (Orsag, 2015, str. 102):

$$\text{koeficijent zaduženosti} = \frac{\text{ukupne obveze}}{\text{ukupna imovina}}$$

Izraz 5

S obzirom na to da je konzervativno pravilo da dugovi ne bi smjeli premašiti veličinu vlasničke glavnice bliže razmišljanju o strukturi kapitala, sa stajališta iste, trebala bi se pomatrati samo dugoročna (i srednjoročna zaduženost) poduzeća koju demonstrira odnos dugoročnog duga. Shodno tome, u kontekstu strukture kapitala, konzervativni maksimum ovog pokazatelja iznosi 50%. (Orsag, 2015., str. 103)

Izraz 6 za izračun odnosa dugoročnog duga je (Orsag, 2015., str. 103):

$$\text{odnos dugoročnog duga} = \frac{\text{dugoročni dug}}{\text{dugoročni dug} + \text{glavnica}}$$

Izraz 6

Prilikom analize stupnja zaduženosti i odnosa dugoročnog duga korisno je, u svrhu komparacije, upotrebljavati različite standardne veličine ili industrijske agregate. Također, potrebno je uzeti u obzir i fazu poslovnog ciklusa u kojem se analizirani subjekt nalazi te analizirati trend stupnja zaduženosti kroz vrijeme, također, usporedbom s trendom zaduženosti u djelatnosti u kojoj posluje. (Orsag, 2015., str. 103):

Povećanje koeficijenta vlastitog financiranja ukazuje na jačanje financijske stabilnosti poduzeća. (Ježovita, 2018, str. 89) Pokazatelj je to bolji što je koeficijent veći od 0,50, jer to znači da se poduzeće više od 50% financira iz vlastitih izvora financiranja. Odnosno, možemo reći što je stupanj samofinanciranja veći to su vjerovnici sigurniji i rizik poslovanja s tim poduzećima je manji. (Vukoja, bez dat., str. 9)

Izraz 7 koeficijenta vlastitog financiranja glasi (Vukoja, bez dat., str. 9):

$$\text{koeficijent vlastitog financiranja} = \frac{\text{kapital}}{\text{ukupna imovina}}$$

Izraz 7

Zajedno promatrani koeficijent zaduživanja i koeficijent vlastitog financiranja u zbroju trebaju iznositi jedan. Temeljem navedenih pokazatelja statičke zaduženosti moguće je dobiti određeni dojam o stupnju zaduženosti poduzeća, ali ne i o kvaliteti korištenja posuđenih izvora financiranja. (Ježovita, Žager, 2014., str. 3.)

#### 4.2.2.2. Odnos duga i glavnice

Odnos duga i glavnice primarno je pokazatelj strukture kapitala poduzeća, dakle strukture njegova dugoročnog financiranja, tako da je komplementaran s pokazateljem odnosa dugoročnog duga<sup>4</sup>. Prema ovom pokazatelju odnosa duga i glavnice, koji je nastao iz konzervativnoga pravila određivanja zaduženosti prema odnosu 1:1, poduzeće se ne bi smjelo zaduživati iznad vrijednosti glavnice, pa bi stoga vrijednost odnosa duga i glavnice trebala iznositi maksimalno 1. (Orsag, 2015, str.103)

Izraz 8 za izračun odnosa duga i glavnice I(Orsag, 2015, str.103):

$$\text{odnos duga i glavnice I} = \frac{\text{dugoročni dug}}{\text{glavnica}}$$

Izraz 8

Odnos duga i glavnice može se, premda je to rjeđi slučaj, izračunavati i kao odnos ukupnih obveza i glavnice kada je komplementaran sa stupnjem zaduženosti. (Orsag, 2015, str.103). Gornja granica odnosa duga i glavnice u tom kontekstu najčešće je 2:1, s udjelom dugoročnog duga ne većim od jedne trećine. Visoka vrijednost ovog pokazatelja ukazuje na potencijalne poteškoće pri vraćanju posuđenih sredstava i plaćanju kamata (Šarlija, 2009). Komplementarno navedenom, granična vrijednost koeficijenta zaduženosti iznosi 0,67.

Izraz 9 za izračun odnosa duga i glavnice II u ovom slučaju je:

$$\text{odnos duga i glavnice II} = \frac{\text{ukupne obveze}}{\text{glavnica}}$$

Izraz 9

#### 4.2.2.3. Stupanj pokrića I i II

Stupanj pokrića I i stupanj pokrića II pokazatelji su financijske stabilnosti poduzeća (Žager, Ježovića, 2017, str. 239), a računaju se na temelju podataka iz bilance. (Šarlija, Penavin, Harc, 2009, str. 449- 453)

---

<sup>4</sup> Odnos dugoročnog duga pokazuje koliki je udio dugoročnog duga u dugoročnom kapitalu, a konzervativni maksimum ovog pokazatelja iznosi 50%. Izračunava se kao odnos dugoročnog duga i sume dugoročnog duga i glavnice. (Orsag, 2015, str.103)

Stupnjem pokrića I ocjenjuje se koliki je dio dugotrajne imovine financiran vlastitim izvorima financiranja. Poželjno je da je stupanj pokrića I što bliži vrijednosti jedan (Žager, Ježovita, 2017, str. 239).

Izraz 10 za stupanj pokrića I glasi (Alpha Capitalis, 2018):

$$\text{stupanj pokrića I} = \frac{\text{glavnica}}{\text{dugotrajna imovina}}$$

Izraz 10

Stupanj pokrića II promatra se sa strane dugotrajne imovine gdje se ocjenjuje je li cjelokupna dugotrajna imovina pokrivena dugoročnim izvorima financiranja (Žager, Ježovita, 2017, str. 239). Ukoliko je vrijednost pokazatelja stupanj pokrića II veća od 1 to znači da je dio dugoročnih izvora iskorišten za financiranje kratkotrajne imovine (Alpha Capitalis, 2018).

Izraz 11 za stupanj pokrića II glasi (Alpha Capitalis, 2018):

$$\text{stupanj pokrića II} = \frac{(\text{glavnica} + \text{dugoročne obveze})}{\text{dugotrajna imovina}}$$

Izraz 11

Pokazatelje stupnja pokrića istodobno je moguće razmatrati i kao pokazatelje likvidnosti jer dio dugoročnih izvora mora biti iskorišten za financiranje kratkotrajne imovine zbog održavanja likvidnosti, odnosno sposobnosti transformacije pojedinih oblika imovine u novac. S obzirom da se vjerovnici i poduzeće primarno štite vlastitim kapitalom, pokazatelji stupnja pokrića indiciraju zaštićenost od rizika insolventnosti kod poduzeća čija je dugotrajna imovina s visokim postotkom financirana iz kapitala i rezervi. (Šarlija, Penavin, Harc, 2009, str. 449- 453)

#### **4.2.2.4. Pokriće troškova kamata**

Najznačajniji pokazatelj dinamičke zaduženosti je pokriće troškova kamata (Žager, Ježovita, 2007, str. 238). Pokriće troškova kamata je koeficijent koji se dobije stavljanjem u odnos dobiti prije poreza i kamata te kamata. Temeljem spomenutog pokazatelja kreditori mogu procijeniti sposobnost poduzeća za vraćanje glavnice duga i kamata. Upravo stoga, računa se koliko puta dobitak prije poreza i kamata iz kojeg se plaćaju kamate pokriva ukupnu svotu kamata. Granična vrijednost pokrića troškova kamata je 1, a poželjno je da je vrijednost što veća od 1. Ukoliko je vrijednost pokazatelja jednaka 1, to upućuje na činjenicu da će dobitak prije

oporezivanja biti 0 i to je upozorenje kreditorima da ulaze u rizik nemogućnosti naplate svojih kamata. (Bolfek, Stanić, Knežević, 2012, str. 164; Orsag, 2015., str. 104

Izraz 12 za pokriće troškova kamata glasi (Orsag, 2015, str. 104):

$$\text{pokriće troškova kamata} = \frac{\text{dobit prije poreza i kamata}}{\text{kamate}}$$

Izraz 12

#### 4.2.2.5. Indeks financijske poluge

Pravilo financijske poluge govori o problemu financiranja, a središnja misao leži u činjenici da se oslanjanjem na dugove u financiranju poslovanja mogu ostvariti veći učinci za vlasnike poduzeća prema onima koji bi se ostvarili da je cjelokupno poslovanje financirano glavnicom. U skladu s time, djelovanje financijske poluge moguće je objasniti kroz odnos prinosa ostvarenih na vlastiti i tuđi kapital, odnosno kroz prizmu indeksa financijske poluge. (Ježovita, Žager, 2014, str. 8)

Prema tome, Izraz 13 za indeks financijske poluge glasi (*Financial Leverage Index*, bez dat.):

$$\text{indeks financijske poluge} = \frac{\text{ROE}}{\text{ROA}}$$

Izraz 13

U kontekstu indikacija financiranja poduzeća, isplativije je korištenje vlastitih sredstava ukoliko je vrijednost pokazatelja niža od jedan, a ukoliko je ona viša od jedan tada je prikladniji izvor financiranja tuđi kapital. (Ježovita, Žager, 2014, str. 8)

#### 4.2.2.6. Pokazatelj financijske snage

Pokazatelj financijske snage koristi se kao jedan od četiri pokazatelja za izračun BEX indeksa. Belak i Aljinović Barać, 2008, (prema Kereta i Barišić, 2019, str.24) navode da je BEX indeks sintetički pokazatelj koji mjeri poslovnu izvrsnost poduzeća na temelju podataka iz financijskih izvještaja. Izrada BEX modela imala je namjenu ocjene poslovne izvrsnosti u poduzećima na tržištu kapitala Republike Hrvatske te se može primijeniti i na slična tržišta kapitala. (Kereta, Barišić, 2019, str. 24)

Izraz 14 za izračun pokazatelja financijske snage glasi (Kereta, Barišić, 2019, str. 24):

$$\text{pokazatelj financijske snage} = \frac{5 \cdot (\text{neto dobit} + \text{amortizacija})}{\text{ukupne obveze}}$$

Izraz 14

Pokazatelj financijske snage pozitivan je za poduzeća ukoliko je viši od jedan. Ukoliko je pokazatelj financijske snage negativan, tada poduzeću prijete izlask s tržišta. (Kereta, Barišić, 2019, str. 24)

#### 4.2.2.7. Altmanov Z- score model

Altmanov Z- score jedan je od najpoznatijih modela za predviđanje poslovnih poteškoća, odnosno stečaja (Bogdan, Bareša, Hađina, 2019, str. 31). U ovom radu korišten je tzv. treći model na osnovi kojeg se izračunava Z- score. Naime, navedeni model namijenjen je privatnim poslovnim subjektima koji se mogu nalaziti i izvan proizvodnog sektora te je među razvijenim modelima najprikladniji za analizu djelatnosti trgovine. (Bogdan, Bareša, Hađina, 2019, str. 34)

Izraz 15 za izračun Altmanovog Z- score modela koji se koristi u ovom radu glasi:

$$\text{Z-score} = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4$$

Izraz 15

pri čemu je,

$$X_1 = \frac{\text{neto radni kapital}}{\text{ukupna imovina}}$$

Izraz 16

$$X_2 = \frac{\text{zadržana dobit}}{\text{ukupna imovina}}$$

Izraz 17

$$X_3 = \frac{\text{dobit prije kamata i oporezivanja}}{\text{ukupna imovina}}$$

Izraz 18

$$X_4 = \frac{\text{knjigovodstvena vrijednost glavnice}}{\text{ukupne obveze}}$$

Izraz 19

Ukoliko je izračunata Z vrijednost veća od 2,6 smatra se da je poslovni subjekt stabilan., Ukoliko je vrijednost između 2,6 i 1,1 tada pripada „sivoj zoni“, tj. ne može se reći da je poslovni subjekt stabilan niti da je pred bankrotom, odnosno predstavlja granično područje između stabilnosti i bankrota. Ukoliko je Z" vrijednost manja od 1,1 tada se predviđa bankrot poslovnog subjekta. (Bogdan, Bareša, Hađina, 2019, str. 34)

### **4.3. Metode analize strukture kapitala**

Za analizu strukture kapitala poduzeća u odabranoj djelatnosti u Republici Hrvatskoj koristi se deskriptivna statistička analiza. Navedena uključuje izračun, analizu i opis statističkih pokazatelja, odnosno mjera, specifično aritmetičke sredine i medijana, te određivanje (a)simetričnosti distribucije istih, kako za sva poduzeća, tako i za pojedine poduzorke poduzeća po veličini. Aritmetička sredina, odnosno prosjek daje nam broj koji se često u teorijskom i praktičnom pogledu smatra najbližim podacima te se najčešće koristi (Tadić, 2017, str. 11). Druga mjera srednje vrijednosti je medijan koji brojevne podatke dijeli na dva jednakobrojna skupa – one koji su (strogo) manji i one koji su (strogo) veći od medijana. Svojevrsni je srednji član niza podataka. (Tadić, 2017, str. 21).

U cilju donošenja zaključka postoje li razlike u strukturi kapitala među poduzećima različite veličine komparirane su relevantne statističke mjere pokazatelja strukture kapitala za cijeli uzorak te poduzorke poduzeća po veličini.



## 5. Rezultati empirijske analize strukture kapitala u djelatnosti trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u Republici Hrvatskoj

Poglavlje prezentira rezultate empirijske analize strukture kapitala poduzeća registriranih u djelatnosti trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u Republici Hrvatskoj. Izloženi su rezultati istraživanja za cijeli uzorak poduzeća u odabranoj djelatnosti, kao i za poduzorke poduzeća po veličini, konkretno za poduzorak mikro i malih poduzeća, za poduzorak srednje velikih poduzeća te za poduzorak velikih poduzeća.

### 5.1. Struktura kapitala cijelog uzorka poduzeća

U Tablica 1 prikazani su rezultati deskriptivne statističke analize pokazatelja varijable strukture kapitala za poduzeća u odjeljku djelatnosti trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u Republici Hrvatskoj. Sa svrhom preglednijeg prikaza i jasnijeg uvida u kretanje relevantnih srednjih vrijednosti navedenih pokazatelja u promatranom razdoblju, podaci su dodatno prikazani i u vidu stupčastih grafikona (Grafikon 7- Grafikon 17).

Tablica 1 Financijski pokazatelji poduzeća u odjeljku G 47 trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine.

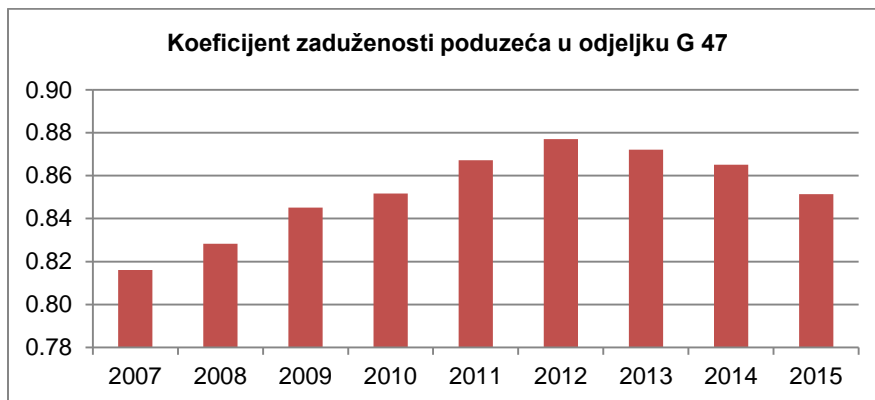
	Koeficijent zaduženosti								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	0.73	0.73	0.73	782.06	886.02	402.69	3677.79	2260.50	788.53
Medijan	0.82	0.83	0.85	0.85	0.87	0.88	0.87	0.87	0.85
	Odnos dugoročnog duga								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	0.25	0.25	0.26	1.31	1.91	0.58	0.23	0.36	3.98
Medijan	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	Koeficijent vlastitog financiranja								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015

Prosjek	0.27	0.26	0.26	-784.06	-885.03	-401.27	-3762.92	-2259.51	-787.55
Medijan	0.18	0.17	0.15	0.14	0.13	0.12	0.12	0.13	0.14
	<b>Odnos duga i glavnice I.</b>								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	3.01	2.23	2.84	0.57	0.34	-12.08	1.51	3.28	-18.01
Medijan	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	<b>Odnos duga i glavnice II</b>								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	15.49	14.83	14.05	6.03	12.18	-3.33	11.67	18.40	-40.07
Medijan	2.48	2.41	2.28	0.70	0.59	0.54	0.50	0.46	0.42
	<b>Stupanj pokrića I.</b>								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	183.92	22.92	28.38	2.80	26.12	15.37	-93.47	-91.29	-17.46
Medijan	0.80	0.74	0.67	0.64	0.62	0.61	0.69	0.76	0.83
	<b>Stupanj pokrića II.</b>								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	193.26	25.66	32.96	6.91	33.10	19.93	-89.31	-74.70	-11.28
Medijan	1.28	1.26	1.17	1.06	1.05	1.04	1.10	1.15	1.19
	<b>Pokriće troškova kamata</b>								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	494.02	464.55	-94.29	282.75	177.40	90.32	130.55	398.79	965.79
Medijan	1.72	1.31	0.82	0.63	0.77	0.62	1.18	1.33	1.92
	<b>Indeks financijske poluge</b>								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	13.89	13.69	11.57	5.35	8.62	-4.81	9.74	11.93	-47.62
Medijan	2.72	2.63	2.53	1.37	1.29	1.25	1.23	1.21	1.19
	<b>Pokazatelj financijske snage</b>								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	-3.71	-0.14	47.74	26.52	-8.83	-20.08	-7.14	-162.16	50.75
Medijan	0.29	0.24	0.14	0.1	0.09	0.08	0.13	0.13	0.18
	<b>Altmanov Z- score</b>								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	15.54	11.84	-68.01	-8186.37	-9398.34	-3738.28	-33250.11	-22005.76	-9168.62

Medijan	1.28	1.15	0.82	0.55	0.47	0.35	0.54	0.63	0.77
---------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

(Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Rezultati prikazani u Tablica 1 ukazuju na negativno asimetričnu distribuciju koeficijenta zaduženosti do 2009. godine nakon čega distribucija prelazi u pozitivno asimetričnu. Shodno tome, vrijednost medijana je viša od prosjeka u razdoblju od 2007. do 2009. godine, a u narednim godinama prosjek raste iznad vrijednosti medijana te se samim time mijenja i distribucija. Za analizu koeficijenta zaduženosti, u odnosu na prosjek, medijan se smatra prikladnijom mjerom srednje vrijednosti. 2007. godine medijan pokazuje da je 50% poduzeća djelatnosti trgovine na malo imalo koeficijent zaduženosti veći od 0.82, a ostalih 50% poduzeća manji od 0,82 što u narednim godinama ostaje na približno jednakoj razini. Kretanje medijalne vrijednosti koeficijenta zaduženosti prikazana je na Grafikon 7. Sa Grafikon 7 je evidentno kretanje navedene vrijednosti u intervalu od 0,80 do 0,88. Koeficijent zaduženosti raste do 2012. godine nakon čega slijedi blagi pad. S obzirom na to da je granična mjera koeficijenta zaduženosti 0,5 odnosno 0,67 zaključuje se da je djelatnost odjeljka G 47 trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima medijalno prezadužena.

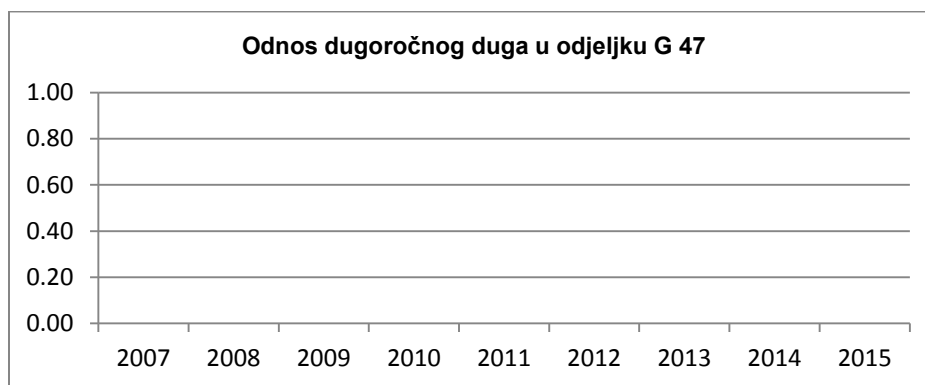


Grafikon 7 Koeficijent zaduženosti poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine.

(Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

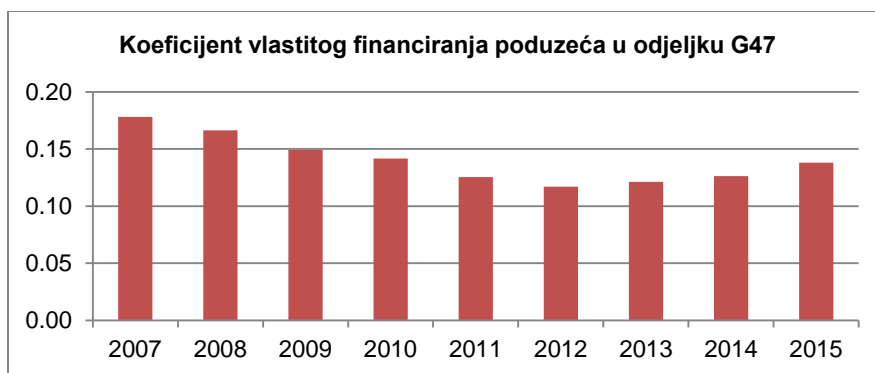
Pokazatelj odnosa dugoročnog duga ima pozitivno asimetričnu distribuciju u cijelom promatranom razdoblju. Medijalna vrijednost odnosnog pokazatelja u cijelom razdoblju je nula što ukazuje da se poduzeća u djelatnosti trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima, medijalno ne financiraju dugoročnim dugom u odnosu na ukupne dugoročne oblike

financiranja, odnosno struktura kapitala istih može se ocijeniti izrazito konzervativnom. Dodatno, s obzirom na konstantnu vrijednost odnosa dugoročnog duga u promatranom razdoblju, zaključuje se da struktura kapitala u djelatnosti perzistira i kao takva se može smatrati njenom potencijalno inherentnom karakteristikom. Također, prikazani rezultati na Grafikon 8 sugeriraju da je varijabilnost u pokazateljima kao što su koeficijent zaduženosti, koeficijent vlastitog financiranja i kasnije prikazanog odnosa (ukupnog) duga i glavnice II, a s obzirom na perzistenciju odnosa dugoročnog duga, potencirana relativnom varijabilnošću u korištenju kratkoročnih dugova.



Grafikon 8 Odnos dugoročnog duga u odjeljku djelatnosti G 47 trgovine na malo, osim trgovina motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Distribucija koeficijenta vlastitog financiranja poduzeća smještenih u odjeljku G 47 trgovine na malo osim trgovine motornim vozilima i motociklima je pozitivno asimetrična do 2009. godine nakon čega prelazi u negativno asimetričnu distribuciju. Za interpretaciju rezultata odabran je medijan kao relevantna mjera. Medijalna vrijednost pokazatelja koeficijenta vlastitog financiranja ima tendenciju pada do 2013. godine zatim slijedi blagi porast u narednim godinama promatranja što je ujedno i pozitivan trend kretanja. Medijalne vrijednosti koeficijenta vlastitog financiranja za razdoblje od 2007. do 2015. godine prikazane su na Grafikon 9. S obzirom da je koeficijent vlastitog financiranja obrnuto proporcionalan koeficijentu zaduživanja, koeficijent vlastitog financiranja pada do 2013. godine nakon čega slijedi blagi porast. Poduzeća u djelatnosti trgovine na malo, prema koeficijentu vlastitog financiranja, bilježe izrazito nizak udio samofinanciranja što može dovesti do različitih financijskih poteškoća kao što je, primjerice, stečaj poduzeća.



Grafikon 9 Koeficijent vlastitog financiranja poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine.

(Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Odnos duga i glavnice I pozitivno je asimetričan u svim godinama osim u 2012. i 2015. kada je distribucija negativno asimetrična. Vrijednost medijana odnosa (dugoročnog) duga i glavnice u svim je godinama jednaka nuli. Medijalna vrijednost ukazuje na to da se poduzeća značajno manje financiraju dugoročnim dugovima u odnosu prema financiranju vlasničkom glavnicom, što ukazuje na izrazito nizak intenzitet uporabe financijske poluge te izrazito konzervativnu strukturu kapitala. Rezultati su prikazani na Grafikon 10.

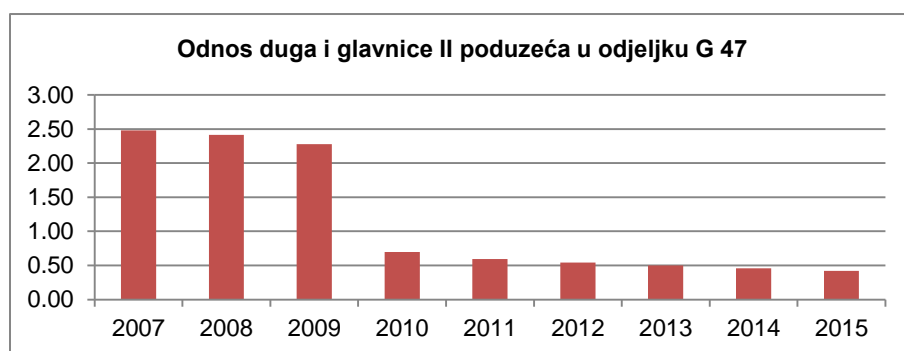


Grafikon 10 Odnos duga i glavnice I poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine.

(Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Podaci odnosa duga i glavnica II prikazuju pozitivno asimetričnu distribuciju u svim godinama, osim 2012. i 2015. godine kada je negativno asimetrična. Sa Grafikon 11 primjećuje se

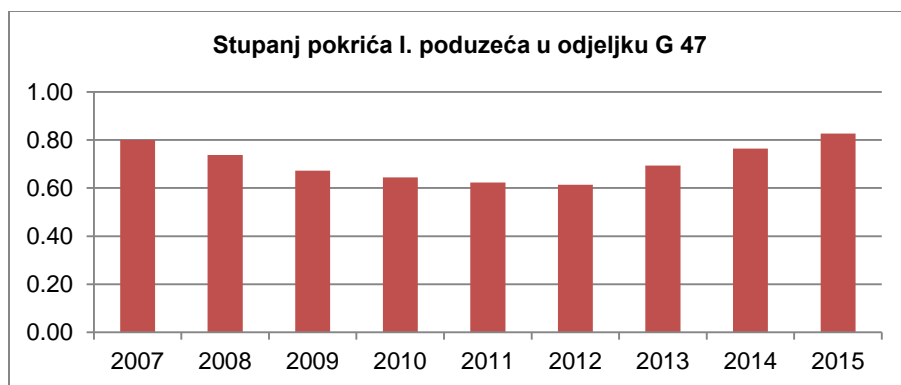
tendencija pada medijalne vrijednosti omjera duga i glavnice kroz cijelo promatrano razdoblje što je pozitivna promjena. Medijalna vrijednost za 2007. godinu ukazuje na najnepovoljnije rezultate zato što je odnos duga naspram glavnice 2.48:1 što znači da su, medijalno promatrano, dugovi premašili glavnicu 2,48 puta. Nepovoljan odnos duga i glavnice proteže se kroz prve tri godine promatranog razdoblja što je loše za cijelu djelatnost iz razloga što korištenje dugovima premašuje glavnicu poduzeća iz promatrane djelatnosti. Od 2010. godine do 2015. poduzeća smanjuju korištenje dugovima što je pozitivan trend, a samim time povećava se vrijednost glavnice u odnosu na dugove. 2015. godine dug i glavnica odnose se kao 0.42:1 što je najbolji rezultat u promatranom razdoblju jer glavnica premašuje dugove.



Grafikon 11 Odnos duga i glavnice II poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine.

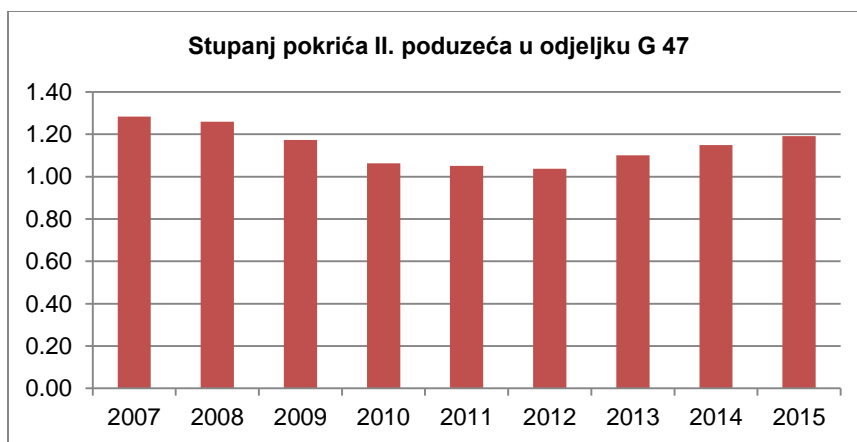
(Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Tablica 1 prikazuje pozitivno asimetričnu distribuciju pokazatelja stupanj pokrića I za poduzeća iz djelatnosti trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima za razdoblje od 2007. godine do 2012. godine nakon čega prelazi u negativno asimetričnu distribuciju. Medijan kao reprezentativniji pokazatelj srednje vrijednosti ukazuje na, uz blage varijacije, približno jednaku razinu vrijednosti pokazatelja stupnja pokrića I u svim godinama promatranja. Na Grafikon 12 prikazano je kretanje stupnja pokrića I kroz promatrano razdoblje u djelatnosti trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima. Vrijednosti stupnja pokrića I kontinuirano pada do 2012. godine nakon čega slijedi porast vrijednosti navedenog pokazatelja. Poželjno je da je stupanj pokrića I što bliži vrijednosti 1 tako da je tendencija rasta u godinama nakon 2012. pozitivan trend iz razloga što poduzeća djelatnosti G 47 svoju dugoročnu imovinu većinski financiraju iz vlastitih izvora.



Grafikon 12 Stupanj pokrića I poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Stupanj pokrića II ima pozitivno asimetričnu distribuciju do 2012. godine, a u posljednja tri promatrana razdoblja prelazi u negativno asimetričnu distribuciju. Medijalna vrijednost stupnja pokrića II veća je od jedan u cijelom promatranom razdoblju što ukazuje na to da su poduzeća dio kratkotrajne imovine financirala iz dugotrajnih izvora. Na Grafikon 13 prikazan je kontinuirani pad vrijednosti pokazatelja stupanja pokrića II do 2012. godine nakon čega slijedi trend rasta. S obzirom da je za pokazatelj stupanj pokrića II nužna vrijednost veća od jedan, u svim promatranim godinama vrijednost je zadovoljavajuća. 2007. godine vrijednost promatranog pokazatelja bila je najviša dok je u razdoblju od 2010. do 2012. godine vrijednost gotovo na minimalno dopuštenoj granici.



Grafikon 13 Stupanj pokrića II poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

U Tablica 1 za predmetni su odjeljak i promatrano razdoblje prikazane i vrijednosti pokazatelja pokrića troškova kamata . Distribucija pokrića troškova kamata je pozitivno asimetrična u svim godinama, osim 2009. godine kada je negativno asimetrična. U prve dvije godine promatranja pokazatelj pokrića troškova kamata zadovoljavajuće je medijalne vrijednosti. Razlog tome je medijalna vrijednost veća od jedan, odnosno konkretno iznosi 1,72 u prvoj te 1,31 u drugoj godini promatranja. U narednim godinama promatranja medijalna vrijednost pokazatelja pokrića troškova kamata pada ispod zadovoljavajuće razine sve do 2012. godine nakon čega slijedi porast navedenog do kraja promatranog razdoblja. Na Grafikon 14 promatra se kretanje pokazatelja pokrića kamata kroz prikazano razdoblje. U godinama u kojima je vrijednost pokazatelja niža od 1, poduzeća ne ostvaruju dovoljne zarade za podmirivanje troškova tuđih izvora financiranja te se dio troškova financiranja podmiruje na teret vlastitih izvora financiranja što dugoročno vodi u insolventnost (Žagar, Ježovita, 2007, str. 238). 2015. godine medijalna vrijednost pokazatelja pokrića troškova kamata iznosila je 1,92 što je ujedno i najviša vrijednost promatranog razdoblja.



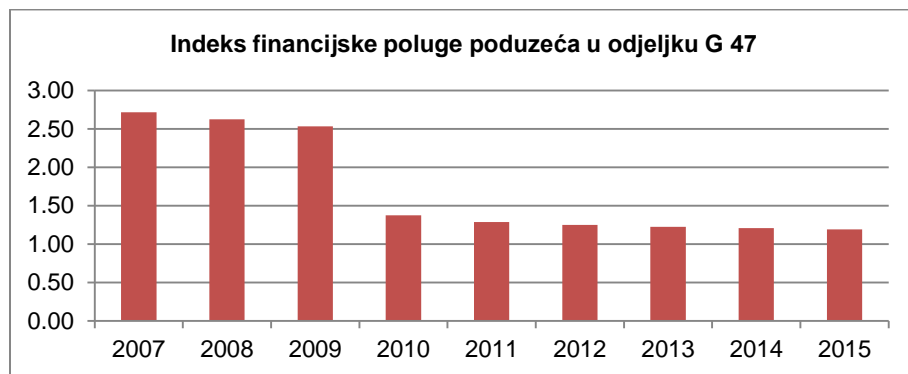
Grafikon 14 Pokriće troškova kamata poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine.

(Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Distribucija Tablica 1 indeksa financijske poluge je pozitivno asimetrična uz iznimku u 2012. i 2015. godini kada je distribucija negativno asimetrična. Najveća medijana vrijednost indeksa financijske poluge je u prvoj promatranoj godini te iznosi 2,72. Sa Grafikon 15 primjećuje se da je indeks financijske poluge u narednim godinama u kontinuiranom padu. Iako je medijalna vrijednost indeksa financijske poluge u svim godinama iznad vrijednosti jedan, što ukazuje na isplativije korištenje tuđeg kapitala, kontinuirani trend pada indeksa financijske poluge u promatranom razdoblju dovodi do zaključka da je isplativost korištenja tuđim kapitalom za



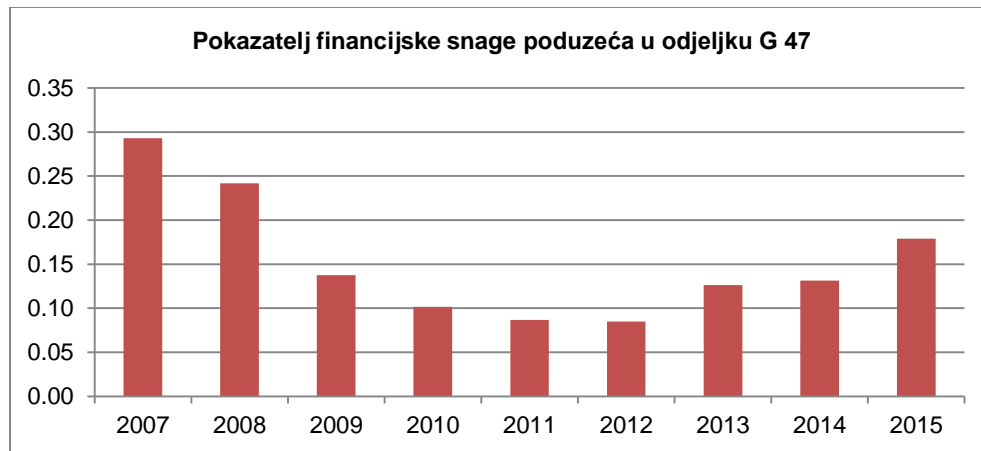
poduzeća djelatnosti G 47 sve manja. Shodno tome, poduzeća se sve više okreću vlastitom financiranju na što ukazuje kretanje pokazatelja omjera duga i glavnice, odnosno medijalna vrijednost spomenutog pokazatelja opada.



Grafikon 15 Indeks financijske poluge poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine.

(Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

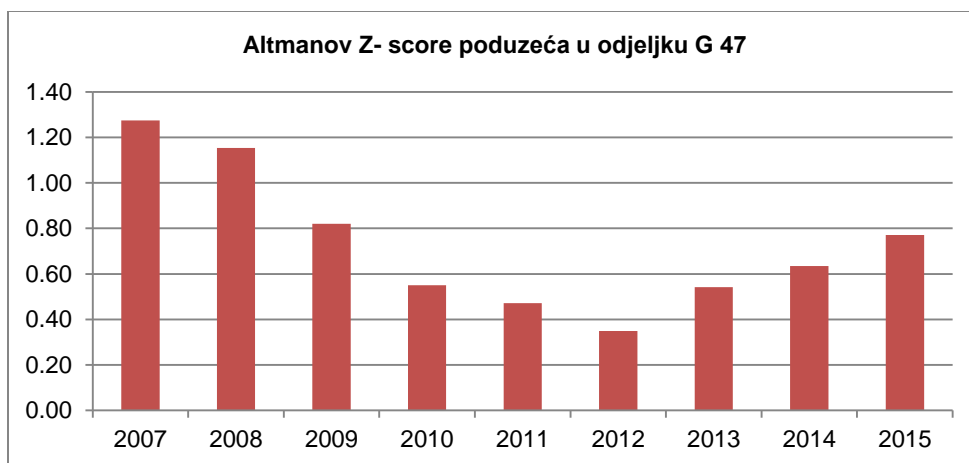
Rezultati prikazani u Tablica 1 ukazuju na negativnu asimetričnost distribucije pokazatelja financijske snage u 2007., 2008., 2011., 2012., 2013. i 2014. godini, te na pozitivnu asimetričnost distribucije u 2009., 2010., i 2015. godini. Sukladno potonjem, medijan se smatra relevantnijim pokazateljem srednje vrijednosti u odnosu na prosjek. Medijalna vrijednost pokazatelja financijske snage ima tendenciju pada do 2012. godine nakon čega slijedi rast vrijednosti pokazatelja, a najstabilniju vrijednost imala je 2007. godine u iznosu od 0,29. Na Grafikon 16 prikazano je kretanje pokazatelja financijske snage odjeljka G 47 kroz sve godine promatranja. Zabrinjavajuće je nizak pokazatelj financijske snage u svim godinama promatranja. Granična vrijednost pokazatelja financijske snage iznosi jedan dok je u svim godinama promatranja ta vrijednost bliža nuli. Izrazito niska vrijednost navedenog pokazatelja govori da poduzeća iz odjeljka G 47 još uvijek zarađuju dovoljno kako bi podmirili svoje obaveze, no vrijednost graniči s negativnim trendom što nije dobro za naredne godine poslovanja.



Grafikon 16 Pokazatelj financijske snage poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine.

(Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Distribucija Z-scorea pozitivno je asimetrična u prve dvije godine promatranja dok je u ostalim godinama distribucija negativno asimetrična. Promatrajući medijan zaključuje se kako je vrijednost Z- score modela djelatnosti G 47 nezadovoljavajuća. Naime, prve dvije godine promatranja vrijednost je u svojoj zoni što je još uvijek pozitivno za promatranu djelatnost, no u godinama nakon je ispod krajnje granice od 1,1 što je vrlo nepovoljno za cjelokupnu djelatnost. Grafikon 17 prikazuje kretanje Altmanovog Z- scorea poduzeća u djelatnosti trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine. Primjećuje se kontinuirani pad medijalne vrijednosti Z- score-a do 2012. godine nakon čega vrijednost raste, no još uvijek nedovoljno. Promatrajući medijalnu vrijednosti Z- score modela kroz sve analizirane godine zaključuje se da, prema unaprijed određenim vrijednostima modela, većini poduzeća djelatnosti odjeljka G 47 prijeti bankrot.



Grafikon 17 Pokazatelj financijske snage poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine.

(Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

## 5.2. Struktura kapitala poduzoraka poduzeća po veličini

Tabelarnim i grafičkim prikazom analizirana je struktura kapitala poduzoraka poduzeća iz odjeljka G 47 trgovine na malo osim trgovine motornim vozilima i motociklima po veličini poduzeća. Poduzeća iz odjeljka G 47 grupirana su po veličini na temelju broja zaposlenih. Prvi skupina odnosi se na mikro i mala poduzeća iz djelatnosti G 47, druga skupina su srednja, a treća velika poduzeća. Distribucijom podataka doneseni su zaključci o uspješnosti definiranja strukture kapitala mikro, malih, srednjih i velikih poduzeća kao i o korištenju financijske poluge.

### 5.2.1. Struktura kapitala mikro i malih poduzeća

Rezultati deskriptivne statističke analize pokazatelja varijable strukture kapitala za poduzorak odnosno za mikro i mala poduzeća u odjeljku djelatnosti trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u Republici Hrvatskoj prikazani su na Tablica 2. Sa svrhom preglednijeg prikaza i jasnijeg uvida u kretanje relevantnih srednjih vrijednosti navedenih pokazatelja u promatranom razdoblju, podaci su dodatno prikazani i u vidu stupčastih grafikona (Grafikon 18- Grafikon 28).

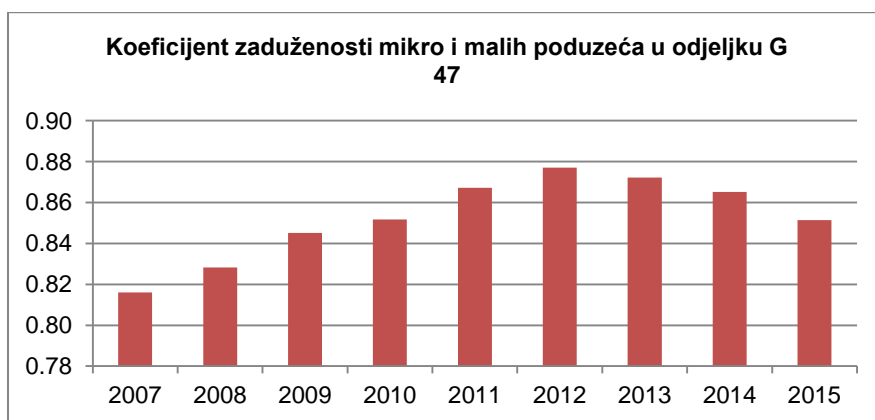
Tablica 2 Financijski pokazatelji mikro i malih poduzeća u odjeljku G 47 trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine.

	Koeficijent zaduženosti								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	0.73	0.73	0.73	782.06	886.02	402.47	3677.79	2260.50	788.53
Medijan	0.82	0.83	0.85	0.85	0.87	0.88	0.87	0.87	0.85
	Odnos dugoročnog duga								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	0.25	0.25	0.26	1.33	1.93	0.35	0.23	0.36	4.02
Medijan	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	Koeficijent vlastitog financiranja								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	0.27	0.26	0.26	-784.06	-885.03	-401.49	-3762.92	-2259.51	-787.55
Medijan	0.18	0.17	0.15	0.14	0.13	0.12	0.12	0.13	0.14
	Odnos duga i glavnice I								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	3.04	2.22	2.88	0.52	0.33	-12.38	1.46	3.31	-18.25
Medijan	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	Odnos duga i glavnice II								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	15.49	14.83	14.05	6.03	12.18	-3.55	11.67	18.40	-40.07
Medijan	2.48	2.41	2.28	0.70	0.59	0.54	0.50	0.46	0.42
	Stupanj pokrića I.								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	183.92	22.92	28.38	2.80	26.12	15.08	-93.47	-91.29	-17.46
Medijan	0.80	0.74	0.67	0.64	0.62	0.61	0.69	0.76	0.83
	Stupanj pokrića II.								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	193.26	25.66	32.96	6.91	33.10	19.64	-89.31	-74.70	-11.28
Medijan	1.28	1.26	1.17	1.06	1.05	1.04	1.10	1.15	1.19
	Pokriće troškova kamata								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	494.02	464.55	04.00	282.75	177.40	89.94	130.55	398.79	965.79
Medijan	1.72	1.31	0.82	0.63	0.77	0.62	1.18	1.33	1.92
	Indeks financijske poluge								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	13.89	13.69	11.57	5.35	8.62	-4.81	9.74	11.93	-47.62
Medijan	2.72	2.63	2.53	1.37	1.29	1.25	1.23	1.21	1.19
	Pokazatelj financijske snage								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	-3.73	-0.16	47.69	26.50	-8.84	-20.09	-7.14	-162.17	50.73

Medijan	0.28	0.23	0.12	0.09	0.08	0.08	0.12	0.12	0.17
	<b>Altmanov Z- score</b>								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjeak	15.54	11.84	0.04	-8186.37	-9397.33	-3738.28	-33250.11	-22005.76	-9168.62
Medijan	1.28	1.15	0.82	0.55	0.47	0.35	0.54	0.63	0.77

(Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Tablica 2 prikazan je koeficijent zaduženosti mikro i malih poduzeća čija je distribucija negativno asimetrična do 2009. godine nakon čega prelazi u pozitivno asimetričnu distribuciju do kraja analiziranog razdoblja. Medijalna vrijednost pokazatelja koeficijenta zaduženosti približno je jednaka u svim godinama promatranja. Kretanje koeficijenta zaduženosti mikro i malih poduzeća prikazano je na Grafikon 18. Medijalna vrijednost koeficijenta zaduženosti ima tendenciju rasta do 2012. godine nakon čega slijedi minimalan pad. Imovina mikro i malih poduzeća financirana je gotovo više od 80% dugovima što premašuje preporučenu graničnu vrijednost pokazatelja, a to je 50% odnosno 67%. Mikro i mala poduzeća, prema medijalnoj vrijednosti, smatraju se prezaduženima u svim godinama promatranja.



Grafikon 18 Koeficijent zaduženosti mikro i malih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

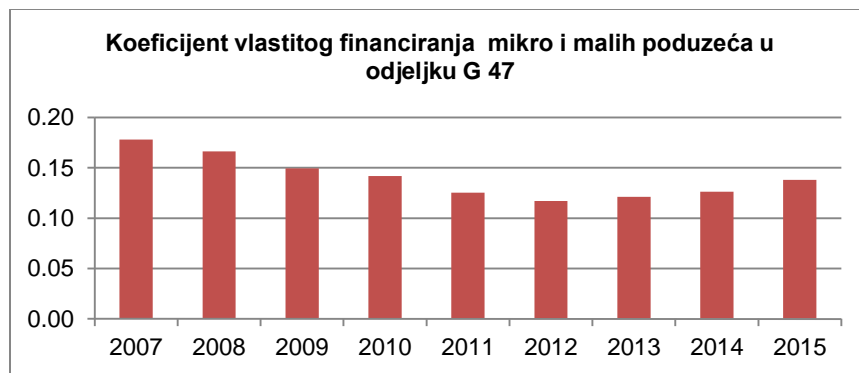
Distribucija odnosa dugoročnog duga pozitivno je asimetrična u svim promatranim godinama. Medijalna vrijednost navedenog pokazatelja za mikro i mala poduzeća jednaka je nuli u cijelom analiziranom razdoblju, što je slučaj i za cjelokupnu djelatnosti. Kao i za cjelokupnu djelatnost,

medijalna vrijednost odnosa dugoročnog duga za mikro i mala poduzeća ukazuje da se predmetna poduzeća medijalno ne financiraju dugoročnim dugom u odnosu na ukupne dugoročne oblike financiranja te da njihova identificirana izrazito konzervativna struktura kapitala u analiziranom razdoblju perzistira i kao takva se može smatrati potencijalno inherentnom karakteristikom istih. Medijalna vrijednost odnosa dugoročnog duga mikro i malih poduzeća u odjeljku G 47 prikazana je na Grafikon 19.



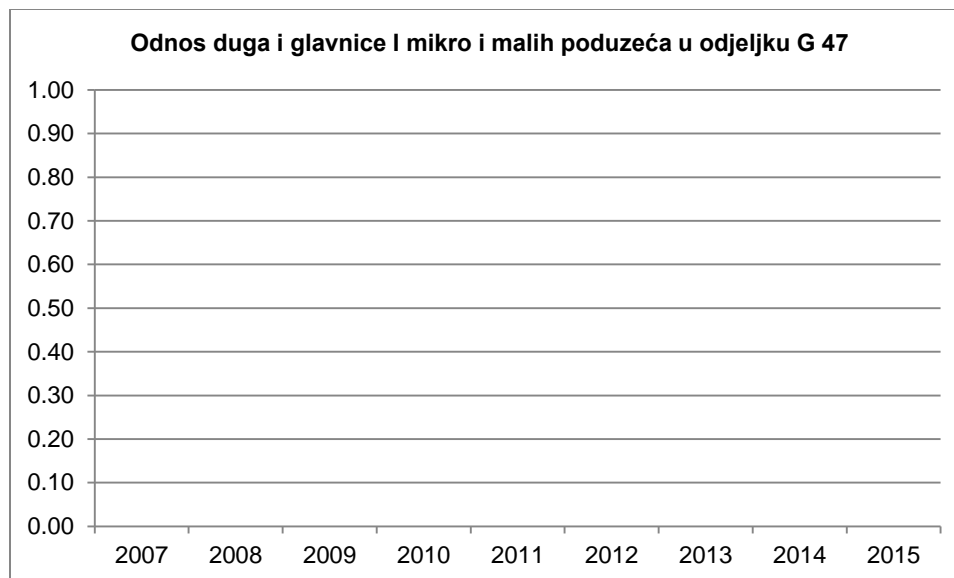
Grafikon 19 Odnos dugoročnog duga mikro i malih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Distribucija koeficijenta vlastitog financiranja pozitivno je asimetrična do 2009. godine, zatim slijedi razdoblje od 2010. do 2015. godine u kojemu je distribucija negativno asimetrična. Medijalna vrijednost koeficijenta vlastitog financiranja ima tendenciju pada od početka promatranog razdoblja do 2013. godine nakon čega slijedi minimalan rast u posljednje dvije promatrane godine. Komplementarno koeficijentu zaduživanja, koeficijent vlastitog financiranja također je prenizak za mikro i mala poduzeća djelatnosti G 47. Naime, manje od 20% ukupne imovine financirano je vlastitim izvorima što je nezadovoljavajući trend. Kontinuirani pad vrijednosti koeficijenta vlastitog financiranja, sa Grafikon 20, govori o sve većem financiranju imovine dugovima.



Grafikon 20 Koeficijent vlastitog financiranja mikro i malih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

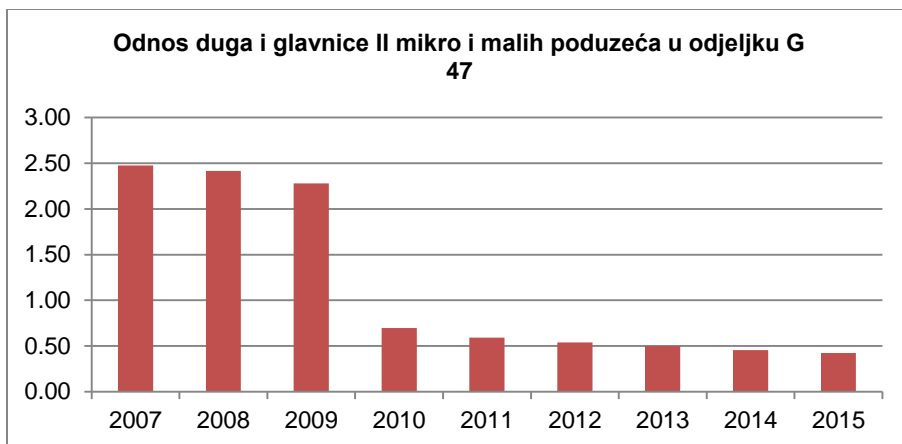
Odnos duga i glavnice I pozitivno je asimetričan u svim godinama osim u 2012. i 2015. kada je distribucija negativno asimetrična. Vrijednost medijana odnosa (dugoročnog) duga i glavnice u svim godinama je jednaka nuli, dok je granična vrijednost pokazatelja jednaka 1. Medijalna vrijednost ukazuje na to da se poduzeća bitno nižim intenzitetom financiraju dugoročnim dugovima u odnosu prema glavnici što ukazuje na izrazito nisko korištenje financijske poluge. Rezultati su prikazani na Grafikon 21.



Grafikon 21 Odnos duga i glavnice I mikro i malih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

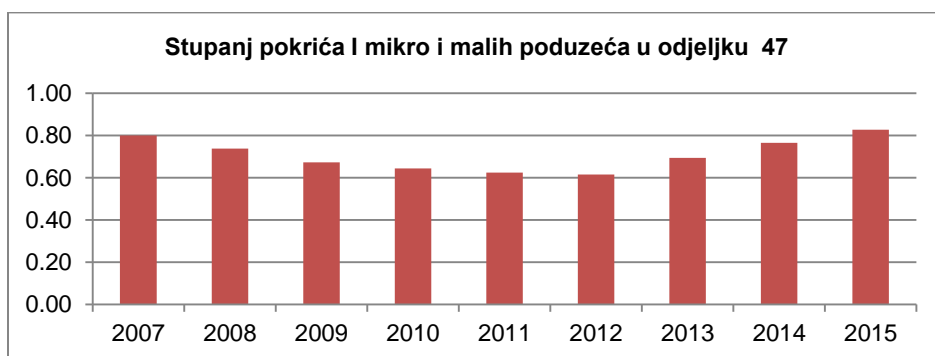
Podaci odnosa duga i glavnice II bilježe pozitivno asimetričnu distribuciju u svim analiziranim godinama, osim u 2012. i 2015. kada distribucija prelazi u negativno asimetričnu. U prvoj godini promatranja primjećuje se najviša medijalna vrijednost pokazatelja tijekom cijelog analiziranog razdoblja, što znači da su dugovi premašili glavnice 2,48 puta. Sa Grafikon 22 primjećuje se tendencija pada omjera duga i glavnice kroz cijelo promatrano razdoblje što je pozitivna promjena. Nepovoljan odnos dugova i glavnice pojavljuje se u prve tri godine promatranog razdoblja nakon čega ovaj pokazatelj ima pozitivnu tendenciju pada. Od 2010. godine do 2015. godine pokazatelj je zadovoljavajuće medijalne vrijednosti što ukazuje na smanjenje korištenja dugovima, a samim time i na povećanje vrijednosti glavnice u odnosu na dugove.





Grafikon 22 Odnos duga i glavnice II mikro i malih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Distribucija stupnja pokrića I pozitivno je asimetrična do 2012. godine, dok u narednim godinama prelazi u negativno asimetričnu distribuciju. Prema medijalnim vrijednostima pokazatelja stupnja pokrića I dugotrajna imovina mikro i malih poduzeća iz odjeljka G 47 pozitivno je većinski financirana vlastitim izvorima. Naime, najviša medijalna vrijednost navedenog pokazatelja bila je u 2015. godini, konkretno u iznosu od 0,83. U ostalim analiziranim godinama ta je vrijednost, uz blage varijacije, bila približno jednaka. Grafikon 23 prikazuje pad vrijednosti pokazatelja stupnja pokrića I do 2012. godine nakon čega nastupa pozitivan trend rasta do 2015. godine.



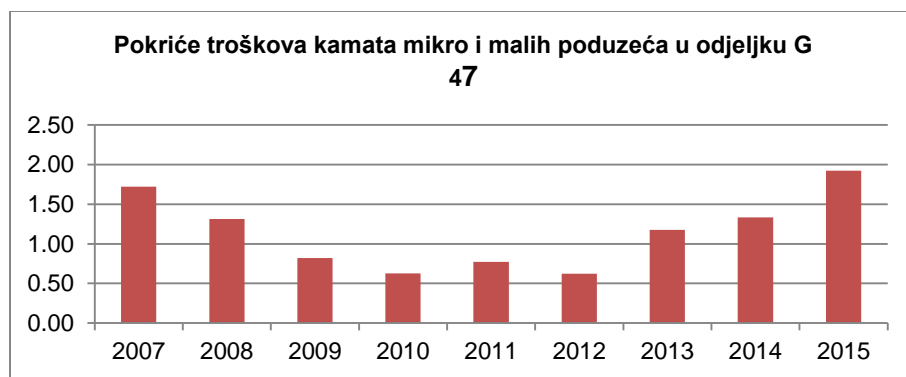
Grafikon 23 Stupanj pokrića I mikro i malih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Distribucija pokazatelja stupnja pokrića II pozitivno je asimetrična do 2012. godine nakon čega prelazi u negativno asimetričnu distribuciju do kraja promatranog razdoblja. Najveća medijalna vrijednost bila je u 2007. godini, zatim slijedi negativna tendencija pada do 2012. godine te pozitivan rast u razdoblju od 2013. do 2015. godine. Vrijednost pokazatelja stupnja pokrića II, kao što je prikazano na Grafikon 24 u svim je godinama iznad graničnih jedan što znači da poduzeća dio kratkotrajne imovine financiraju iz dugoročnih izvora. Nužno je za poduzeća da je pokazatelj viši od jedan, što je u ovom slučaju postignuto tijekom svih godina promatranja.



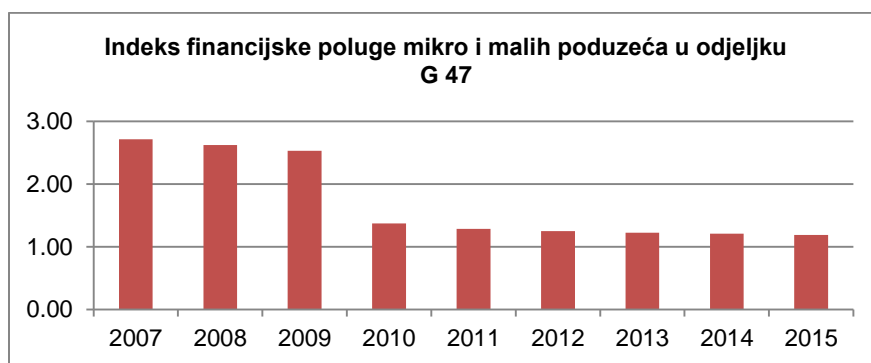
Grafikon 24 Stupanj pokrića II mikro i malih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Pokriće troškova kamata mikro i malih poduzeća prikazuje pozitivno asimetričnu distribuciju za sve promatrane godine, osim 2009. kada je distribucija negativno asimetrična. Vrijednost pokrića troškova kamata zadovoljavajuća je u godinama gdje je vrijednost veća od 1. Medijalna vrijednost pokrića troškova kamata niža je od 1 u razdoblju od 2009. godine do 2012. godine što ukazuje na to da poduzeća ne ostvaruju dovoljno zarada za podmirivanje troškova tuđih izvora financiranja te se dio troškova financiranja podmiruje na teret vlastitih izvora financiranja. Pozitivan smjer kreće od 2013. godine kada pokazatelj kontinuirano raste u medijalne vrijednosti veće od 1. Navedeno je prikazano pomoću Grafikon 25.



Grafikon 25 Pokriće troškova kamata mikro i malih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

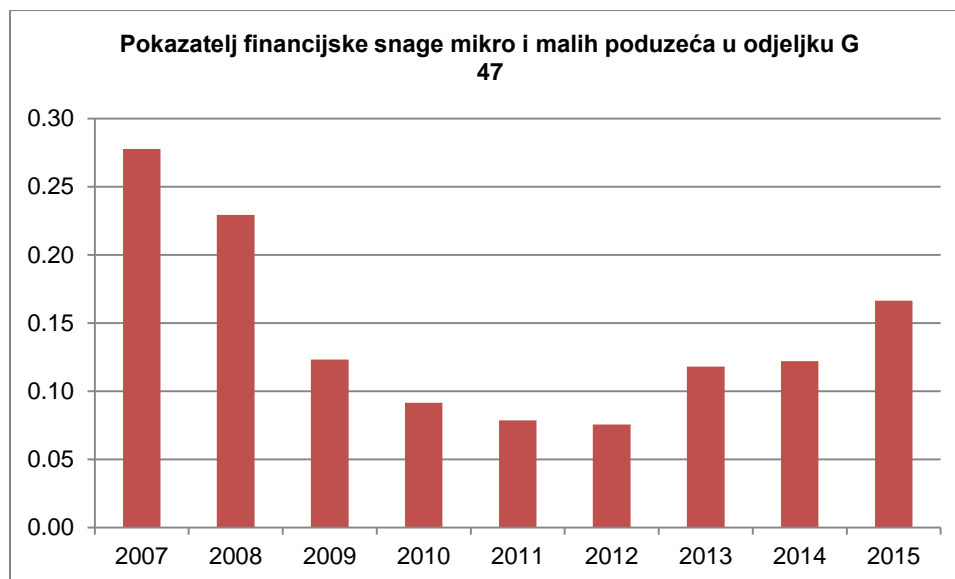
Indeks financijske poluge mikro i malih poduzeća ima pozitivno asimetričnu distribuciju u svim godinama promatranog razdoblja, osim u 2012. godini kada je distribucija negativno asimetrična. Prema medijalnoj vrijednosti indeksa financijske poluge zaključuje se da je poduzećima isplativije financiranje tuđim kapitalom. Isto tako, kontinuirani pad vrijednosti indeksa financijske poluge ukazuje na sve manju isplativost financiranja tuđim kapitalom, pa se poduzeća sve više okreću financiranjem iz vlastitih izvora. Tendencija pada medijalne vrijednosti indeksa financijske poluge prokazana je na Grafikon 26.



Grafikon 26 Indeks financijske poluge mikro i malih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

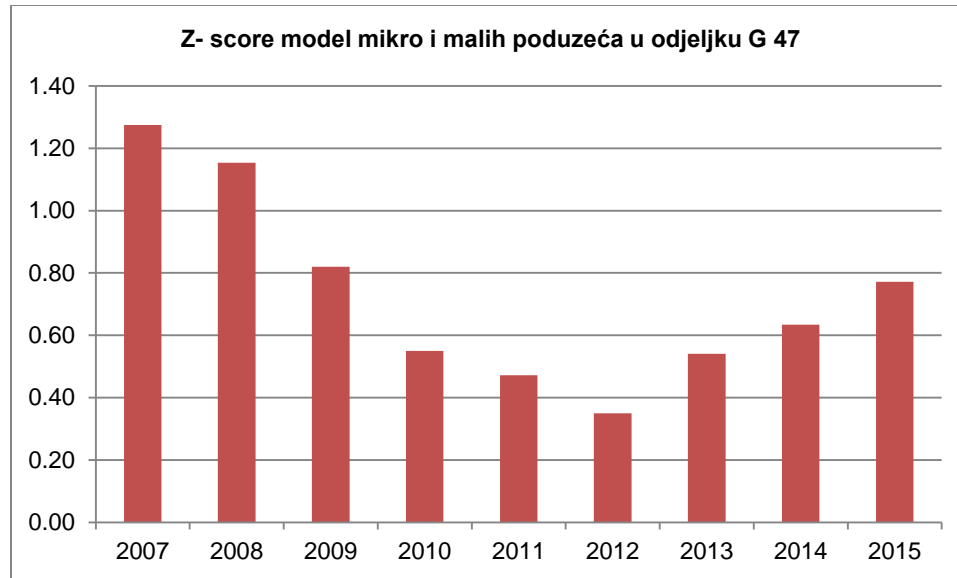
Pokazatelj financijske snage mikro i malih poduzeća ima negativno asimetričnu distribuciju u 2007., 2008., 2011., 2012., 2013. i 2014. godini, a pozitivno asimetričnu distribuciju u 2009., 2010. i 2015. godini. Sve medijalne vrijednosti za mikro i mala poduzeća u promatranom

razdoblju su niske. Na Grafikon 27 prikazano je kretanje pokazatelja financijske snage. Medijalna vrijednost pokazatelja financijske snage poduzeća ima tendenciju pada do 2012. godine nakon čega slijedi ponovni rast. Financijska snaga mikro i malih poduzeća je izuzetno slaba kao i u cijeloj djelatnosti s obzirom na nisku vrijednost analiziranog pokazatelja.



Grafikon 27 Pokazatelj financijske snage mikro i malih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Medijana vrijednost Z- score modela negativna je u gotovo svim godinama promatranja iz razloga što je vrijednost niža od 1,1. Distribucija promatranog pokazatelja je pozitivno asimetrična u samo prve dvije godine, dok je ostatak razdoblja negativno asimetričan. Medijalna vrijednost Z- score-a ima negativnu tendenciju pada do 2012. godine nakon čega nastupa rast. Najveća vrijednost navedenog pokazatelja bila je u 2007 godini, no u cijelom razdoblju medijalna vrijednost je vrlo niska. Na Grafikon 28 prema medijalnoj vrijednosti Z- score modela zaključuje se da su mikro i mala poduzeća u gotovo svim godinama izložena visokom riziku od stečaja. U prve dvije godine vrijednost Z- scora tek je nešto viša od granične vrijednosti od 1,1 što je još uvijek nedovoljno za pozitivan rast.



Grafikon 28 Z- score model mikro i malih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

## 5.2.2. Struktura kapitala srednje velikih poduzeća

Rezultati deskriptivne statističke analize pokazatelja varijable strukture kapitala za drugi poduzorak odnosno za srednje velika poduzeća u odjeljku djelatnosti trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u Republici Hrvatskoj prikazani su na Tablica 3. Sa svrhom preglednijeg prikaza i jasnijeg uvida u kretanje relevantnih srednjih vrijednosti navedenih pokazatelja u promatranom razdoblju, podaci su dodatno prikazani i u vidu stupčastih grafikona (Grafikon 29- Grafikon 39).

Tablica 3 Financijski pokazatelji srednje velikih poduzeća u odjeljku G 47 trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine.

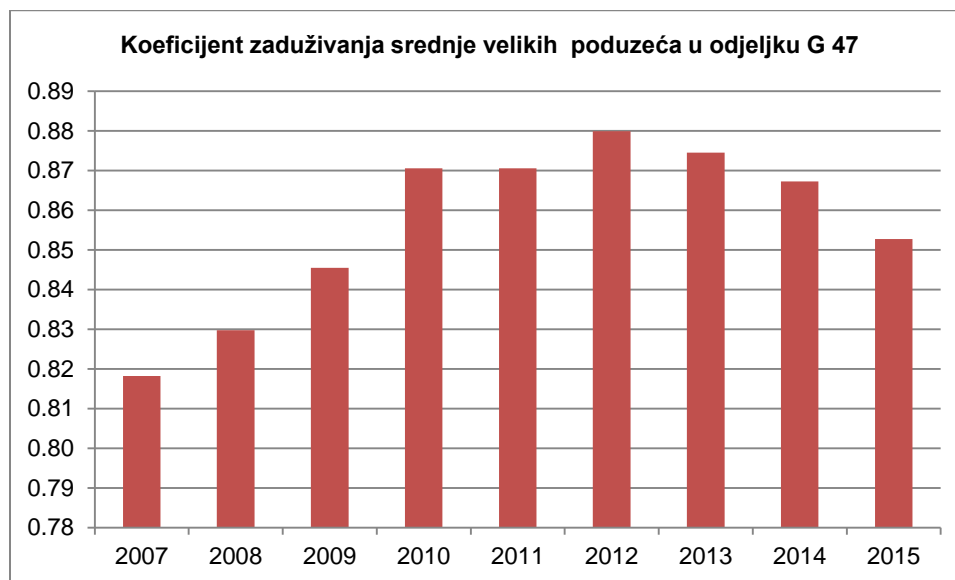
	Koeficijent zaduženosti								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	0.73	0.73	0.73	924.88	924.88	360.70	3802.31	2354.15	683.18
Medijan	0.82	0.83	0.85	0.87	0.87	0.88	0.87	0.87	0.85
	Odnos dugoročnog duga								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	0.33	0.33	0.31	0.33	0.46	0.50	-0.28	0.35	0.91
Medijan	0.27	0.25	0.21	0.16	0.39	0.28	0.22	0.07	0.15
Koeficijent vlastitog financiranja									

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	0.27	0.26	0.26	-811.41	-923.89	-359.72	-3891.24	-2353.17	-682.20
Medijan	0.18	0.16	0.15	0.14	0.12	0.11	0.12	0.12	0.14
	<b>Odnos duga i glavnice I</b>								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	1.11	2.80	705.46	5.71	0.16	-10.92	7.47	-1.31	0.89
Medijan	0.31	0.32	0.51	0.15	0.20	0.16	0.09	0.00	0.08
	<b>Odnos duga i glavnice II</b>								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	15.84	15.12	14.19	6.54	12.07	-3.78	11.67	19.20	-40.53
Medijan	2.48	2.40	2.30	0.68	0.57	0.52	0.48	0.44	0.42
	<b>Stupanj pokrića I.</b>								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	195.58	24.06	28.67	2.76	19.11	15.50	-98.10	-95.37	-17.92
Medijan	0.79	0.73	0.67	0.62	0.61	0.60	0.68	0.76	0.83
	<b>Stupanj pokrića II.</b>								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	205.45	26.75	33.28	6.95	26.32	20.12	-93.82	-78.11	-11.69
Medijan	1.28	1.26	1.17	1.05	1.04	1.03	1.09	1.15	1.19
	<b>Pokriće troškova kamata</b>								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	536.75	467.10	-71.26	246.12	180.97	80.76	100.97	436.85	957.35
Medijan	1.69	1.30	0.81	0.52	0.73	0.59	1.18	1.33	1.91
	<b>Indeks financijske poluge</b>								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	14.38	14.08	11.66	5.50	9.41	-5.09	10.32	12.57	-48.12
Medijan	2.73	2.63	2.53	1.35	1.26	1.25	1.22	1.20	1.19
	<b>Pokazatelj financijske snage</b>								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	-4.27	-0.29	-23.16	5.53	-1.97	-6.81	-1.83	-47.58	10.08
Medijan	0.02	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01
	<b>Altmanov Z- score</b>								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	15.55	12.39	-68.97	-8012.81	-9699.95	-3764.81	-35241.65	-23017.25	-7000.30
Medijan	1.26	1.15	0.81	0.46	0.35	0.32	0.48	0.55	0.77

(Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

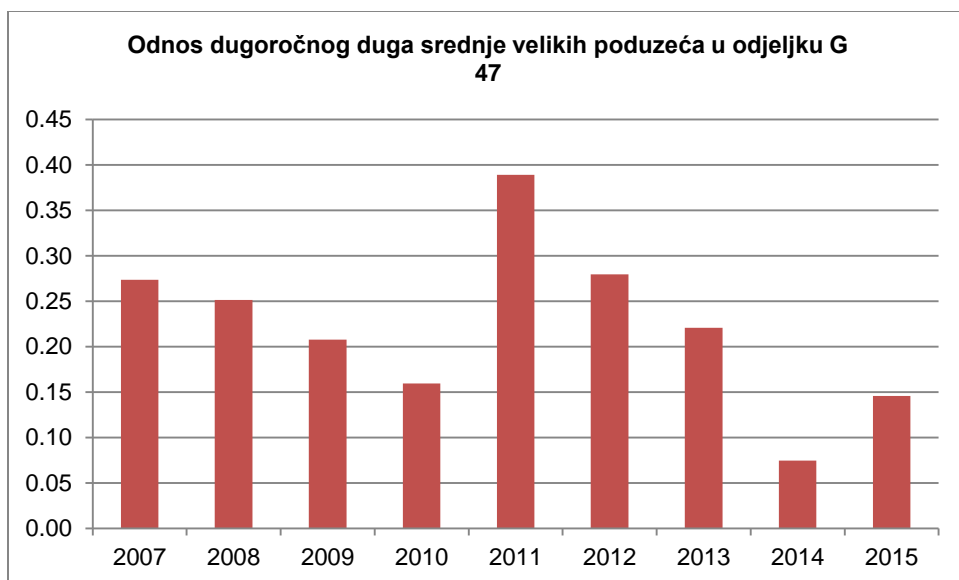
Tablica 3 sadrži podatke o izračunatim financijskim pokazateljima za srednje velika poduzeća. Distribucija koeficijenta zaduženosti za srednja poduzeća negativno je asimetrična do 2009. godine dok je u narednim godinama pozitivno asimetrična. Srednja poduzeća djelatnosti G 47 s

obzirom na medijalnu vrijednost pokazatelja koeficijenta zaduženosti smatraju se prezaduženima. Naime, medijalna vrijednost koeficijenta zaduženosti približno je jednaka u svim godinama promatranja, a iznosi preko 80%. Grafikon 29 prikazuje kretanje koeficijenta zaduženosti srednjih poduzeća u promatranom razdoblju. Koeficijent zaduženosti u svim je godinama visoke medijalne vrijednosti, stoga se zaključuje da i srednje velika poduzeća ukupnu imovinu većinski financiraju iz dugova.



Grafikon 29 Koeficijent zaduživanja srednje velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

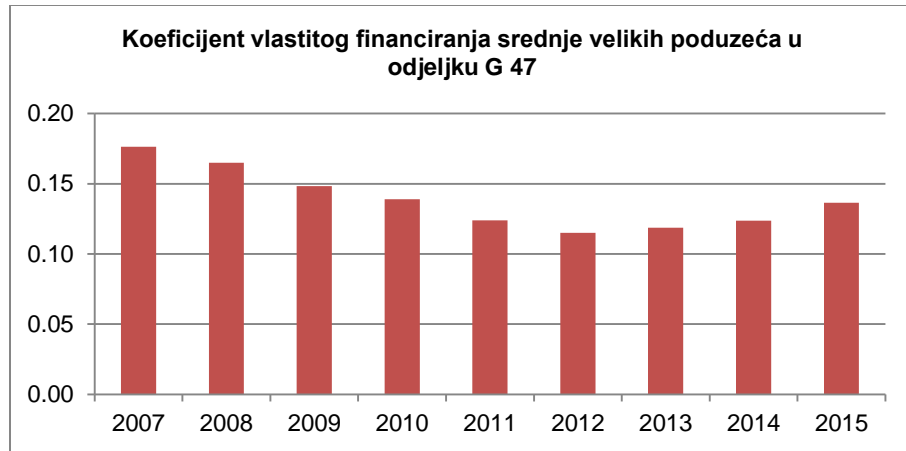
Distribucija odnosa dugoročnog duga za srednje velika poduzeća je pozitivno asimetrična u svim promatranim godinama, osim u 2013. kada je negativno asimetrična. Medijalna vrijednost predmetnog pokazatelja za srednje velika poduzeća u promatranom se razdoblju kreće u intervalu od 0,07 do 0,39. S obzirom na graničnu vrijednost, odnosno konzervativni maksimum navedenog pokazatelja od 0,5, zaključuje se da se srednje velika poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 relativno izrazito niskim ili niskim intezitetom financiraju dugoročnim oblicima financiranja, odnosno karakterizira ih relativno izrazito konzervativna do (umjereno) konzervativna struktura kapitala.



Grafikon 30 Odnos dugoročnog duga srednje velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

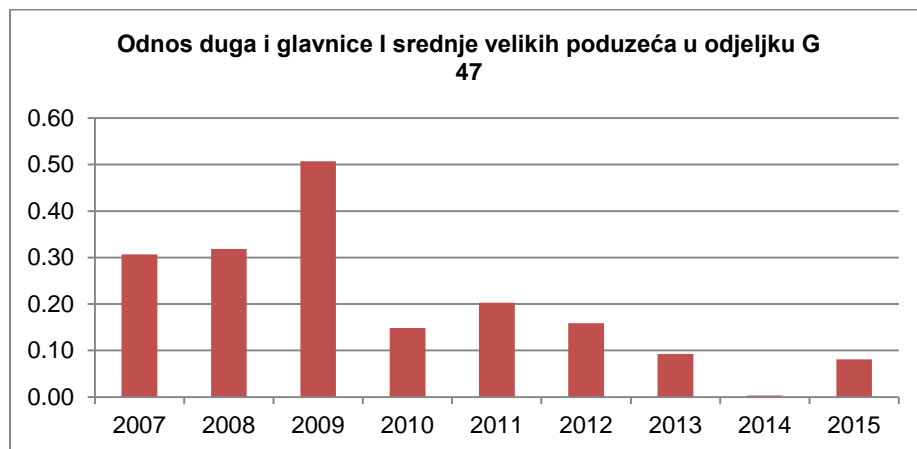
Distribucija koeficijenta vlastitog financiranja je pozitivno asimetrična od 2007. do 2009. godine, a od 2010. do 2015. godine negativno asimetrična. Medijalna vrijednost koeficijenta vlastitog financiranja ima negativnu tendenciju pada do 2012. godine. U godinama nakon koeficijent ponovno raste. U svim promatranim godinama medijalna vrijednost približno je jednake vrijednosti. Pad koeficijenta negativan je trend iz razloga što poduzeća ukupnu imovinu financiraju s manje vlastitog, a sve više tuđeg kapitala. Kretanje koeficijenta vlastitog financiranja srednjih poduzeća prikazano je na Grafikon 31.





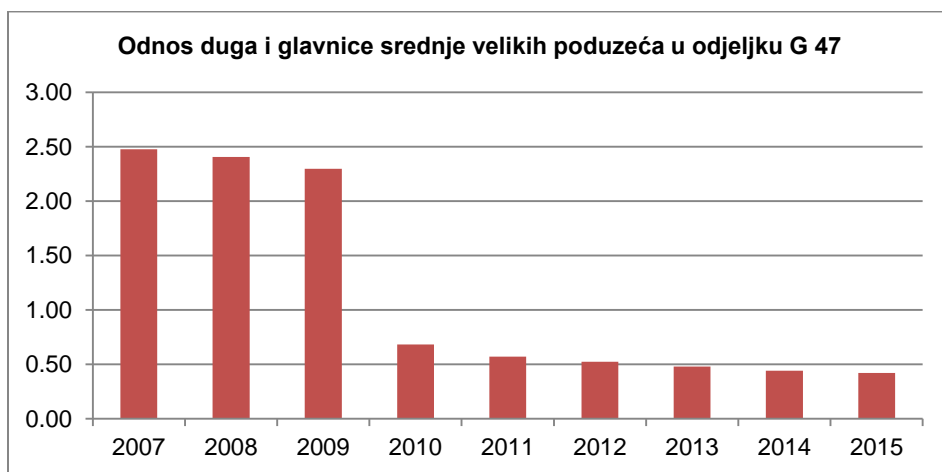
Grafikon 31 Koeficijent vlastitog financiranja srednje velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Distribucija odnosa duga i glavnice I pozitivno je asimetrična u svim godinama osim u 2011., 2012. i 2014. godini. Medijalna vrijednost koja je prikazana na Grafikon 32 ima tendenciju rasta do 2009. godine nakon čega slijedi pad uz blage varijacije. S obzirom da je granični omjer vrijednosti pokazatelja 1:1, rezultati ukazuju na relativno izrazito nizak do nizak udio korištenja, odnosno financiranja dugoročnim dugovima u odnosu na korištenje, odnosno financiranjem vlasničkom glavnicom.



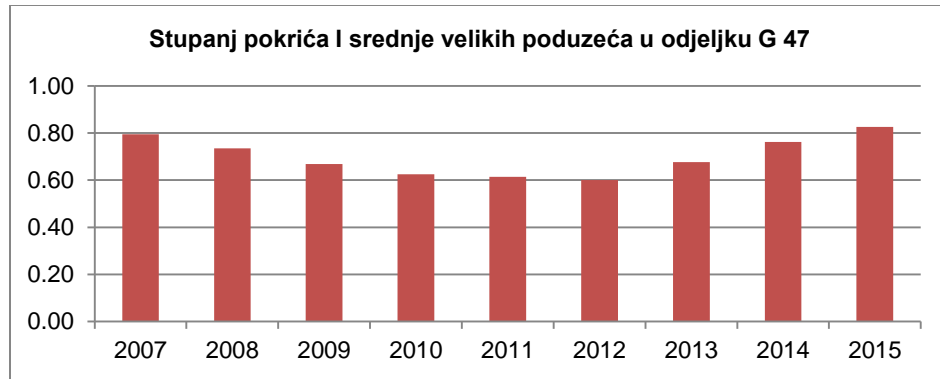
Grafikon 32 Odnos duga i glavnice I srednje velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Odnos duga i glavnice II srednje velikih poduzeća ne razlikuje se previše od mikro i malih poduzeća. Distribucija ovog pokazatelja pozitivno je asimetrična u svim godinama osim u 2012. i 2015. kada je negativno asimetrična. Sa Grafikon 33 vidljivo je kretanje pokazatelja odnosa dugova i glavnice u promatranom razdoblju. U prve tri godine medijalna vrijednost pokazatelja je visoka, no nakon slijedi drastičan pozitivan trend pada pokazatelja kao posljedica relativnog povećanja udjela glavnice u odnosu na ukupne obveze poduzeća. U prijevodu, srednje velika poduzeća u promatranom razdoblju značajno smanjuju financiranje dugovima, odnosno kratkoročnim i dugoročnim obvezama.



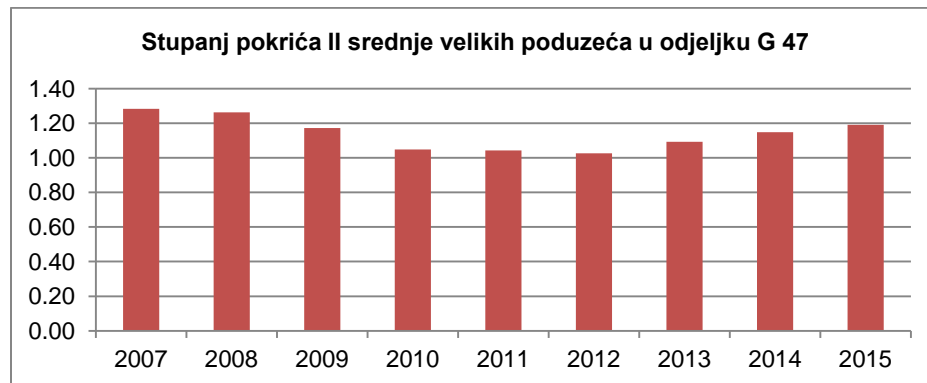
Grafikon 33 Odnos duga i glavnice II srednje velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Distribucije pokazatelja stupnja pokriva I je pozitivno asimetrična do 2013. godine nakon čega je negativno asimetrična. 2015. godina bilježi najveću medijalnu vrijednost pokazatelja stupnja pokriva I, a u 2012. godini medijalna vrijednost bila je najniža. U cjelokupnom razdoblju medijan je približno jednake vrijednosti uz blaga odstupanja. Vrijednost pokazatelja slabila je do 2012. godine nakon čega slijedi oporavak i porast vrijednosti. Kretanje pokazatelja prikazano je na Grafikon 34. Ipak, dugotrajna imovina srednje velikih poduzeća još uvijek je većinski financirana iz vlastitih izvora.



Grafikon 34 Stupanj pokrića I srednje velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

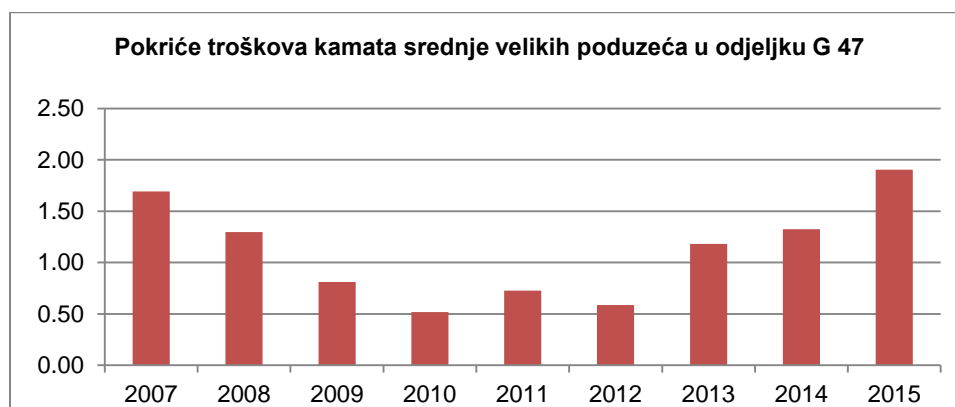
Pokazatelj stupnja pokrića II ima pozitivno asimetričnu distribuciju do 2012. U razdoblju od 2013. do 2015. godine. distribucija je negativno asimetrična. Također, medijan ima negativnu tendenciju pada do 2012. godine dok je u godinama nakon 2012. uslijedio porast. Promatrajući medijalne vrijednosti stupnja pokrića II, može se zaključiti da srednje velika poduzeća dio kratkotrajne imovine financiraju iz dugoročnih izvora. U razdoblju od 2010. do 2012. godine pokazatelj stupnja pokrića II gotovo graniči s jedan, no u narednim godinama ponovno raste što je prikazano na Grafikon 35.



Grafikon 35 Stupanj pokrića II srednje velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

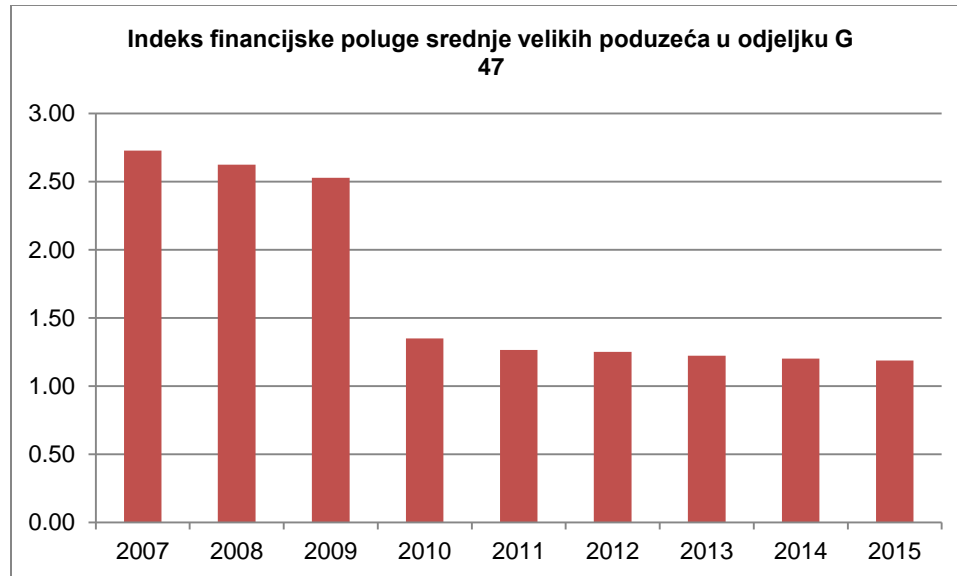
Pokriće troškova kamata ima pozitivno asimetričnu distribuciju u svim godinama, osim u 2009. kada je ona negativno asimetrična. Najveća medijalna vrijednost pokazatelja je u 2015. godini, dok je u razdoblju od 2009. do 2012. godine vrijednost pokrića troškova kamata

nezadovoljavajuće vrijednosti. Činjenica nezadovoljavajuće vrijednosti proizlazi iz toga što je medijalna vrijednost niža od jedan. U navedenim godinama srednje velika poduzeća ne ostvaruju dovoljno zarada za podmirivanje troškova tuđih izvora financiranja te se dio troškova financiranja podmiruje na teret vlastitih izvora financiranja. Narednih godina pokazatelj kontinuirano raste i zadovoljavajuće je vrijednosti. Pokriće troškova kamata prikazano je na Grafikon 36.



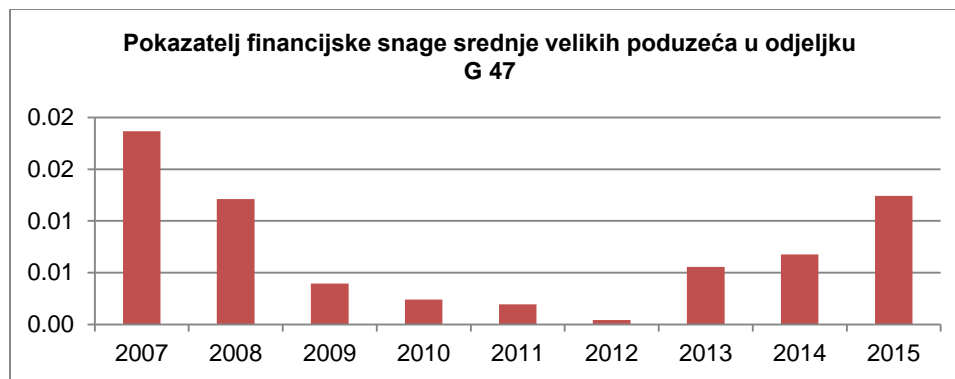
Grafikon 36 Pokriće troškova kamata srednje velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Distribucija indeksa financijske poluge pozitivno je asimetrična u svim godinama, osim u 2012. i 2015. godini gdje je negativno asimetrična. Vrijednost medijana u svim godinama viša je od jedan što znači da je srednje velikim poduzećima isplativije financiranje tuđim kapitalom. Kretanje medijalne vrijednosti, prikazane na Grafikon 37, ima tendenciju pada u cijelom promatranom razdoblju što znači da srednje velika poduzeća smanjuju financiranje dugovima, a povećavaju financiranje vlastitim kapitalom što znači da takva vrsta financiranja postaje isplativija.



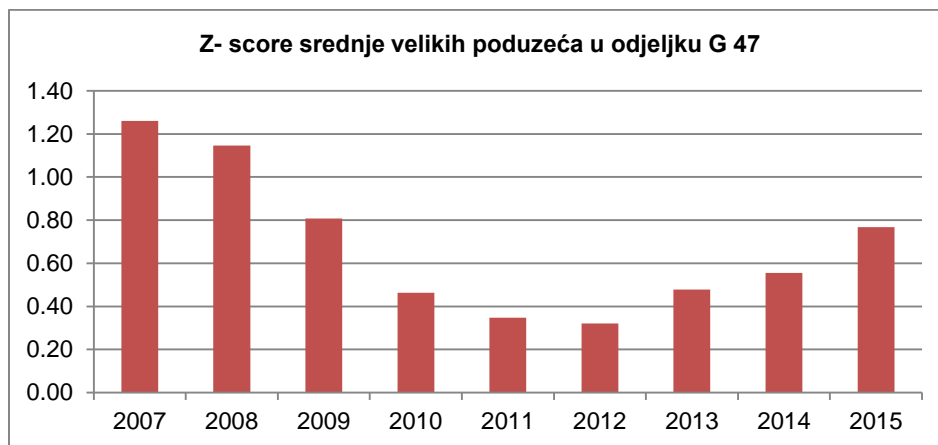
Grafikon 37 Indeks financijske poluge srednje velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Pokazatelj financijske snage negativno je asimetričan u svim godinama, osim u 2010. i 2015. godini kada je pozitivno asimetričan. Medijalna vrijednost navedenog pokazatelja ima negativnu tendenciju pada do 2012. godine nakon čega raste, no nedovoljno za zadovoljavajuću vrijednost. Pokazatelj financijske snage izuzetno je nizak u svim godinama, a u razdoblju od 2009. do 2012. godine graniči s nulom. To je negativan trend pokazatelja financijske snage i ukazuje na to da srednje velika poduzeća jedva ostvaruju dovoljno zarada za podmirenje dospjelih obaveza. Grafikon 38 prikazuje kretanje pokazatelja financijske snage srednje velikih poduzeća.



Grafikon 38 Pokazatelj financijske snage srednje velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Z- score model srednjih poduzeća ima pozitivno asimetričnu distribuciju u prve dvije godine promatranja. U razdoblju od 2009. do 2015. distribucija je negativno asimetrična. Z- score ima negativnu tendenciju pada do 2012. godine, a rast nastupa u posljednje tri promatrane godine što je vidljivo na Grafikon 39. Medijalna vrijednost navedenog pokazatelja iznimno je niska u svim godinama što znači da dijelu srednje velikih poduzeća prijeti mogući bankrot. Najviša vrijednost pokazatelja iznosila je 1,26 u prvoj godini promatranja što je još uvijek nezadovoljavajuća vrijednost prema propisanoj.



Grafikon 39 Z- score model srednje velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

### 5.2.3. Struktura kapitala velikih poduzeća

Rezultati deskriptivne statističke analize pokazatelja varijable strukture kapitala za treći poduzorak odnosno za velika poduzeća u odjeljku djelatnosti trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u Republici Hrvatskoj prikazani su na Tablica 4. Sa svrhom preglednijeg prikaza i jasnijeg uvida u kretanje relevantnih srednjih vrijednosti navedenih pokazatelja u promatranom razdoblju, podaci su dodatno prikazani i u vidu stupčastih grafikona (Grafikon 40- Grafikon 50).

Tablica 4 Financijski pokazatelji velikih poduzeća u odjeljku G 47 trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine.

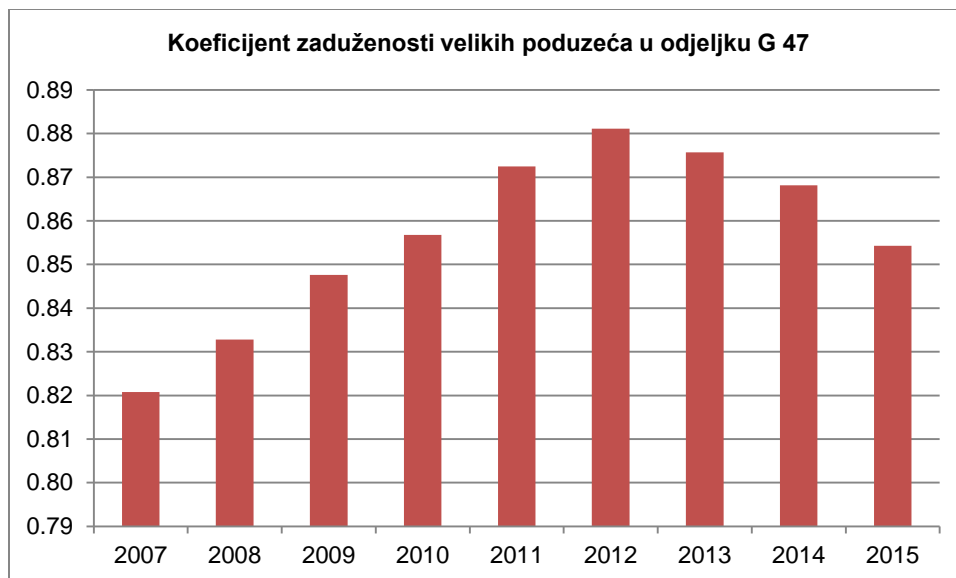
	Koeficijent zaduženosti								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	0.73	0.73	0.74	823.98	927.64	369.76	3820.98	2338.97	695.60
Medijan	0.82	0.83	0.85	0.86	0.87	0.88	0.88	0.87	0.85
	Odnos dugoročnog duga								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	0.38	0.38	0.37	0.34	0.42	0.48	-0.69	0.29	0.35
Medijan	0.38	0.29	0.30	0.34	0.35	0.29	0.35	0.21	0.20
	Koeficijent vlastitog financiranja								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	0.27	0.26	0.26	-826.15	-926.65	-368.79	-3911.11	-2337.99	-694.62
Medijan	0.17	0.16	0.15	0.14	0.12	0.11	0.12	0.12	0.13
	Odnos duga i glavnice I								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	1.55	3.02	1.81	-1.52	1.41	0.81	0.82	4.53	0.66
Medijan	0.56	0.40	0.35	0.50	0.04	0.07	0.18	0.24	0.17
	Odnos duga i glavnice II								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	15.93	15.25	14.55	6.66	12.21	-4.01	11.51	19.18	-42.54
Medijan	2.50	2.42	2.29	0.68	0.57	0.52	0.48	0.44	0.40
	Stupanj pokrića I.								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	195.18	23.86	29.50	2.29	19.19	15.81	-99.42	-96.33	-18.72
Medijan	0.78	0.72	0.65	0.62	0.61	0.59	0.67	0.76	0.82
	Stupanj pokrića II.								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	205.05	26.66	34.06	6.54	26.43	20.47	-95.10	-78.95	-12.33

Medijan	1.27	1.25	1.16	1.04	1.04	1.02	1.09	1.15	1.19
	<b>Pokriće troškova kamata</b>								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	532.16	477.55	-49.20	258.37	184.26	-10.91	109.19	442.17	990.55
Medijan	1.65	1.28	0.77	0.49	0.71	0.54	1.18	1.32	1.92
	<b>Indeks financijske poluge</b>								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	14.32	14.05	12.01	6.09	12.39	-17.18	9.95	15.42	-50.46
Medijan	2.74	2.64	2.54	1.28	1.20	1.17	1.17	1.15	1.17
	<b>Pokazatelj financijske snage</b>								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	-4.24	-0.31	-24.14	6.34	-2.31	-6.81	-2.22	-0.09	10.49
Medijan	0.02	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01
	<b>Altmanov Z- score</b>								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prosjek	15.31	12.13	-72.39	-8895.81	-8409.54	-4300.40	-43210.25	-29907.14	-7116.33
Medijan	1.24	1.12	0.76	0.26	0.14	0.01	0.24	0.43	0.75

(Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

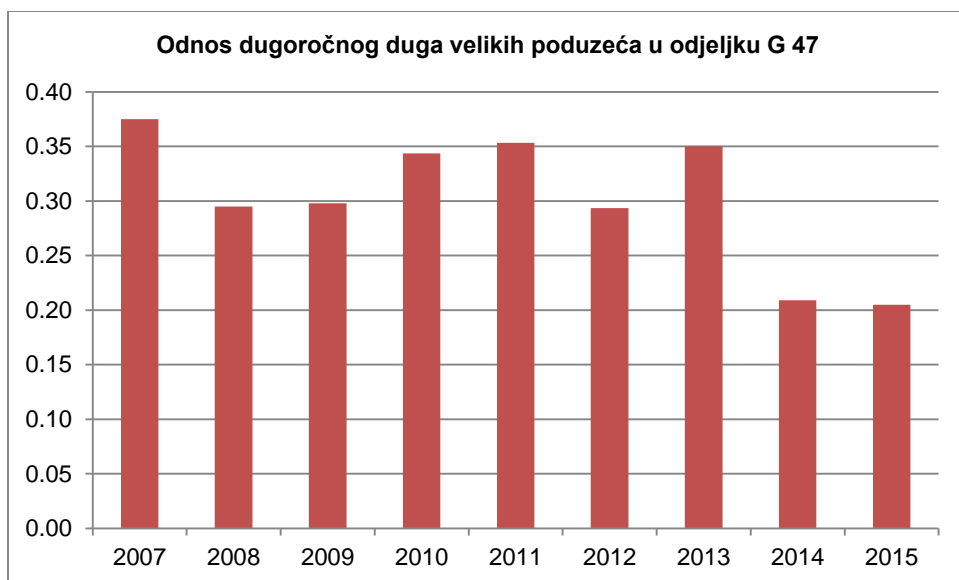
Tablica 4 sadrži podatke o izračunatim financijskim pokazateljima za velika poduzeća djelatnosti trgovine na malo osim trgovine motornim vozilima i motociklima. Prema tome distribucija koeficijenta zaduženosti za srednja poduzeća negativno je asimetrična do 2009. godine nakon čega nastupa pozitivno asimetrična distribucija. Vrijednost medijana približno je ista u svim godinama promatranja. Velika poduzeća djelatnosti G 47 s obzirom na pokazatelj koeficijenta zaduženosti smatraju se prezaduženima isto kao i ostatak djelatnosti. Grafikon 40 prikazuje kretanje koeficijenta zaduženosti u promatranom razdoblju. Koeficijent zaduženosti ima negativnu tendenciju rasta do 2012 godine nakon čega pada do kraja promatranog razdoblja. U svim godinama koeficijent je viši od graničnog 0,5 odnosno 0,67 što je negativan trend zbog čega se poduzeća potencijalno smatraju prezaduženima.





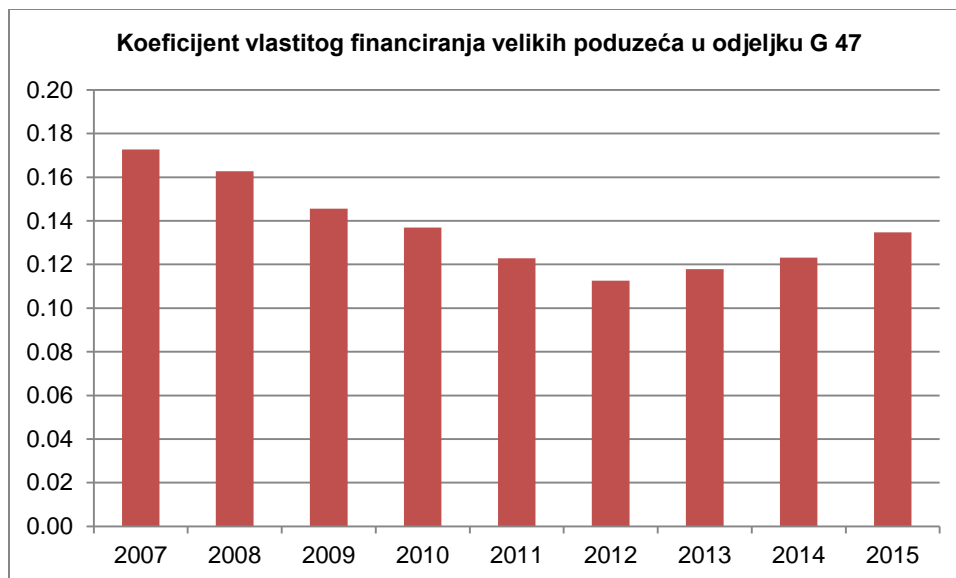
Grafikon 40 Koeficijent zaduženosti velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Distribucija pokazatelja odnosa dugoročnog duga za velika poduzeća pozitivno je asimetrična u 2008., 2009., 2011., 2012., 2014. i 2015. godini. U 2007. i 2010. godini distribucija je simetrična, a u 2013. godini distribucija je negativno asimetrična. Medijalna vrijednost prikazana na Grafikon 41 ukazuje na približno jednake vrijednosti odnosa dugoročnog duga u svim godinama, koje se kreće u rasponu od 0,20 do 0,38. Također, medijalna vrijednost je niža u 2014. i 2015. godini. S obzirom da je u svim godinama medijalna vrijednost ispod granične vrijednosti 0,5, zaključak je da se velika poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47, u ukupnoj strukturi dugoročnih oblika financiranja, u relativno maloj mjeri financiraju dugoročnim dugovima. Drugim riječima, obilježava ih relativno (umjerena) konzervativna struktura kapitala, odnosno relativno (umjereno) konzervativna uporaba financijske poluge.



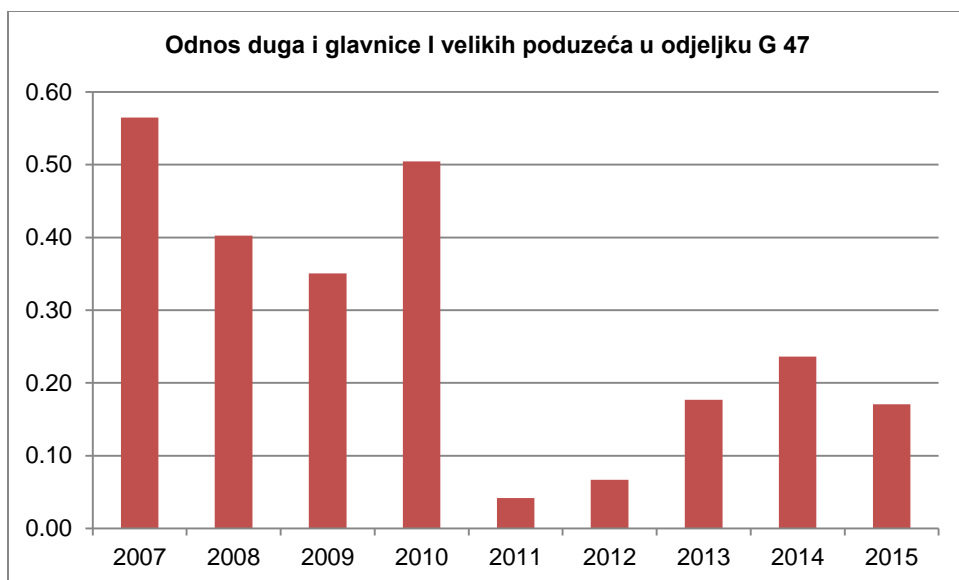
Grafikon 41 Odnos dugoročnog duga velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47  
trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do  
2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Distribucija koeficijenta vlastitog financiranja je pozitivno asimetrična do 2009. godine nakon čega je negativno asimetrična do kraja promatranog razdoblja. Vrijednost medijana ima tendenciju pada do 2012. godine. U narednim godinama medijalna vrijednost raste, no promatrajući sve godine primjećuju se približno jednake medijalne vrijednosti. Prema medijalnoj vrijednosti koeficijenta vlastitog financiranja zaključuje se da velika poduzeća ukupnu imovinu tek u manjoj mjeri financiraju iz vlastitih izvora. Kretanje koeficijenta vlastitog financiranja velikih poduzeća u promatranom razdoblju prikazano je na gGrafikon 42.



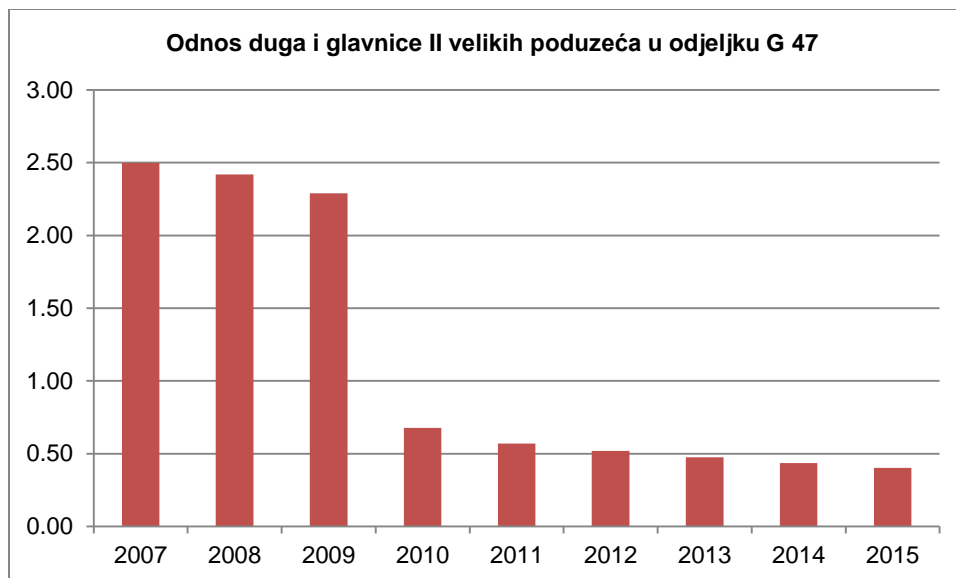
Grafikon 42 Koeficijent vlastitog financiranja velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Distribucija odnosa duga i glavnice I pozitivno je asimetrična u svim godinama osim u 2010. godini kada je negativno asimetrična. Medijalna vrijednost koja je prikazana na Grafikon 43 ima tendenciju pada do 2009. godine nakon čega slijedi rast u 2010. godini, pa pad uz blage varijacije do kraja razdoblja. S obzirom da je granični omjer vrijednosti pokazatelja 1:1, rezultati ukazuju da se velika poduzeća u analiziranoj djelatnosti u značajno manjoj mjeri financiraju dugoročnim dugovima u odnosu na financiranje glavnicom. Također, primjećuje se da se u promatranom razdoblju u 2011. i 2012. godini poduzeća medijalno relativno najmanje financiraju dugoročnim dugovima u odnosu prema glavnici. Navedeno ukazuje na relativno izrazito nizak ili nizak intenzitet upotrebe financijske poluge.



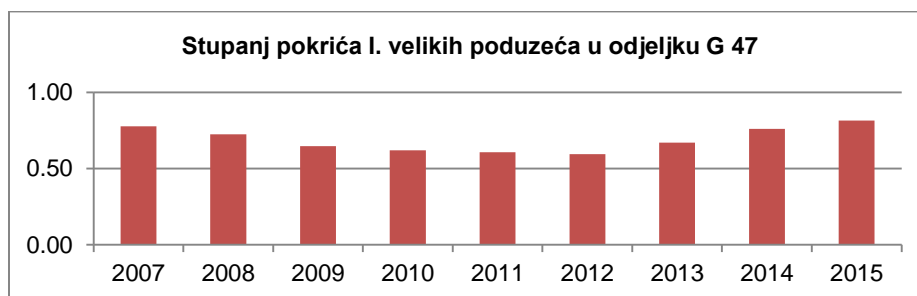
Grafikon 43 Odnos duga i glavnice I velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Distribucija pokazatelja odnosa duga i glavnice II pozitivno je asimetrična u svim godinama, osim u 2012. i 2015. kada je distribucija negativno asimetrična. Medijan pokazatelja duga i glavnice ima pozitivnu tendenciju pada u cijelom razdoblju što znači da velika poduzeća relativno promatrano smanjuju korištenje dugovima u odnosu prema financiranju glavnicom. Grafikon 44 prikazuje kretanje odnosa duga i glavnice u promatranom razdoblju za velika poduzeća. Vrijednost pokazatelja pada na zadovoljavajuću razinu nakon 2009. godine, a najmanja medijalna vrijednost pokazatelja odnosa duga i glavnice iznosila je 0,40 u 2015. godini.



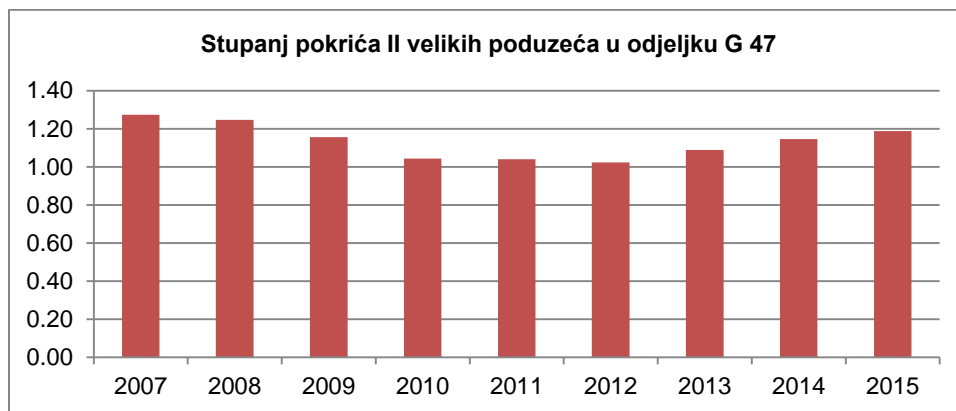
Grafikon 44 Odnos duga i glavnice II velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Za pokazatelj stupanj pokrića I distribucija je pozitivno asimetrična do 2012. godine. U razdoblju od 2013 do 2015. godine distribucija je negativno asimetrična. Medijan stupnja pokrića I u 2015. godini iznosi 0,82, što je ujedno i najveća vrijednost u promatranom razdoblju, znači da polovica velikih poduzeća dugotrajnu imovinu financira s više od 82% vlastitih sredstava, a druga polovica s manje. Sve medijalne vrijednosti promatranog razdoblja, uz blage varijacije, približno su jednakih vrijednosti. Prema kretanju medijalne vrijednosti pokazatelja stupnja pokrića I s Grafikon 45 zaključuje se da velika poduzeća dugotrajnu imovinu većinski financiraju iz vlastitih izvora.



Grafikon 45 Stupanj pokrića I velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Distribucija stupnja pokrića II pozitivno je asimetrična do 2012. godine nakon čega postaje negativno asimetrična do kraja promatranog razdoblja. Medijan stupnja pokrića II ima negativnu tendenciju pada do 2012. godine, no vrijednost raste u razdoblju od 2013. do 2015. godine. Medijalna vrijednost pokazatelja stupnja pokrića II veća je od jedan u svim godinama što dovodi do zaključka velika poduzeća odjeljka trgovine na malo osim trgovine motornim vozilima i motociklima dio kratkotrajne imovine financiraju iz dugoročnih izvora. Kretanje pokazatelja prikazano je na Grafikon 46.



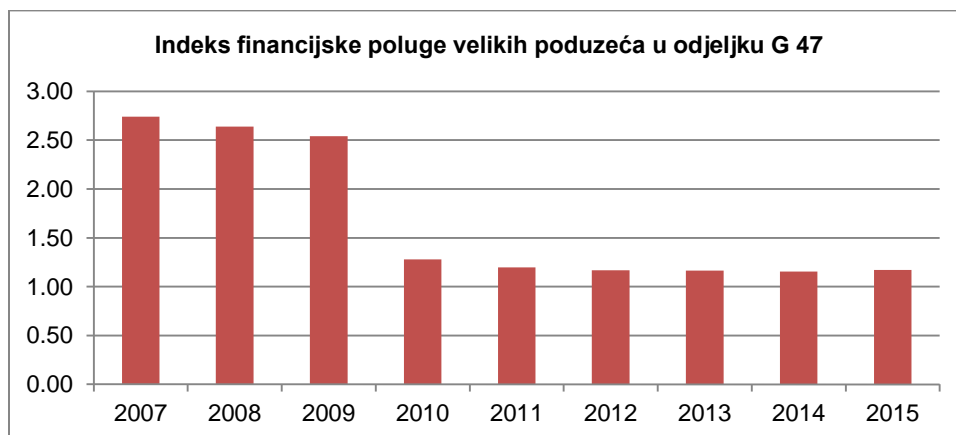
Grafikon 46 Stupanj pokrića II velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Distribucija pokrića troškova kamata pozitivno je asimetrična u svim godinama, osim 2009. i 2012. kada je negativno asimetrična. Grafikon 47 prikazuje kretanje pokrića troškova kamata velikih poduzeća. Koeficijent ima negativnu tendenciju pada do 2012. godine, dok u narednim godinama ponovno raste na zadovoljavajuću razinu što znači da poduzeća ostvaruju dovoljno zarada za podmirivanje troškova tuđih izvora financiranja.



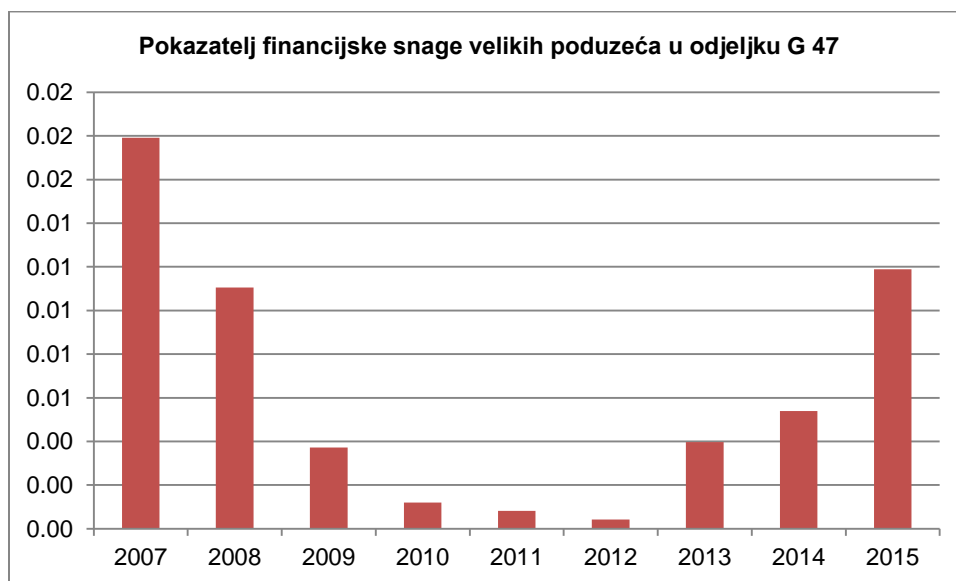
Grafikon 47 Pokriće troškova kamata velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Distribucija indeksa financijske poluge pozitivno je asimetrična u svim godinama osim u 2012. i 2015. godini. Indeks financijske poluge prikazan na Grafikon 48 ima tendenciju pada kroz sve godine, osim u 2015. kada vrijednost ponovno raste. Medijalna vrijednost pokazatelja indeksa financijske poluge, za velika poduzeća, smatra tuđe financiranje isplativijim u odnosu na vlastite izvore, no s obzirom na tendenciju pada zaključuje se da velika poduzeća sve više vlastitim financiranjem zamjenjuju tuđa. U zadnjoj godini promatranja primjećuje se porast indeksa financijske poluge, no kako bi se donio zaključak potrebno je analizirati kretanje medijalne vrijednosti u narednim godinama.



Grafikon 48 Indeks financijske poluge velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

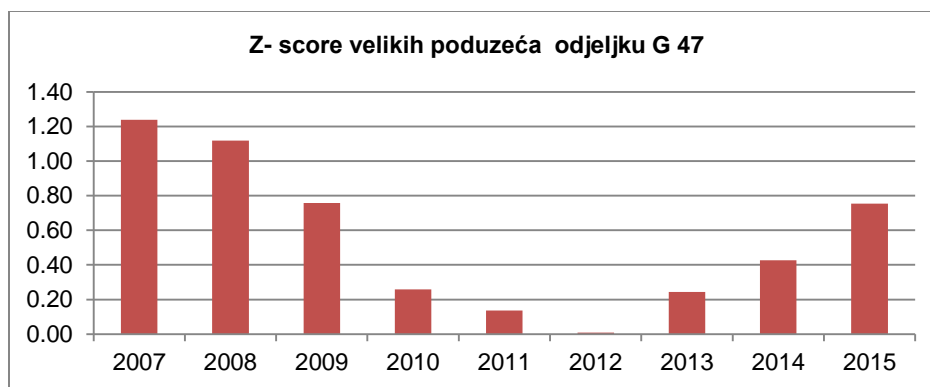
Pokazatelj financijske snage za velika poduzeća ima negativno asimetričnu distribuciju u svim promatranim godinama, osim u 2010. i 2015. godini kada je distribucija pozitivno asimetrična. . Medijalna vrijednost navedenog pokazatelja ima negativnu tendenciju pada do 2013. godine nakon čega raste za 0,1. Pokazatelj financijske snage iznosio je 0,00 u razdoblju od 2009. do 2013. godine što je jako loše. To je negativan trend pokazatelja financijske snage i ukazuje na to da velika poduzeća jedva ostvaruju dovoljno zarada za podmirenje dospjelih obaveza te se vrlo lako mogu naći u financijskim problemima. Kretanje pokazatelja financijske snage prikazano je na Grafikon 49.



Grafikon 49 Pokazatelj financijske snage velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Z- score model srednjih poduzeća ima pozitivno asimetričnu distribuciju u prve dvije godine promatranja. Od 2009. do 2015. godine distribucija za prethodno navedeni pokazatelj je negativno asimetrična. Medijalna vrijednost ima negativnu tendenciju pada do 2012. godine u kojoj iznosi svega 0,01, no u narednim razdobljima započinje rast, ali još uvijek na nezadovoljavajućoj razini. Prema medijalnoj vrijednosti može se zaključiti da dijelu velikih poduzeća prijete rizik od bankrota. Z- score model prokazan je na Grafikon 50.





Grafikon 50 Z- score velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e)

Mala i srednja poduzeća ne trguju na organiziranom tržištu kapitala, a cilj poslovanja često je održavanje i obavljanje obiteljskog posla. U skladu s time mnoga poduzeća primorana su posegnuti za tuđim izvorima financiranja što utječe na njihovu strukturu kapitala. Najčešći instrumenti financiranja hrvatskih poduzeća su krediti i leasing kao glavna alternativa bankovnom kreditu. S obzirom na nedostatak znanja i vještina te prirode rizičnosti poslovanja malih i srednjih poduzeća, najčešće prepreke s kojima se susreću je nedovoljna razina kapitala i drugih sredstava osiguranja. Samim time utječu na stavove kreditora te se susreću s užim izborom mogućnosti financiranja nego velika poduzeća. (Knežević, Has, 2018, str. 170)

Uspoređujući analizu strukture kapitala djelatnosti odjeljka G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima s analizom poduzorka poduzeća odjeljka G 47, prema veličini poduzeća, dolazi se do zaključka da su odstupanja vrijednosti pokazatelja uzorka i poduzorka minimalna.

### 5.3. Osvrt na rezultate i diskusija

Promatrano za uzorak svih poduzeća, ali i pojedinih poduzoraka poduzeća po veličini, u odjeljku djelatnosti G 47, identificirano je kretanje medijalne vrijednosti **koeficijenta zaduženosti** u intervalu od 0,82 do 0,88 što prelazi graničnu vrijednost od 0,5 odnosno 0,67 te se shodno tome djelatnost generalno potencijalno može smatrati prezaduženom. Sukladno kretanju koeficijenta zaduženosti, medijalne vrijednosti **koeficijenta vlastitog financiranja** ukazuju na izrazito nizak udio samofinanciranja poduzeća u djelatnosti trgovine na malo, koji se za cijeli uzorak i poduzorak malih i mikro poduzeća kreće između 0,12 i 0,18, za poduzorak srednje velikih

poduzeća od 0,11 do 0,18, a za poduzorak velikih poduzeća od 0,11 do 0,17. Trend kretanja medijalnih vrijednosti koeficijenta zaduženosti te, sukladno potonjem, koeficijenta vlastitog financiranja u promatranom vremenskom razdoblju od 2007. do 2015. godine oblika je obrnutog slova U odnosno oblika slova U, i to kako za cijeli uzorak poduzeća, tako i za poduzorke poduzeća po veličini. Spomenuto ukazuje na postojanje svojevrsnog trenda rasta ukupne zaduženosti kao sume kratkoročne i dugoročne zaduženosti, odnosno smanjenja udjela samofinanciranja do 2012. te trenda pada ukupne zaduženosti, odnosno povećanja udjela samofinanciranja nakon 2012. godine.

Nastavno na razmatranje stanja i kretanja koeficijenta zaduženosti i koeficijenta vlastitog financiranja, njihov kvocijent, odnosno medijan **odnosa (ukupnog) duga i glavnice II**, koji je komplementaran koeficijentu zaduženosti, poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 u analiziranom se razdoblju kontinuirano smanjuje od 2,48 u 2007. godini do 0,42 u 2015. godini za cijeli uzorak i poduzorke malih i mikro te srednje velikih poduzeća odnosno od 2,50 u 2007. godini do 0,40 u 2015. godini za poduzorak velikih poduzeća. Dodatno, u prve tri godine promatranog razdoblja (2007.-2009.) detektirane su, premda opadajuće, medijalne vrijednosti predmetnog pokazatelja koje premašuju graničnu vrijednost 2, što sugerira da u navedenim godinama ukupni dugovi, odnosno ukupne obveze više od dvostruko nadilaze vrijednost glavnica poduzeća. Nakon 2009. godine situacija se bitno mijenja u korist veće vrijednosti glavnica poduzeća u odnosu na vrijednosti ukupnih dugova (ukupnih obveza) istih, s već spomenutim trendom koji govori u prilog sve većoj dominaciji vlastitih u odnosu na tuđe oblike financiranja. Izloženo ukazuje na značajno relativno jenjavanje ukupne zaduženosti poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 i njeno svođenje u okvire granične vrijednosti od 0,67, a krajem razdoblja i one od 0,5.

Za razliku od koeficijenta zaduženosti, koeficijenta vlastitog financiranja i **odnosa (ukupnog) duga i glavnice II**, **odnos dugoročnog duga i odnos (dugoročnog) duga i glavnice I** otkrivaju postojanje određenih specifičnosti strukture kapitala, odnosno uporabe financijske poluge, poduzeća različitih kategorija veličine. Naime, dok su za uzorak svih poduzeća i poduzorak malih i mikro poduzeća medijalne vrijednost odnosa dugoročnog duga i odnosa (dugoročnog) duga i glavnice I jednake nuli u cijelom promatranom razdoblju, što ukazuje da se poduzeća medijalno ne koriste, odnosno ne financiraju dugoročnim dugom u odnosu na ukupne dugoročne oblike financiranja odnosno glavnice, medijalne vrijednosti predmetnih pokazatelja za poduzorke srednje velikih (od 0,07 do 0,39 odnosno od 0,00 do 0,51) i velikih poduzeća (od 0,20 do 0,38 odnosno od 0,04 do 0,56) upućuju na relativno slabu do umjerenu upotrebu

financijske poluge, odnosno dugoročnih tuđih izvora financiranja u strukturi kapitala odnosnih poduzeća. Na temelju stanja i kretanja navedenih medijalnih vrijednosti odnosa dugoročnog duga konstatira se egzistencija konzervativne strukture kapitala, odnosno konzervativna upotreba financijske poluge, poduzeća u odjeljku djelatnosti trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima, koja se za poduzorak mikro i malih poduzeća može ocijeniti izrazito konzervativnom, a za poduzorke srednje velikih i velikih poduzeća izrazito konzervativnom do (umjereno) konzervativnom. Također, a s obzirom na perzistenciju strukture kapitala, odnosno uporabe financijske poluge u analiziranom razdoblju, navedena se potencijalno može smatrati inherentnim obilježjem predmetne djelatnosti. Dodatno, navedeno ukazuje i na to da je varijabilnost u pokazateljima ukupne vertikalne financijske strukture, odnosno koeficijentu zaduženosti, koeficijentu vlastitog financiranja i odnosu (ukupnog) duga i glavnice II, izgledno pretežito determinirana relativnom varijabilnošću u korištenju kratkoročnih dugova.

Nadalje, pokazatelji **stupnjeva pokrića I i II** demonstriraju kretanje medijalnih vrijednosti u intervalu od 0,61 do 0,83 odnosno od 1,04 do 1,28 za cijeli uzorak i poduzorak malih i mikro poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47, s tek neznatnim diferencijama za poduzorke srednje velikih (0,60 do 0,83 odnosno 1,03 do 1,28) i velikih poduzeća (0,59 do 0,82 odnosno 1,02 do 1,27). S obzirom na preferencije da stupanj pokrića I bude što bliži vrijednosti 1, a stupanj pokrića II iznosi više od 1, može se konstatirati da je medijalno pokriće dugotrajne imovine glavnicom (stupanj pokrića I) odnosno glavnicom uvećanom za dugoročne obveze (stupanj pokrića II) u cijelom promatranom razdoblju zadovoljavajuće, sugerirajući, kongruentno zlatnim pravilima financiranja, na adekvatnu horizontalnu financijsku strukturu i likvidnost predmetnih poduzeća. U kontekstu kretanja u razdoblju od 2007. do 2015. godine uočava se, s aspekta zlatnih pravila financiranja, generalno negativan trend do 2012. godine, nakon čega slijedi trend rasta, odnosno oporavka navedenih pokazatelja te shodno tome prikladnosti horizontalne strukture financiranja i likvidnosti poduzeća.

Nastavljajući se na prethodno, i kretanje **pokrića troškova kamata**, kao uostalom i kretanje koeficijenta vlastitog financiranja te kretanje stupnjeva pokrića I i II može se ilustrirati oblikom slova U. Međutim, za razliku od kretanja stupnjeva pokrića I i II koje je, premda u obliku slova U, u cijelom razdoblju na zadovoljavajućoj razini, kretanje pokrića troškova kamata sredinom je razdoblja, konkretno u razdoblju od 2009.-2012. godine, nepovoljno s medijalnim vrijednostima pokazatelja nižima od jedan, i to kako za cijeli uzorak, tako i za poduzorke poduzeća promatranog odjeljka djelatnosti po veličini. Početkom razdoblja (2007.-2008.) i krajem razdoblja

(2013.-2015.) vrijednosti pokrića troškova kamata ukazuju na zadovoljavajuću sposobnost servisiranja fiksnog tereta dugova poduzeća u djelatnosti trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima, s negativnim trendom početkom odnosno pozitivnim trendom krajem razdoblja. Specifično, medijani pokrića troškova kamata u razdoblju od 2007. do 2015. za cijeli uzorak poduzeća i poduzorak mikro i malih poduzeća kreću se od 0,62 do 1,92, za poduzorak srednje velikih poduzeća od 0,52 do 1,91 te za poduzorak velikih poduzeća od 0,49 do 1,92.

Uvažavajući indikacije financiranja poduzeća, na temelju medijalnih vrijednosti **indeksa financijske poluge** većima od 1 u cijelom analiziranom razdoblju i za sve (pod)uzorke poduzeća, zaključuje se kako je poduzećima u djelatnosti trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima isplativije financiranje iz tuđih izvora. Međutim, a s obzirom na identificirani kontinuitet pada medijana spomenutog indeksa u promatranom razdoblju, navedena isplativost neprekidno slabi tj. poduzećima se u razdoblju 2007.-2015. sve manje isplati financirati iz tuđih izvora. Konkretno, medijalna vrijednost indeksa financijske poluge u razdoblju od 2007. do 2015. godine pada za cijeli uzorak i poduzorak mikro i malih poduzeća od 2,72 do 1,19, za poduzorak srednje velikih poduzeća od 2,73 do 1,19 te za poduzorak velikih poduzeća od 2,74 do 1,15. Negativan trend kretanja medijana indeksa financijske poluge koji sugerira na sve manju isplativost korištenja tuđih izvora financiranja potencijalno objašnjava trend kretanja odnosa (ukupnog) duga i glavnice u smjeru relativno sve većeg financiranja vlasničkom glavnicom naspram tuđem financiranju, odnosno financiranju kratkoročnim i dugoročnim obvezama.

Naposljetku, medijalne vrijednosti **pokazatelja financijske snage** (cijeli uzorak: 0,08-0,29; poduzorak mikro i malih poduzeća: 0,08-0,29; poduzorak srednje velikih poduzeća: 0,00-0,02; poduzorak velikih poduzeća:0,00-0,02) i **Altmanova Z-scorea** (cijeli uzorak: 0,35-1,28; poduzorak mikro i malih poduzeća: 0,35-1,28; poduzorak srednje velikih poduzeća: 0,32-0,1,26; poduzorak velikih poduzeća:0,01-1,24) u svim promatranim godinama i za sva poduzeća općenito te za pojedine poduzorke poduzeća po veličini ukazuju na situaciju za koju ju je teško procijeniti je li dobra ili loša odnosno upozoravaju na opasnost od bankrota ili svrstavaju poduzeća u odabranu djelatnost u sivu zovu, koju karakterizira atribut da poduzeća u istoj nisu ni stabilna niti pred bankrotom. Unatoč identificiranoj lošoj poslovnoj izvrsnosti i opasnosti od financijskih poteškoća, odnosno stečaja, U oblici kretanja pokazatelja financijske snage odnosno Altmanova Z-scorea upućuju na pozitivan trend krajem promatranog razdoblja (2012.-2015.).

## 6. Zaključak

Predmet ovog diplomskog rada je analiza strukture kapitala u djelatnosti trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u Republici Hrvatskoj. Sukladno tome, opći cilj rada bio je identificirati strukturu kapitala poduzeća u djelatnosti trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u Republici Hrvatskoj. Specifični ciljevi sastojali su se u prethodnoj teorijskoj analizi područja strukture kapitala, a potom i u empirijskoj analizi strukture kapitala predmetnog odjeljka djelatnosti u cjelini, kao i po kategorijama veličine poduzeća. Razdoblje promatranja odnosi se na devetogodišnje razdoblje od 2007. godine do 2015. godine. Struktura kapitala analizirana je korištenjem sljedećih pokazatelja: koeficijenta zaduženosti, odnosa dugoročnog duga, koeficijenta vlastitog financiranja, odnosa duga i glavnice, stupnjeva pokrića I i II, pokrića troškova kamata i indeksa financijske poluge. Također, analiza obuhvaća dva dodatna pokazatelja: pokazatelj financijske snage i Altmanov Z- score. Provedena je analiza strukture kapitala cijelog uzorka, kao i poduzoraka poduzeća po veličini.

Zaključak analize strukture kapitala u djelatnosti trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima, može se sintetizirati u širem smislu, s aspekta ukupne vertikalne odnosno horizontalne financijske strukture, te u užem smislu, u kontekstu vertikalne financijske strukture dijela pasive, konkretno njenog dugoročnog dijela, odnosno strukture kapitala. Dodatno, temeljem utvrđene poslovne izvrsnosti i vjerojatnosti nastajanja financijskih poteškoća potencijalno se ocjenjuje njihova adekvatnost.

U širem smislu, kroz prizmu ukupne financijske strukture, a na temelju koeficijenta zaduženosti, koeficijenta vlastitog financiranja i odnosa (ukupnog) duga i glavnice I, utvrđuje se visoka razina ukupne zaduženosti poduzeća s trendom smanjenja iste od sredine razdoblja odnosno, u kontekstu odnosa ukupnog duga i glavnice, u kontinuitetu od početka razdoblja. Nastavno, na temelju stupnjeva pokrića I i II, horizontalna financijska struktura ocjenjuje se relativno zadovoljavajućom uz, pozitivan, s aspekta zlatnih pravila financiranja, i trend ponovnog doseganja vrijednosti s početka razdoblja, od 2012. do 2015. godine. Konačno, u užem smislu, na osnovi odnosa dugoročnog duga, odnosa (dugoročnog) duga i glavnice II i indeksa financijske poluge, konstatira se postojanje medijalno izrazito do (umjereno) konzervativne strukture kapitala u kojoj dominira učešće vlasničke glavnice naspram udjela dugoročnih dugova. Drugim riječima, identificira se relativno izrazito nizak ili nizak intenzitet upotrebe financijske poluge potenciran činjenicom smanjenja njene isplativosti u analiziranom razdoblju.

Specifično, Također, evidentna je perzistencija identificirane strukture kapitala u cijelom promatranom razdoblju, zbog čega se ista potencijalno može smatrati inherentnom karakteristikom predmetnog odjeljka djelatnosti. Navedeno ukazuje i na to da je varijabilnost u pokazateljima ukupne vertikalne financijske strukture očigledno dominantno potencirana relativnom varijabilnošću u financiranju kratkoročnim dugovima. Naposljetku, premda generalno nepovoljni, pokazatelji poslovne izvrsnosti i opasnosti od financijskih poteškoća bilježe pozitivan trend od sredine razdoblja, što se, bez detaljnije analize, ugrubo može provocirati adekvatnošću financijskih struktura odnosno strukture kapitala poduzeća u odjeljku djelatnosti trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima.

## 7. Popis literature

### Knjige

1. Brealey, R., Myers, S., Allen, F., (2010), *Principles of Corporate Finance, 10th edition*, Burr Ridge, Illinois, U.S.A.
2. Brigham, E., Ehrhardt, M., (2010), *Financial management theory and practice 13e*, Cengage Learning
3. Brigham, E., (2007), *Intermediate Financial Management 9e*, Thomson Southwestern
4. Damodaran, A. (2010), *Applied Corporate Finance 3rd edition.*, John Wiley and Sons Ltd
5. Orsag, S. (2015), *Poslovne financije*. Zagreb, AVANTIS
6. Sharpe, W., Aleksander, G., Bailey, J., (1995), *Investments, 6th edition*, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey
7. Vidučić, Lj. (2012), *Financijski menadžment*, RRI F, Zagreb

### Članci s interneta

1. Anić, I. D. (2002), *Razvitak hrvatske maloprodaje i ekonomsko okruženje*. Preuzeto 25.5.2020. sa <https://hrcak.srce.hr/28383>
2. BeniĆ, Đ. (2008), *Problem Osiguranja maksimalnog zalaganja radnika*. Preuzeto 10.5.2020. sa [https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=61662](https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=61662)
3. Bogdan, S., Bareša, S., Hađina, V. (2019), *Testiranje primjenjivosti Altmanovog Z- score modela za predviđanje stečaja u Republici Hrvatskoj*. Preuzeto 28.8.2020 sa <https://hrcak.srce.hr/231796>
4. Bolfek, B., Stanić, M., Knežević, S. (2012), *Vertikalna i horizontalna financijska analiza poslovanja tvrtke*. Preuzeto 24.8. 2020. sa <https://hrcak.srce.hr/84754>
5. Bujan, I., Vugrinec, M. (2014), *Specifičnost financiranja SME sektora u Hrvatskoj u odnosu na zemlje EU*. Preuzeto 21.5.2020. sa [https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=190378](https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=190378)

6. Bukovšak, M., Lukinić Čardić, G., Ranilović, N. (2017), *Struktura tokova kapitala i devizni tečaj: primjer Hrvatske*. Preuzeto 21.5. 2020. sa <https://www.hnb.hr/documents/20182/2030174/i-049.pdf/3031e76b-739f-48fb-9cfe-98109b224b7b>
7. Cerović, Lj., Zaninović, V., Dukić, N. (2011), *Utjecaj vlasničke i kapitalne strukture na kretanje agencijskih troškova: studija slučaja vlasnički nisko koncentriranih poduzeća Republike Hrvatske*. Preuzeto 21.5.2020. sa [https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=112279](https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=112279)
8. Cole, A. (2013), *What Do We Know about the Capital Structure of Privately Held US Firms? Evidence from the Surveys of Small Business Finance*. Preuzeto 29.8. 2020. sa [https://www.researchgate.net/publication/24115788\\_What\\_Do\\_We\\_Know\\_about\\_the\\_Capital\\_Structure\\_of\\_Privately\\_Held\\_US\\_Firms\\_Evidence\\_from\\_the\\_Surveys\\_of\\_Small\\_Business\\_Finance](https://www.researchgate.net/publication/24115788_What_Do_We_Know_about_the_Capital_Structure_of_Privately_Held_US_Firms_Evidence_from_the_Surveys_of_Small_Business_Finance)
9. Harc, M. (2019), *Struktura kapitala malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj*. Preuzeto 10.5. 2020. sa <https://hrcak.srce.hr/221255>
10. Huška, D. (2017), *Utjecaj globalizacije na područje trgovine na malo u Hrvatskoj 1997.-2016. godine*. Preuzeto 28.8.2020. sa <https://hrcak.srce.hr/190858>
11. Ježovita, A. (2018), *Specifičnosti analize financijskih izvještaja proračunskih korisnika*. Preuzeto 24.7. 2020. sa <https://hrcak.srce.hr/212455>
12. Ježovita, A., Žager, L. (2014), *Ocjena zaduženosti poduzeća pokazateljima profitabilnosti*. Preuzeto 21.5. 2020. sa [https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=184180](https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=184180)
13. Kereta, J., Barišić, D. (2019), *Predviđanje predstečaja odabranog poduzeća temeljem izračuna Altmanovog Z–score pokazatelja i BEX pokazatelja*. Preuzeto 28.8.2020. sa <https://hrcak.srce.hr/230513>
14. Knežević, D., Has, M. (2018), *Financiranje malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj i usporedba s Europskom unijom*. Preuzeto 28.8.2020. sa <https://hrcak.srce.hr/202736>
15. Kontuš, E. (2018), *Dugoročno financiranje rasta dioničkih društava*. Preuzeto 5.5. 2020. sa <https://repository.efri.uniri.hr/islandora/object/efri%3A1762/datastream/PDF/view>



16. Martišković, Ž. (2017), *Financijski menadžment*, Veleučilište u Karlovcu. Preuzeto 9.5.2020. sa [https://www.vuka.hr/fileadmin/user\\_upload/knjiznica/on\\_line\\_izdanja/Zeljko\\_Martiskovic-Financijski\\_menadzment.pdf](https://www.vuka.hr/fileadmin/user_upload/knjiznica/on_line_izdanja/Zeljko_Martiskovic-Financijski_menadzment.pdf)
17. Nguyen, P., Shekhar, C. (2007), *The Capital Structure of Japanese Firms: A Partial Adjustment Analysis*. Preuzeto 29.8.2020. sa [https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID1010265\\_code89702.pdf?abstractid=1010265&mirid=1](https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1010265_code89702.pdf?abstractid=1010265&mirid=1)
18. Pecina, E., Orsag, S. (2014), *Capital structure of Croatian Enterprises*. Preuzeto 21.5.2020. sa [https://pdfs.semanticscholar.org/2e6f/fafe8e1a53f074bd65d1f4ca4a429ad060b4.pdf?\\_ga=2.161481340.1568805556.1590062168-71922737.1590062168](https://pdfs.semanticscholar.org/2e6f/fafe8e1a53f074bd65d1f4ca4a429ad060b4.pdf?_ga=2.161481340.1568805556.1590062168-71922737.1590062168)
19. Penavin, S., Šarlija, N. (2010), *Pojave u kretanju strukture kapitala hrvatskih poduzeća u predrecesijskom razdoblju*. Preuzeto 10.5.2020. sa [https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=94789](https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=94789)
20. Rajan, R., Zingales, L. (1995), *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*. Preuzeto 10.5.2020. sa <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
21. Šarlija, N., Penavin, S., Harc, M. (2009), *Predviđanje nelikvidnosti poduzeća u Hrvatskoj*. Preuzeto 12.8. 2020. sa <https://hrcak.srce.hr/44422>
22. Šestanović, A., Horvat, Đ., Tomić, B. (2018), *Ispitivanje teorije hijerarhije financijskih izbora na hrvatskom tržištu kapitala*. Preuzeto 8.6. 2020. sa [https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id\\_clanak\\_jezik=288191](https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=288191)
23. Tadić T. (2017), *Aritmetička sredina i standardna devijacija*. Preuzeto 24.7. 2020. sa <https://hrcak.srce.hr/189779>
24. Tadić, T. (2017), *Medijan i kvantili*. Preuzeto 24.7. 2020. sa <https://hrcak.srce.hr/200920>
25. Učkar, D. (2007), *Mogućnosti optimizacije financijske strukture poduzeća u RH*. Preuzeto 28.4. 2020. sa <https://hrcak.srce.hr/21462>

26. Vidučić, Lj. (2001), *Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala*. Preuzeto 27.4. 2020. sa <https://hrcak.srce.hr/28757>
27. Vukoja, B. (bez dat.), *Primjena analize financijskih izvješća pomoću ključnih financijskih pokazatelja kao temelj donošenja poslovnih odluka*. Preuzeto 24.7. 2020. sa <http://www.revident.ba/public/files/primjena-analize-financijskih-izvjestaja-pomocu-kljucnih-financijskih-pokazatelja.pdf>
28. Žager, Lj., Ježovita, A. (2007), *Utjecaj strukture imovine poduzeća na ocjenu likvidnosti*. Preuzeto 12.8. 2020. sa <https://hrcak.srce.hr/202156>

## Zakoni

1. Zakon o Nacionalnoj klasifikaciji djelatnosti NN 98/94 (NN 58/2007.) a. Preuzeto 21.4. 2020. sa [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2007\\_06\\_58\\_1870.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2007_06_58_1870.html)
2. Zakon o Nacionalnoj klasifikaciji djelatnosti NN 98/94 (NN 58/2007.) b. Preuzeto 25.5. 2020. sa [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2007\\_06\\_58\\_1870.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2007_06_58_1870.html)
3. Zakon o trgovini NN 68/13, članak 3. (NN 20.03.2020.) a. Preuzeto 25.5.2020. sa <https://www.zakon.hr/z/175/Zakon-o-trgovini>
4. Zakon o trgovini NN 68/13, članak 9. (NN 20.03.2020.) b. Preuzeto 25.5.2020. sa <https://www.zakon.hr/z/175/Zakon-o-trgovini>

## Ostali izvori

1. Alpha Capitalis tim (26.6. 2019.). *8 čimbenika koji utječu na kapitalnu strukturu*. Preuzeto 20.5. 2020. sa <https://alphacapitalis.com/2019/06/26/8-cimbenika-koji-utjecu-na-kapitalnu-strukturu/>
2. Alpha Capitalis tim (19.2. 2018.). *Financijski omjeri i indikatori: Likvidnost, Zaduzenost, Aktivnost...* Preuzeto 8.9.2020. sa <https://alphacapitalis.com/2018/02/19/financijski-omjeri-i-indikatori-likvidnost-zaduzenost-aktivnost/>
3. Ante Vidović (bez dat.). *Poslovanje u trgovini* Preuzeto 25.5.2020. sa <https://www.rrif.hr/dok/propisi/trgovina/1.PDF>

4. *Rast prometa u trgovini na malo 3,5 posto godišnje*, (2017). Preuzeto 6.9. 2020. sa <https://www.hgk.hr/rast-prometa-u-trgovini-na-malo-35-posto-godisnje>
5. Državni zavod za statistiku (bez dat.). *Metodologija za statističku primjenu nacionalne klasifikacije djelatnosti 2007. – nkd 2007.*<sup>1</sup> Preuzeto 25.5.2020. sa <http://www.propisi.hr/print.php?id=7048>
6. Državni zavod za statistiku (2016). *Zaposlenost i plaće u 2015.* Preuzeto 24.7. 2020. sa [https://www.dzs.hr/Hrv\\_Eng/publication/2016/SI-1574.pdf](https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/publication/2016/SI-1574.pdf)
7. Državni zavod za statistiku (2017). *Zaposlenost i plaće u 2016.* Preuzeto 24.7. 2020. sa [https://www.dzs.hr/Hrv\\_Eng/publication/2017/SI-1603.pdf](https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/publication/2017/SI-1603.pdf)
8. Državni zavod za statistiku (2018). *Zaposlenost i plaće u 2017.* Preuzeto 24.7. 2020. sa [https://www.dzs.hr/Hrv\\_Eng/publication/2018/SI-1625.pdf](https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/publication/2018/SI-1625.pdf)
9. Državni zavod za statistiku (2019). *Zaposlenost i plaće u 2018.* Preuzeto 24.7. 2020 sa [https://www.dzs.hr/Hrv\\_Eng/publication/2019/SI-1648.pdf](https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/publication/2019/SI-1648.pdf)
10. Državni zavod za statistiku (29.5.2020.). *Statistika u nizu.* Preuzeto 19.6. 2020. sa <https://www.dzs.hr/Hrv/publication/StatisticsInLine.htm#>
11. Ekonomski rječnik (bez dat.). *Struktura kapitala.* Preuzeto 20.4. 2020. sa <http://www.ekonomskirjecnik.com/definicije/struktura-kapitala.html>
12. Eurostat (bez dat.). *Metadata.* Preuzeto 25.5.2020. sa [https://ec.europa.eu/eurostat/ramon/nomenclatures/index.cfm?TargetUrl=DSP\\_NOM\\_DTL\\_VIEW&StrNom=NACE\\_REV2&StrLanguageCode=HR&IntPcKey=18508874&IntKey=18510944&StrLayoutCode=HIERARCHIC&IntCurrentPage=1](https://ec.europa.eu/eurostat/ramon/nomenclatures/index.cfm?TargetUrl=DSP_NOM_DTL_VIEW&StrNom=NACE_REV2&StrLanguageCode=HR&IntPcKey=18508874&IntKey=18510944&StrLayoutCode=HIERARCHIC&IntCurrentPage=1)
13. Study Finance (bez dat.) *Financial Leverage Index.* Preuzeto 28.8. 2020. sa <https://studyfinance.com/financial-leverage-index/>
14. Hrvatska gospodarska komora (28.6. 2019.). *Maloprodajni promet pao prvi put nakon 56 mjeseci kontinuiranog rasta.* b. Preuzeto 25.5. 2020. sa <https://www.hgk.hr/maloprodajni-promet-pao-prvi-put-nakon-56-mjeseci-kontinuiranog-rasta>

15. Hrvatska narodna banka (bez dat.). *Makroekonomska kretanja i prognoze, godina IV, srpanj 2019.* Preuzeto 25.5.2020. sa [https://www.hnb.hr/documents/20182/2846539/hMKP\\_06.pdf](https://www.hnb.hr/documents/20182/2846539/hMKP_06.pdf)
16. Hrvatski sabor (bez dat.). *Obrazloženje makroekonomskih pokazatelja u prvom polugodištu 2019. godine.* Preuzeto 25.5.2020. sa [https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2019-09-13/101406/6\\_OBRAZLOZENJE\\_MAKROEKONOMSKI\\_POKAZATELJI.pdf](https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2019-09-13/101406/6_OBRAZLOZENJE_MAKROEKONOMSKI_POKAZATELJI.pdf)
17. Ivona Bačelić Grgić (bez dat.). *Pregled osnovnih pokazatelja u trgovini – kretanja u trgovini na malo.* a. Preuzeto 25.5.2020. sa <https://www.hgk.hr/documents/brosuraanalizatrgovinenamalou201557b57aa1867f0.pdf>
18. Janka Dozan (30.5.2019.). *Maloprodaja ostaje solidno uporište rasta u II. kvartalu.* Preuzeto 25.5.2020. sa <https://www.poslovni.hr/hrvatska/maloprodaja-ostaje-solidno-uporiste-rasta-u-ii-kvartalu-353833>
19. *Metodološka objašnjenja,* (bez. dat). Preuzeto 6.9. 2020. sa <https://www.dzs.hr/Hrv/DBHomepages/Trgovina%20na%20malo/metodologija.htm>
20. *Rast prometa trgovine na malo u Hrvatskoj i u zemljama EU-a,(2019).* Preuzeto 6.9.2020. sa <https://www.teb.hr/novosti/2019/rast-prometa-trgovine-na-malo-u-hrvatskoj-i-u-zemljama-eu-a/>
21. Šarlija, 2009. *Financijska analiza.* Predavanja za kolegij 'Financijski management za poduzetnike I. Ekonomski fakultet u Osijeku Preuzeto 8.9. 2020. sa [http://www.efos.unios.hr/financijski-menadzment-za-poduzetnike/wp-content/uploads/sites/144/2013/04/microsoft\\_word\\_-\\_financijska\\_analiza.doc.pdf](http://www.efos.unios.hr/financijski-menadzment-za-poduzetnike/wp-content/uploads/sites/144/2013/04/microsoft_word_-_financijska_analiza.doc.pdf)
22. WMD HOSING (bez.dat.). *Rječnik financijskih pojmova.* Preuzeto 14.7. 2020. sa <https://webhosting-wmd.hr/rjecnik-pojmova-i/web>

## 8. Popis slika, grafikona, tablica i formula

### POPIS SLIKA

Slika 1 Oblici financiranja (Izvor: izrada autora prema Orsag, 2015, str.667 .....	6
Slika 2 MM poučak s porezom na dobit (Izvor: izrada autora prema Orsag, 2015, str 737) .....	12
Slika 3 Razvrstavanje jedinica prema skupinama i razredima odjeljka G 47 Trgovina na malo (Izvor: izrada autora prema <i>Metodologija za statističku primjenu nacionalne klasifikacije djelatnosti 2007. – nkd 2007.</i> , bez dat).....	27

### POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1 Osnovne komponente strukture kapitala (Izvor: izrada autora prema Orsag, 2015, str. 543).....	4
Grafikon 2 Broj poduzeća u odjeljku G 47 trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima po kategorijama veličine poduzeća u razdoblju od 2008. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e).....	29
Grafikon 3 Udio zaposlenih u djelatnosti trgovine prema odjeljcima NKD-a- od 2015. do 2018. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima DZS-a.).....	31
Grafikon 4 Kretanje prometa u djelatnosti trgovine prema odjeljcima NKD-a- od 2005. do 2019. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima DZS-a.).....	32
Grafikon 5 Struktura imovine u odjeljku G 47 djelatnosti trgovine na malo, u razdoblju od 2007. do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	33
Grafikon 6 Profitabilnost u odjeljku G 47 djelatnosti trgovine na malo, u razdoblju od 2007. do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	34
Grafikon 7 Koeficijent zaduženosti poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e).....	44
Grafikon 8 Odnos dugoročnog duga u odjeljku djelatnosti G 47 trgovine na malo, osim trgovina motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e).....	45

Grafikon 9 Koeficijent vlastitog financiranja poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e).....	46
Grafikon 10 Odnos duga i glavnice I poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e).....	46
Grafikon 11 Odnos duga i glavnice II poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e).....	47
Grafikon 12 Stupanj pokrića I poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	48
Grafikon 13 Stupanj pokrića II poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	48
Grafikon 14 Pokriće troškova kamata poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e).....	49
Grafikon 15 Indeks financijske poluge poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e).....	50
Grafikon 16 Pokazatelj financijske snage poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e).....	51
Grafikon 17 Pokazatelj financijske snage poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e).....	52
Grafikon 18 Koeficijent zaduženosti mikro i malih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	54
Grafikon 19 Odnos dugoročnog duga mikro i malih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	55

Grafikon 20 Koeficijent vlastitog financiranja mikro i malih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e).....	56
Grafikon 21 Odnos duga i glavnice I mikro i malih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	57
Grafikon 22 Odnos duga i glavnice II mikro i malih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	58
Grafikon 23 Stupanj pokrivača I mikro i malih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e).....	58
Grafikon 24 Stupanj pokrivača II mikro i malih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e).....	59
Grafikon 25 Pokriće troškova kamata mikro i malih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	60
Grafikon 26 Indeks financijske poluge mikro i malih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	60
Grafikon 27 Pokazatelj financijske snage mikro i malih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	61
Grafikon 28 Z- score model mikro i malih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e).....	62
Grafikon 29 Koeficijent zaduživanja srednje velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	64
Grafikon 30 Odnos dugoročnog duga srednje velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	65

Grafikon 31 Koeficijent vlastitog financiranja srednje velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e).....	66
Grafikon 32 Odnos duga i glavnice I srednje velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	66
Grafikon 33 Odnos duga i glavnice II srednje velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	67
Grafikon 34 Stupanj pokrića I srednje velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	68
Grafikon 35 Stupanj pokrića II srednje velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	68
Grafikon 36 Pokriće troškova kamata srednje velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	69
Grafikon 37 Indeks financijske poluge srednje velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	70
Grafikon 38 Pokazatelj financijske snage srednje velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e).....	71
Grafikon 39 Z- score model srednje velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e).....	71
Grafikon 40 Koeficijent zaduženosti velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e).....	74
Grafikon 41 Odnos dugoročnog duga velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	75



Grafikon 42 Koeficijent vlastitog financiranja velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	76
Grafikon 43 Odnos duga i glavnice I velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	77
Grafikon 44 Odnos duga i glavnice II velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	78
Grafikon 45 Stupanj pokrića I velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	78
Grafikon 46 Stupanj pokrića II velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	79
Grafikon 47 Pokriće troškova kamata velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	80
Grafikon 48 Indeks financijske poluge velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	80
Grafikon 49 Pokazatelj financijske snage velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	81
Grafikon 50 Z- score velikih poduzeća u odjeljku djelatnosti G 47 trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. godine do 2015. godine. (Izvor: izrada autora prema podacima FINA-e) .....	82

## POPIS TABLICA

Tablica 1 Financijski pokazatelji poduzeća u odjeljku G 47 trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine.....42

Tablica 2 Financijski pokazatelji mikro i malih poduzeća u odjeljku G 47 trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine. ....53

Tablica 3 Financijski pokazatelji srednje velikih poduzeća u odjeljku G 47 trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine. ....62

Tablica 4 Financijski pokazatelji velikih poduzeća u odjeljku G 47 trgovine na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima u razdoblju od 2007. do 2015. godine. ....72

## POPIS FORMULA

Izraz 1 .....	10
Izraz 2 .....	11
Izraz 3 .....	13
Izraz 4 .....	33
Izraz 5 .....	36
Izraz 6 .....	36
Izraz 7 .....	36
Izraz 8 .....	37
Izraz 9 .....	37
Izraz 10 .....	38
Izraz 11 .....	38
Izraz 12 .....	39
Izraz 13 .....	39
Izraz 14 .....	40
Izraz 15 .....	40
Izraz 16 .....	40
Izraz 17 .....	40
Izraz 18 .....	40
Izraz 19 .....	40