

# TEORIJE KAPITALNE STRUKTURE

---

**Kaša, Stjepan**

**Undergraduate thesis / Završni rad**

**2020**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Split / Sveučilište u Splitu**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:228:149093>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-03-17**



*Repository / Repozitorij:*

[Repository of University Department of Professional Studies](#)



**SVEUČILIŠTE U SPLITU**

**SVEUČILIŠNI ODJEL ZA STRUČNE STUDIJE**

Preddiplomski stručni studij Računovodstvo i financije

**STJEPAN KAŠA**

**ZAVRŠNI RAD**

**TEORIJE KAPITALNE STRUKTURE**

Split, rujan 2020.

**SVEUČILIŠTE U SPLITU**

**SVEUČILIŠNI ODJEL ZA STRUČNE STUDIJE**

Preddiplomski stručni studij Računovodstvo i financije

**STJEPAN KAŠA**

**ZAVRŠNI RAD**

**TEORIJE KAPITALNE STRUKTURE**

Split, rujan 2020.

# SVEUČILIŠTE U SPLITU

## SVEUČILIŠNI ODJEL ZA STRUČNE STUDIJE

Preddiplomski stručni studij Računovodstvo i financije

**Predmet:** Financije poduzeća 1

## ZAVRŠNI RAD

**Kandidat:** Stjepan Kaša

**Naslov rada:** Teorije kapitalne strukture

**Mentor:** dr.sc. Marko Miletić, profesor visoke škole

Split, rujan 2020.

# Sadržaj

SAŽETAK.....	2
SUMMARY .....	3
1. Uvod.....	4
2. Struktura kapitala.....	5
2.1 Općenito o strukturi kapitala .....	5
2.2 Donošenje odluke o strukturi kapitala .....	6
2.3 Struktura kapitala i korporativni porezi.....	8
3. Politika strukture kapitala i financijska poluga.....	10
3.1 Politika strukture kapitala.....	10
3.2 Financijska poluga.....	11
3.3 Poslovni i financijski rizik .....	14
3.4 Financiranje iz dugoročnih izvora .....	14
4. Teorije strukture kapitala .....	17
4.1 Miller - Modigliani teorija.....	17
4.2 Tradicionalna teorija strukture kapitala.....	20
4.3 Teorija izbora (agencijski modeli).....	21
4.4 Pristup asimetričnih informacija.....	23
5. Model strukture kapitala malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj.....	25
6. Zaključak.....	27
POPIS LITERATURE .....	28
POPIS SLIKA .....	29
POPIS GRAFOVA I TABLICA.....	29

# SAŽETAK

## TEORIJE KAPITALNE STRUKTURE

Odluka o financiranju nekog poduzeća jedna je od najvažnijih odluka koje financijski menadžeri moraju razmotriti i odrediti na financijskom tržištu. Ona uključuje brojne čimbenike koje treba razraditi kako bi se postigla profitabilnost, podmirile obveze, ostvarila dobit te postiglo uspješno poslovanje nekog poduzeća. S tim u skladu osim imovine menadžeri moraju odrediti strukturu kapitala u poduzeću.

Struktura kapitala predstavlja izvor financiranja poduzeća odnosno spoj vlastitog kapitala kao i duga kojim se poduzeće financira. To je zapravo omjer dužničkog i vlastitog kapitala nekog poduzeća. Dok financijska struktura mjeri cjelokupnu pasivu poduzeća, kapitalna struktura podrazumijeva samo dugoročne izvore financiranja. Svrha analiziranja i određivanja strukture kapitala je ta što omogućuje menadžerima određivanje rizičnosti nekog poduzeća. Ono poduzeće kojemu je dužnički kapital veći od vlastitog puno je rizičnije jer dužnički kapital ima prednost kod naplate. Također trošak vlastitog kapitala veći je od troška dužničkog kapitala zbog činjenice da vlastiti kapital nema prednost kod naplate te je shodno tome i rizik kod takvih poduzeća veći.

Mnoge teorije u literaturi daju različita mišljenja o strukturi kapitala te o donošenju odluke pri određivanju istog. Postoje determinante koje pozitivno, ali i negativno utječu na strukturu kapitala te je potrebno da odgovorne osobe za formiranje strukture kapitala prije donošenja odluke budu upoznati sa glavnim teorijama strukture kapitala te determinantama koje su važne i koje utječu na strukturu kapitala te zatim uzeti u obzir preferirane karakteristike i osobnu prosudbu.

Kroz znanstvene radove se provlači mnogo mišljenja o efektu strukture kapitala na vrijednost poduzeća. Tako teorija Millera i Modigliania konstatira da ukoliko tržište kapitala uredno funkcionira bez nameta i poreza, vrijednost kompanije ne ovisi o strukturi kapitala, odnosno nije moguće povećanje vrijednosti nekog poduzeća promjenom strukture kapitala tj. dugoročnih izvora financiranja.

**Ključne riječi:** struktura kapitala, financiranje, trošak, tržište

## **SUMMARY**

### **THEORIES OF CAPITAL STRUCTURE**

The decision to finance a company is one of the most important decisions that financial managers must consider and determine in the financial market. It includes a number of factors that need to be worked out in order to achieve profitability, settle liabilities, make a profit and achieve a successful business. Accordingly, except property, managers must determine the capital structure in the company.

The capital structure is a source of financing for the company, ie a combination of equity and debt with which the company is financed. It is actually the ratio of a company's debt to equity. While the financial structure measures the entire liabilities of the company, the capital structure implies only long-term sources of financing. The purpose of analyzing and determining the capital structure is to enable managers to determine the riskiness of a company. A company whose debt capital is higher than its own is much riskier because debt capital has an advantage in billing. Also, the cost of equity is higher than the cost of debt capital due to the fact that equity has no advantage in billing and, consequently, the risk in such companies is higher.

Many theories in the literature give different opinions on the structure of capital and on decision-making in determining it. There are determinants that positively but also negatively affect the capital structure and it is necessary that those responsible for forming the capital structure before making a decision are familiar with the main theories of capital structure and determinants that are important and that affect the capital structure and then take into account preferred characteristics and personal judgment.

Many opinions on the effect of capital structure on the value of a company are passed through scientific papers. Thus, the theory of Miller and Modigliani states that if the capital market functions properly without levies and taxes, the value of the company does not depend on the capital structure, ie it is not possible to increase the value of a company by changing the capital structure, ie long-term sources of financing.

**Keywords:** Capital structure, financing, cost, market

## 1. Uvod

Struktura kapitala kao i donošenje odluke o istoj jedno je od najintragantnijih područja u financijskom menadžmentu. Na formiranje strukture kapitala utječu brojni čimbenici koje treba istražiti prije formiranja konačne strukture. Jedno od glavnih promišljanja koje treba razmotriti jest kako i koliko odnosno utječe li uopće struktura kapitala na vrijednost poduzeća na što daju odgovor brojne teorije o strukturi kapitala.

Tema navedenog završnog rada je Teorije kapitalne strukture. Rad se sastoji od uvoda, četiri poglavlja te zaključka.

Prvo poglavlje je bazirano na objašnjenju strukture kapitala. Čine ga tri podpoglavlja: općenitost strukture kapitala, čimbenici utjecaja na donošenje odluke o strukturi kapitala te utjecaj korporativnih poreza na strukturu kapitala. Ovo poglavlje bazirano je na sve utjecaje koje menadžeri trebaju razmotriti prilikom određivanja vrste kapitala u nekom poduzeću.

U drugom poglavlju se objašnjava politika strukture kapitala, financijska poluga, financijski i poslovni rizik te dugoročni izvori financiranja. Kod politike strukture kapitala objašnjavaju se determinante koje su međusobno povezane, a koje imaju utjecaj na formiranje same strukture. Navodi se utjecaj financijske poluge kao i ukupne poluge na kapital u poduzeću te se objašnjava razlika i djelovanje poslovnog i financijskog rizika. Naposljetku se objašnjavaju i dijele dugoročni izvori financiranja poduzeća.

Treće poglavlje se odnosi na teorije strukture kapitala. U samoj literaturi postoje četiri glavne teorije odnosno mišljenja o strukturi kapitala i njenom utjecaju na vrijednost i poslovanje poduzeća, a svaka teorija u radu je zasebno opisana.

U četvrtom poglavlju razrađuje se struktura kapitala malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj te se provodi analiza određenih varijabli utjecaja na strukturu kapitala malih i srednjih poduzeća u RH.

U konačnici, u zaključku se navode završna razmatranja o važnosti formiranja idealne strukture kapitala za neko poduzeće te utjecaj istoga na cjelokupno poslovanje.



## 2. Struktura kapitala

### 2.1 Općenito o strukturi kapitala

Struktura kapitala podrazumijeva način na koji poduzeće financira svoje tekuće poslovanje odnosno ona prikazuje odnos dviju vrsta kapitala, a to su dužnički te vlastiti kapital. „Pojam struktura kapitala se odnosi na dugoročne izvore financiranja, dok se za cjelokupnu strukturu pasive koristi izraz financijska struktura. Financijska struktura dijeli izvore financiranja i prema rokovima dospijea (kratkoročni i dugoročni), dok struktura kapitala dijeli isključivo dugoročno financiranje, i to prema vlasništvu. Drugim riječima, struktura kapitala označuje nešto uži segment financijske strukture i predstavlja odnos vlastitog kapitala i dugoročnih dugova.”<sup>1</sup>

“Strukturom kapitala smatra se kombinacija različitih vrijednosnica kojima se poduzeća koristi za pribavljanje kapitala kojim tvrtka financira svoje investicijske aktivnosti. Struktura kapitala dakle, relativni je udio vlastitoga kapitala, dugoročnog (u određenim uvjetima i kratkoročnog duga) u vlastitom kapitalu i u obvezama (pasivi bilance) poduzeća.”<sup>2</sup>

Struktura kapitala kao takva vezuje se uz poslovnu strategiju poduzeća odnosno uz investiranje i politiku dividendi. Kod formiranja strukture kapitala prvenstveno se treba voditi računa da sve odluke vezane za strukturu kapitala vode maksimiziranju vrijednosti nekog poduzeća.

„Svrha analiziranja strukture kapitala je omogućiti korisnicima financijskih izvještaja uvid u to koliko je poduzeće rizično. Stupanj zaduženosti neposredno utječe na visinu financijskog rizika kojemu je ulagač izložen. Tvrtke koje su uglavnom financirane sa dužničkim kapitalom (financijski dugovi, krediti, leasing, itd.), uz minimalan udio vlastitog kapitala (ulog vlasnika), puno su rizičnije. To je zbog toga što dužnički kapital ima prednost u naplaćivanju. U slučaju insolventnosti i stečaja, najprije su isplaćeni vjerovnici pa tek onda vlasnici.”<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Dostupno na: <http://www.ekonomskirjecnik.com/definicije/struktura-kapitala.html> [31.08.2020]

<sup>2</sup> Vidučić, Lj. (2001) *Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala*, Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet, str. 784. dostupno na <file:///C:/Users/HP/Downloads/03Viducic-1.pdf> [31.08.2020]

<sup>3</sup> Dostupno na: <http://www.ekonomskirjecnik.com/definicije/struktura-kapitala.html> [31.08.2020]

Kapitalna struktura je često korištena kao instrument od strane menadžmenta jer pronalazi idealni omjer prosječnog troška kapitala i rizika. Povećavanjem udjela duga u strukturi kapitala nekog poduzeća povećava se njegov financijski rizik.

Sljedeća slika prikazuje omjer vlastitog i dužničkog kapitala kada je poduzeće poprilično zaduženo. Kada više od polovice kapitala nekog poduzeća čini dužnički kapital, kaže se da je takvo poduzeće rizičnije u poslovanju jer ima obvezu isplatiti kamate koje su pri većem zaduživanju veće i nezaobilazne kod podmirenja.

Slika 1: Struktura kapitala

<b>Aktiva</b>	<b>Pasiva</b>
<b>Sredstva (100 %)</b>	<b>Vlasiti kapital (25 %)</b>
	<b>Dužnički kapital (75 %)</b>

Izvor: Ekonomski rječnik, dostupno na <http://www.ekonomskirjecnik.com/definicije/struktura-kapitala.html> [31.08.2020]

## **2.2 Donošenje odluke o strukturi kapitala**

Prilikom donošenja odluke o strukturi kapitala treba voditi računa o čimbenicima koji utječu na istu. Razni čimbenici utječu na strukturu kapitala, a najvažniji su porezni tretman duga, agencijski troškovi te troškovi financijskih neprilika, karakter imovine te nedjeljivost financiranja.

- 1) „*Porezni tretman duga* (porezna zaštita) daje prednost dugovnom financiranju pri umjerenim razinama duga (MM poslije – porezni stav i tradicionalno gledište). Međutim, vrijednost ove zaštite određena je vjerojatnošću da će tvrtka profitabilnim poslovanjem ostvariti mogućnost korištenja ove prednosti, kao i mogućnošću korištenja drugih, ne – poreznih mogućnosti zaštite dobitka (primjerice, ubrzana amortizacija).
- 2) Zbog postojanja *agencijskih troškova i troškova financijskih neprilika* neto efekt zaduživanja na vrijednost tvrtke može biti negativan (što slijedi iz Teorije izbora – izbora između porezne zaštite i troškova financijskih neprilika), pa menadžer treba odrediti granice povećanja financijske poluge.
- 3) *Vrsta imovine* od utjecaja je na strukturu kapitala (što je u skladu s Teorijom izbora) jer tvrtke s velikim udjelom materijalne imovine imaju dosta imovine za pokriće pri zaduživanju. Uz to, trošak financijskih neprilika je veći za tvrtke koje ovise o razvojnim mogućnostima ili koje imaju pretežito nematerijalnu imovinu koju ne mogu prodati u slučaju potrebe.
- 4) *Financiranje je po svojoj prirodi nedjeljivo*, što implicira da usklađivanje strukture s optimalnom nameće troškove (kao što ističe Teorija izbora). K tome, to znači da će u stvarnosti na kratak rok postojati odstupanje između stvarne i ciljne strukture kapitala. To znači da menadžer mora voditi računa o održanju financijske fleksibilnosti, napose ako ima iznenadne i nepredvidive zahtjeve za financijskim sredstvima. (...).“<sup>4</sup>

„Dodatni čimbenici koji također utječu prilikom odluke o strukturi kapitala su:

- perspektiva tvrtke (ako se očekuju dobri poslovni rezultati tvrtka će ići na zaduživanje čekajući da se više zarade odraze u cijeni dionica) i profitabilnost (tvrtke s visokim stopama povrata na kapital uglavnom se financiraju iz neto dobitka),
- veličina tvrtke i pravni oblik organiziranja,
- stabilnost potražnje i prodajnih cijena (stabilnija prodaja omogućuje višu financijsku polugu),
- poslovna poluga (niža poslovna poluga znači mogućnost većeg zaduživanja),

---

<sup>4</sup> Vidučić, Lj (2004) *Financijski menadžment*; Zagreb, Rrif, str 258.

- stopa rasta (rastuće tvrtke moraju više pribavljati kapital iz vanjskih izvora pri čemu je trošak emisije duga niži, pa slijedi da ima viši prioritet u odnosu na dionice),
- uvjeti na financijskom tržištu (u uvjetima visokih kamata na obveznice tvrtke će se okrenuti dionicama ili kratkoročnom zaduživanju),
- uobičajena financijska poluga u industriji, stavovi financijskih analitičara, vjerovnika, investitora i rejting agencija o primjerenosti financijskoj poluzi za industriju /tvrtku,
- kreditni standard tvrtke,
- faza životnog ciklusa (tvrtke, industrije), stanje u gospodarstvu (očekivana razina poslovne aktivnosti), te sezonske i cikličke varijacije poslovnog ciklusa.<sup>5</sup>

### 2.3 Struktura kapitala i korporativni porezi

Prema teoriji Millera i Modigliania o strukturi kapitala politika zaduživanja kod poduzeća je manje bitna. Međutim, kod razrade strukture kapitala financijski menadžeri smatraju da se politiku zaduživanja treba uzeti u obzir. „Da je politika zaduživanja potpuno nevažna, onda bi stvarni omjeri zaduženosti nasumice varirali od tvrtke do tvrtke i od industrije do industrije.“<sup>6</sup> U zadnje vrijeme puno kompanija svoje poslovanje financira upravo dugom tj. zaduživanjem. Tu se govori o velikim industrijskim, zrakoplovnim te građevinskim kompanijama.

„Ako zaduženost osigurava kamatni porezni štit, politika optimalne zaduženosti čini se skoro neugodno ekstremnom – sve tvrtke trebale bi se zadužiti do grla. To maksimalno povećava vrijednost tvrtke i smanjuje ponderirani prosječni trošak kapitala.“<sup>7</sup> Tu tezu teorija Millera i Modigliania ne smatra točnom. Naprotiv, oni smatraju da tvrtka koja je puno zadužena može prvo od svoje dobiti od poslovanja platiti kamate te ne mora platiti korporativni porez i tako se dodatno zaduživati. „Možda postoje i neki porezni nedostaci pri zaduživanju, jer vlasnici obveznica moraju platiti porez na osobni dohodak na svaku kamatu koju dobiju. Najviša porezna stopa na kamatu za obveznicu je 35 posto. Dioničari, s druge strane, plaćaju porez od samo 15 posto i na dividende i

---

<sup>5</sup> Vidučić, Lj., *Financijski menadžment*, op.cit, str. 259.

<sup>6</sup> Brealey, R. A., Myers, S. C., Marcus, A. J. (2007) *Osnove korporativnih financija*; Zagreb, Mate d.o.o., str. 405.

<sup>7</sup> Ibidem, str. 408.

na kapitalne dobitke. Kapitalni dobici imaju dodatnu prednost jer nisu oporezovani sve dok dionice nisu prodane.<sup>8</sup> S tim u skladu se zaključuje da može doći do pada ili izjednačenja porezne uštede od duga.

Sljedeća tablica prikazuje kamatni porezni štiti na primjeru River Cruises kompanije.

Tablica 1: Kamatni porezni štiti River Cruises kompanije

	Dug nula	500.000 USD duga
Očekivana dobit iz poslovanja	125.000 \$	125.000 \$
Kamata na dug 10 %	0	50.000
Dobit prije oporezivanja	125.000	75.000
Porez 35 %	43.750	26.250
Dobit nakon oporezivanja	81.250	48.750
Kombinirana dobit od zaduženja i dioničkog kapitala ( kamata na dug + dobit nakon oporezivanja )	81.250	98.750

Izvor: Izrada autora prema Brealey , R. A., Myers, S. C., Marcus, A. J. (2007) *Osnove korporativnih financija*; Zagreb, Mate d.o.o., str. 405.

Navedena tablica prikazuje dobit od zaduženja i dioničkog kapitala River Cruises kompanije u dva slučaja: onda kada je dug kompanije nula te onda kada je poduzeće 500.000 USD zaduženo. Kao što se iz priloženog vidi, kamata koju kompanija plaća za svoj dug iznosi 10 % te se ona odbija od poreza, dok vlastiti kapital podliježe korporativnom porezu. Prednost financiranja putem duga je ta što se ne plaća porez na kamatu pa je kombinirana dobit od zaduženja i dioničkog kapitala veća kada se poduzeće financira zaduživanjem.

---

<sup>8</sup> Brealey, R. A., Myers, S. C., Marcus, A. J., op. cit., str. 408.

### 3. Politika strukture kapitala i financijska poluga

#### 3.1 Politika strukture kapitala

„Politika kapitalne strukture je način upravljanja dugoročnim izvorima financiranja poduzeća (...). Financijski direktor poduzeća mora donijeti odluku o udjelu vlastitih sredstava poduzeća u financiranju poslovanja te o udjelu tuđih sredstava tj. stupnju zaduženosti poduzeća. U donošenju te odluke jedna od najvažnijih varijabli je cijena pojedinih izvora financiranja. Omjer vlastitih i tuđih izvora financiranja trebao bi biti postavljen na onoj razini na kojoj će trošak financiranja poduzeća biti najniži.“<sup>9</sup>

Kod donošenja odluke o strukturi kapitala, osim odluke o omjeru vlastitog kapitala i kapitala od zaduživanja treba uzeti u obzir i odluke o vrsti i ročnosti izvora financiranja, iznosima financijskih sredstava, potrebama za financijskim sredstvima, utjecaju odluka na rizik i očekivani povrat, mogućnost servisiranja duga te vjerojatnost mogućeg bankrota.

„Financijske potrebe definiraju se planom financiranja, a proizlaze iz planskog računa dobiti i gubitka i planske bilance. (...) Utvrđene potrebe određuju ročnost izvora, te, zajedno s ostalim relevantnim internim i vanjskim čimbenicima, utječu i na odluku o vrsti izvora financiranja (obveznice, prioritetne dionice, krediti, leasing, obične dionice). Sve odluke o strukturi kapitala trebaju se donositi u portfelj kontekstu, tj. polazeći od efekta te odluke na povrat i rizik tvrtke. U ovom kontekstu korisna je upotreba EBIT – EPS analize – analiza točke pokrića ili indiferencije.“<sup>10</sup>

Uz financijske potrebe koje treba definirati, svako poduzeće treba definirati i analizu vlastite sposobnosti vraćanja duga te moguću vjerojatnost financijskih nepravilnosti.

„Analiza sposobnosti servisiranja duga gotovinskim tijekom, odnosno analiza financijskog rizika, može se vršiti analizom pokazatelja upravljanja dugom kao što su:

- pokazatelji pokrića i
- pokazatelji zaduženosti (odnos duga i vlastitoga kapitala).

---

<sup>9</sup> Miletić, M. (2012) *Financije poduzeća 1*, Split, Sveučilište u Splitu, str. 8.

<sup>10</sup> Vidučić, Lj., *Financijski menadžment*, op.cit, str. 248.-249.

Vjerojatnost financijskih neprilika i bankrota može se procijeniti analizom:

- vjerojatnosti nelikvidnosti
- vjerojatnosti bankrota.<sup>11</sup>

Pokazatelj pokrića pokazuje da poduzeće prije odbitka kamata svojim dobitkom iz poslovanja može financirati samo trošak kamata. Kod vjerojatnosti nelikvidnosti je bitno da za svako poduzeće menadžer odredi granicu vjerojatnosti nelikvidnosti koje je to poduzeće spremno podnijeti. Ta granica je obično iznos duga poduzeća uz koji su vezane njegove fiksne obveze. Ako je pak sadašnja vrijednost obveza duga poduzeća veća od vrijednosti poduzeća na tržištu, takvo poduzeće se susreće sa mogućim bankrotom. Tada poduzeće predaje svoje vlasništvo dužnicima. Moguće je pomoću financijske poluge izračunati smanjenje vrijednosti poduzeća ako je ono izloženo mogućem bankrotu.

### **3.2 Financijska poluga**

„Financijska poluga obuhvaća uporabu fiksnih troškova poslovanja. Zanimljivo je da se financijska poluga stvara izborom, dok ponekad poslovna poluga ne. Veličina poslovne poluge (iznos fiksnih troškova poslovanja) koju koristi poduzeće, ponekad je diktirana fizičkim potrebama poslovanja poduzeća. (...) S druge strane, financijska je poluga uvijek stvar izbora. (...) Financijska se poluga upotrebljava u nadi da će se povećati prinos običnim dioničarima. Kaže se da se povoljna ili pozitivna poluga koristi onda kad poduzeće rabi sredstva koja je dobilo uz fiksni trošak (sredstva dobivena izdavanjem duga uz fiksni kamatnjak ili povlaštenih dionica uz konstantnu dividendnu stopu kako bi se zaradilo više nego što su plaćeni fiksni troškovi financiranja (...)).

Nepovoljna ili negativna poluga javlja se onda kad poduzeće ne zaradi toliko koliki su njegovi fiksni troškovi financiranja. Prednost financijske poluge ili kako se ponekad zove „trgovanja glavnicom“, ocjenjuje se efektom koju ona ima na zaradu po dionici običnih dioničara.<sup>12</sup>

Financijska poluga prikazuje omjer između vlastitog financiranja i financiranja zaduživanjem. Ona pokazuje da se više isplati financiranje nekog poduzeća zaduživanjem ako se ostvaruje stopa

---

<sup>11</sup> Vidučić, Lj., *Financijski menadžment*, op.cit, str. 254.

<sup>12</sup> Van Horne, J.C., JR; Wachowicz, J.M. (2002) *Osnove financijskog menadžmenta*, Zagreb, Mate d.o.o., str. 441.

rentabilnosti koja je veća od kamatne stope na tuđi kapital. Negativan utjecaj financijske poluge je taj što na tržištu rastu kamatne stope za financiranje duga koje poduzeće plaća. Povećanje duga zbog povećanja tržišnih kamata na dug vodi ka povećanju troškova poduzeća što dovodi do negativnih utjecaja financijske poluge i pada vrijednosti poduzeća.

„Financijska poluga najčešće se definira kao odnos veličina unutar pasive nekog poduzeća i to kao: (1) odnos duga (obveze za izdane dugoročne obveznice i/ili obveze za dugoročne zajmove, sl.) i vlastitog kapitala i (2) odnos duga i ukupnog kapitala (tj. ukupne vrijednosti pasive).“<sup>13</sup>

Sljedeća slika prikazuje bilancu i račun dobiti i gubitka za poduzeće bez financijske poluge i za poduzeća s financijskom polugom.

---

<sup>13</sup> Miletić, M., op.cit., str. 102.



Slika 2: Bilanca i račun dobiti i gubitka za poduzeća bez financijske poluge i za poduzeća s financijskom polugom

**PODUZEĆE BEZ FINACIJSKE POLUGE**

**BILANCA**

<b>IMOVINA</b>	<b>VLASTITI KAPITAL</b>
----------------	-----------------------------

**RAČUN DOBITI I GUBITKA**

Prihodi
<u>-Troškovi poslovanja (fiksni troškovi poslovanja + varijabilni troškovi poslovanja)</u>
Dobit prije kamata i oporezivanja (EBIT)
=Dobit prije oporezivanja
<u>-Porez na dobit</u>
Dobit nakon oporezivanja
↓
Naknada vlasnicima poduzeća

**PODUZEĆE S FINACIJSKOM POLUGOM**

**BILANCA**

<b>IMOVINA</b>	<b>VLASTITI KAPITAL</b>
----------------	-----------------------------

**RAČUN DOBITI I GUBITKA**

Prihodi
<u>-troškovi poslovanja (fiksni troškovi poslovanja + varijabilni troškovi poslovanja)</u>
=Dobit prije kamata i oporezivanja (EBIT)
<u>-Financijski troškovi (kamate)</u>
Dobit prije oporezivanja
<u>-Porez na dobit</u>
Dobit nakon oporezivanja
↓
Naknada vlasnicima poduzeća
↻
Naknada kreditorima

Izvor: Izrada autora prema Miletić, M. (2012) *Financije poduzeća 1*, Split, Sveučilište u Splitu, str. 103.

### **3.3 Poslovni i financijski rizik**

Svako financiranje ulaganja nekog poduzeća snosi određeni rizik poslovanja. Rizik se definira kao vjerojatnost da će stvarni povrat od ulaganja biti niži od onoga što je predviđeno. Ukoliko neko poduzeće svoje poslovanje financira samo vlastitim kapitalom odnosno prodajom svojih dionica, a ne kapitalom od zaduživanja, onda je takvo poduzeće izloženo isključivo poslovnom riziku. Poslovni rizik se definira kao vjerojatnost da poduzeće neće konkurirati na tržištu te sposobno poslovati sa sredstvima koje je nabavilo. Suprotno, poduzeće koje svoje ulaganje financira samo dugom, a ne vlastitim kapitalom, ono je uz poslovni rizik izloženo i financijskom riziku. Ako je poduzeće izloženo financijskom riziku znači da postoji vjerojatnost da njegovo ulaganje neće donijeti dovoljno dobiti kako bi pokrilo troškove kamata od zaduživanja te troškove kamata prema obveznicama koje mora platiti. Slučaj može biti da poduzeće svojim aktivnostima pokrije troškove tekućeg poslovanja, ali ne i troškove financiranja dugom te tako ne ostvari očekivani cilj poslovanja. Takva poslovanja izložena su najvišem financijskom riziku.

„Dioničko društvo koje se zadužuje ima fiksne financijske troškove (kamatne obveze prema kreditorima), koje mora platiti prije bilo kakve isplate dioničarima. Fiksni financijski troškovi povećavaju neizvjesnost novčanih tijekova za dioničare, jer plaćanja kreditorima imaju prednost. Narasla neizvjesnost novčanih tijekova uslijed postojanja fiksnih financijskih troškova naziva se financijski rizik.“<sup>14</sup>

### **3.4 Financiranje iz dugoročnih izvora**

„U normalnim gospodarskim i organizacijskim razdobljima tvrtka planira poduzimanje bilo internih (ulaganje u opremu, zgrade, postrojenja) ili vanjskih (kupnja pogona, poduzeća ili dijelova poduzeća) realnih ulaganja. Ovakva ulaganja zahtijevaju potrebe planiranja potreba financiranja i to ulaganja u dugotrajnu imovinu, ali i ulaganja u povećanje bruto radnog (obrtnog) kapitala (kratkotrajne imovine).<sup>15</sup>

U principu, ulaganja u dugotrajnu imovinu nekog poduzeća financiraju se iz dugoročnih izvora, dok se ulaganje u kratkoročnu imovinu financira iz kratkoročnih izvora poduzeća. Ipak, ponekad

---

<sup>14</sup> Miletić, M., op. cit., str. 102.

<sup>15</sup> Vidučić, Lj., *Financijski menadžment*, op. cit., str. 182.

zbog situacije na tržištu (ukoliko je tržište neizvjesno pa se očekuju možda bolji uvjeti plaćanja kamata na tržišta kapitala) poduzeća svoja ulaganja u dugotrajnu imovinu financiraju privremeno iz kratkoročnih izvora. Poduzeće koje ima više realnih ulaganja shodno tome ima i veću prodaju, a veća prodaja vodi povećanju radnog kapitala koji se može izraziti u obliku novca, vrijednosnica ili potraživanja od kupaca. Povećanje radnog kapitala koji je dugoročnog karaktera poduzeća financiranju i iz kratkoročnih te dugoročnih izvora. Povećanje ulaganja u radni kapital posljedično vodi povećanju kratkoročnih obveza prema dobavljačima iz kojih se radni kapital dijelom financira. Do porasta neto obrtnog kapitala poduzeće dolazi ukoliko se od povećanih ulaganja u kratkotrajnu imovinu oduzme porast kratkoročnih obveza nastalih od povećanja ulaganja.

„Jednadžba za izračun ukupnih potreba za dugoročnim financiranjem glasi:<sup>16</sup>“

$$\begin{array}{l} \text{Ukupne potrebe} \\ \text{za dugoročnim} \\ \text{financiranjem} \end{array} = \begin{array}{l} \text{ulaganje u} \\ \text{dugotrajnu} \\ \text{imovinu} \end{array} + \begin{array}{l} \text{porast neto obrtnog} \\ \text{kapitala} \end{array}$$

$$\begin{array}{l} \text{Ukupne potrebe} \\ \text{Za dugoročnim} \\ \text{Financijama} \end{array} = \begin{array}{l} \text{ulaganje u} \\ \text{dugotrajnu} \\ \text{imovinu} \end{array} + \begin{array}{l} \text{(povećanje kratkotrajne} \\ \text{imovine - povećanje} \\ \text{kratkoročnih obveza)} \end{array}$$

Do potreba za dugoročnim financiranjem poduzeće dolazi nakon procjene ulaganja u svoju dugotrajnu imovinu te nakon povećanja neto radnog kapitala.

„Potrebe za dugoročnim financiranjem mogu se pokriti interno raspoloživim sredstvima ili iz vanjskih izvora dugoročnog financiranja. Interni izvori raspoloživi za ulaganje uključuju gotovinske primitke iz poslovanja (neto dobitak uvećan za amortizaciju) umanjene za dividende.“<sup>17</sup>

---

<sup>16</sup> Vidučić, Lj., *Financijski menadžment*, op. cit., str. 182.

<sup>17</sup> Ibidem, str.183.

„Vanjski izvori dugoročnog financiranja su:

- 1) vlastiti izvori – obične dionice
- 2) kreditni izvori – krediti i obveznice
- 3) ostali izvori – leasing, prioritetne dionice, waranti

Osnovna relacija između potreba za dugoročnim financiranjem i izvora definirana je jednadžbom:<sup>18</sup>

$$\begin{array}{l} \text{Potrebe za} \\ \text{financiranjem} \\ \text{iz dugoročnih} \\ \text{vanjskih izvora} \end{array} = \begin{array}{l} \text{ukupne potrebe} \\ \text{za dugoročnim} \\ \text{financiranjem} \\ \text{za dugoročnim} \\ \text{Financiranjem} \end{array} - \begin{array}{l} \text{interno financiranje} \\ \\ \\ \text{(gotovinski tijek iz} \\ \text{poslovanja – dividende)} \end{array}$$

---

<sup>18</sup> Vidučić, Lj., *Financijski menadžment*, op. cit., str. 183.

## 4. Teorije strukture kapitala

### 4.1 Miller - Modigliani teorija

Dvojica teoretičara Miller i Modigliani prvi su postavili modernu teoriju o strukturi kapitala. 1958. godine su iznijeli prvu prijeporeznu teoriju o irelevantnosti odluka menadžera o strukturi kapitala. Dvojac kaže da u savršenim uvjetima tržišta zaduživanjem nije moguće povećati vrijednost poduzeća. „Njihova prijeporezna postavka 1. glasi:

$$V_Z = V_N$$

gdje je:

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

$V_N$  = vrijednost tvrtke koja se ne zadužuje.

Budući da bogatstvo dioničara ovisi o vrijednosti tvrtke, odluke o strukturi kapitala ne utječu na bogatstvo dioničara. Prema tome stajalištu nema utjecaja financijske poluge na prosječni ponderirani trošak kapitala, jer je utjecaj jeftinijeg financiranja zaduživanjem kompenziran rastom tražene stope povrata na vlastiti kapital zbog većeg rizika, a to izražava postavka 2.

MM prijeporezna postavka 2. glasi:

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

gdje je:

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

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

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

$r_d$  = kamatna stopa, trošak duga.<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> Vidučić, Lj., *Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala*, op. cit., str. 785.-786.

1964. Miller i Modigliani su iznijeli poslijeporeznu teoriju vezanu za realno, a ne savršeno tržište. Uzevši u obzir poreze bez negativnih aspekata zaduživanja MM teorija glasi da je vrijednost tvrtke vezana s polugom u pozitivnom smislu. Ta se tvrdnja vezuje sa poslijeporeznom propozicijom 1. Poduzeće koje svoje poslovanje financira dugom ostvaruje poreznu zaštitu čija se sadašnja vrijednost izračunava:,,

$$SV_{pz} = \frac{T_k r_d D}{r_d} = T_k D$$

gdje je:

$SV_{pz}$  = sadašnja vrijednost porezne zaštite

$T_k$  = stopa korporacijskog poreza na dobit

MM propozicija 1. s porezima glasi:

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

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

$$V_z = V_n + T_k D$$

gdje je:

EBIT = bruto dobitak uvećan za kamate, dobitak iz poslovanja

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

$T_k$  = stopa korporacijskog poreza na dobit

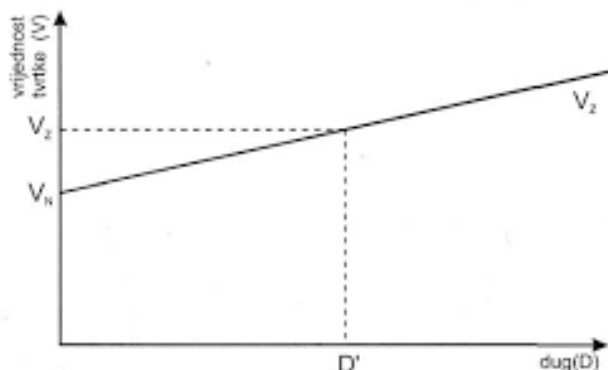
$V_z$  = vrijednost tvrtke koja se zadužuje (koristi polugom)

$V_n$  = vrijednost tvrtke koja se ne zadužuje<sup>20</sup>

---

<sup>20</sup> Vidučić, Lj., *Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala*, op. cit., str. 786.-787.

Slika 3: MM propozicija 1. s porezima



Izvor: Vidučić, Lj. (2001) *Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala*, str. 787. dostupno na <file:///C:/Users/HP/Downloads/03Viducic.pdf> [02.09.2020]

Zaključno iz propozicije 1. s porezima poduzeće koje koristi polugu ima veću vrijednost od onoga poduzeća koje ne koristi polugu za iznos sadašnje vrijednosti porezne zaštite. Povećanjem poluge povećava se vrijednost poduzeća.

„MM postavka 2. s porezima glasi:

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

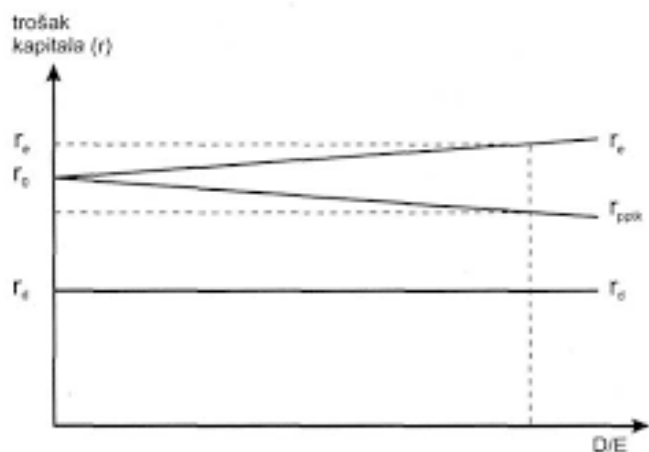
Prema toj je postavci veza između očekivane stope povrata na vlastiti kapital i poluge, zbog povećanja rizika vlastitoga kapitala zbog upotrebe poluge, pozitivna kao i u slučaju prijeporezne postavke 2.<sup>21</sup>

Slika četiri prikazuje Miller Modigliani postavku 2. s porezima.

---

<sup>21</sup> Vidučić, Lj., *Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala*, op. cit., str. 788.

Slika 4: MM postavka 2. s porezima



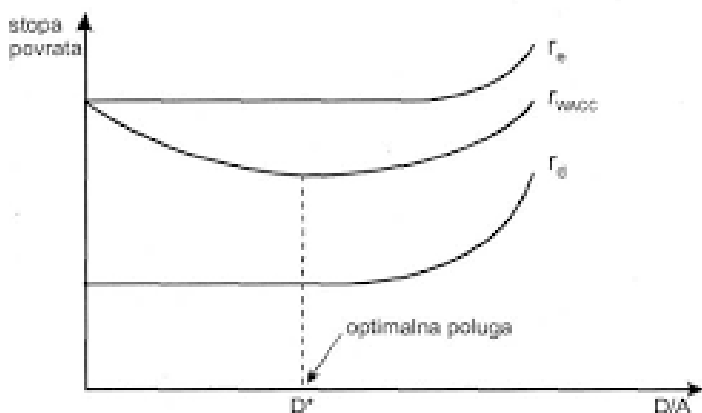
Izvor: Vidučić, Lj. (2001) *Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala*, str. 788. dostupno na <file:///C:/Users/HP/Downloads/03Viducic.pdf> [02.09.2020]

## 4.2 Tradicionalna teorija strukture kapitala

**Tradicionalna teorija** bazira se na minimiziranju troška kapitala poduzeća i maksimiziranju njegove vrijednosti. Zagovornici ove teorije smatraju optimalnu strukturu kapitala uz koju je trošak financiranja poduzeća najniži. Kako je financiranje dugom za poduzeće jeftinije nego financiranje vlastitim kapitalom, ukupan će WACC odnosno trošak kapitala poduzeća biti manji, a vrijednost poduzeća veća. Navedeno prikazuje sljedeća slika.



Slika 5: Prikaz optimalne razine zaduživanja



Izvor: Vidučić, Lj. (2001) *Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala*, str. 789. dostupno na <file:///C:/Users/HP/Downloads/03Viducic.pdf> [02.09.2020]

Navedena slika prikazuje optimalnu razinu zaduživanja. Visoka razina zaduživanja poduzeća vodi visokom riziku i većem zahtijevanom povratu odnosno rastu troška kapitala. Upravo zbog toga tradicionalna teorija zagovara optimalno zaduživanje koje bi trebali odrediti menadžeri prilikom određivanja strukture kapitala kako bi maksimizirali svoju vrijednost poduzeća.

### 4.3 Teorija izbora (agencijski modeli)

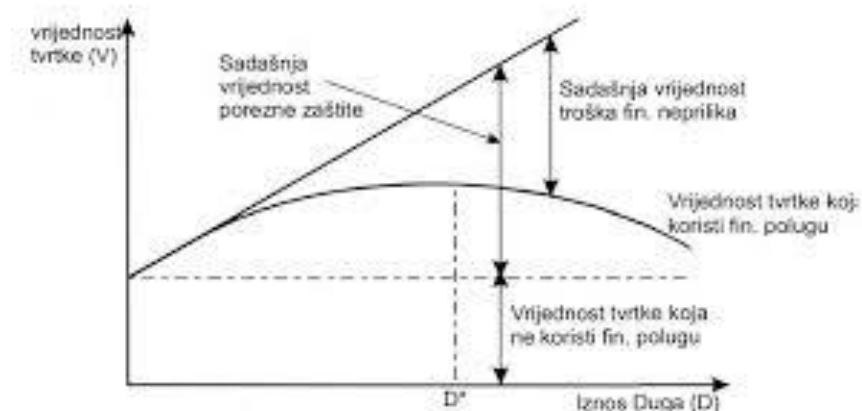
Teorija izbora se nadovezuje na MM teoriju, ali uzima dodatno u razmatranje agencijske troškove kao i troškove mogućih financijskih neprilika. Kada poduzeće svoji poslovanjem ne može podmiri dug odnosno obveze prema kreditorima to znači da poduzeće ima problema sa financiranjem. U slučaju bankrota nekog poduzeća, cjelokupno vlasništvo preuzimaju vjerovnici odnosno dobavljači. Zbog postojanja porezne zaštite kod malog i umjerenog duga rizik je manji kao i financijska nestabilnost jer u tom slučaju sadašnja porezna zaštita premašuje iznos troška financijskih neprilika.

„Cjelokupna vrijednost poduzeća može se izraziti relacijom:

$$\begin{array}{rclcl} \text{Cjelokupna} & \text{vrijednost} & & \text{SV} & \text{SV} \\ \text{tržišna} & = & \text{ako je financirana} & + & \text{poreznog} & - & \text{troškova financijske} \\ \text{vrijednost} & & \text{samo dionicama} & & \text{štita} & & \text{krize}^{22} \end{array}$$

Sljedeća slika prikazuje optimalnu strukturu kapitala koristeći i troškovima zaduživanja i utjecaj istih na vrijednost poduzeća.

Slika 6: Determinante optimalne strukture kapitala i utjecaj na vrijednost poduzeća



Izvor: Vidučić, Lj. (2001) *Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala*, str. 791. dostupno na <file:///C:/Users/HP/Downloads/03Viducic.pdf> [02.09.2020]

Svako poduzeće na tržištu osim financijskim troškovima izloženo je i agencijskim troškovima poslovanja (neslaganje vlasnika i agenata). Takvi troškovi imaju utjecaj kad se koristi financijska poluga. Korištenje financijske poluge menadžerima umanjuje sposobnost provođenja vlastitih odluka uvodeći im obveze podmirivanja naknada vezanih uz dug koje tako pridonose smanjenju agencijskih troškova. Uz ovakvu vrstu, postoje još i agencijski troškovi vezani uz vlasnike te

<sup>22</sup> Brealey, R. A., Myers, S. C., Marcus, A. J., op. cit., str 409.

imatelje obveznica koji se povećavaju kako se povećava financijska poluga iznad optimalne razine ako je poduzeće izloženo financijskim poteškoćama.

„Sažetak teorijskih doprinosa agencijskih modela definira čimbenike koji utječu na izbor optimalne (ciljne) strukture kapitala. Tako se smatra da je financijska poluga pozitivno vezana: s vjerojatnošću financijskih neprilika, s vrijednošću tvrtke, sa stupnjem regulacije, sa slobodnim gotovinskim tijekovima, s likvidacijskom vrijednošću tvrtke, sa stupnjem u kojem je tvrtka predmet preuzimanja (take-overa) i s važnošću reputacije menadžera. Tumači se da negativna veza postoji između poluge i stupnja postojanja razvojnih mogućnosti, pokazatelja pokrića kamata, troška analize perspektive tvrtke i vjerojatnosti reorganizacije koja nastupa nakon ulaska u financijske neprilike.“<sup>23</sup>

Teorija izbora kaže da veću polugu trebaju imati poduzeća sa većim agencijskim troškovima te vlastitom imovinom te one starije kompanije sa manjom mogućnosti razvoja, dok manju polugu trebaju imati poduzeća koja su u ranijom fazi nastajanja te brzo razvojne kompanije koje su izložene višem riziku sa svojom rizičnijom imovinom.

#### **4.4 Pristup asimetričnih informacija**

U teoriji postoje dva modela koja su zasnova na asimetričnim informacijama koje polaze od menadžera, vanjskih ulagača te viših zaposlenika nekog poduzeća. To su teorija signalizacije i teorija „postupka slaganja“.

1. „Teorija signalizacije zastupa stav da menadžeri ili drugi zaposlenici imaju privatne informacije o perspektivi tvrtke (krivulji povrata) ili o investicijskim prilikama. U skladu s time, kada očekuju dobre efekte planiranih investicija ili perspektivno poslovanje tvrtke, menadžeri će preferirati financiranje emisijom dugovnih instrumenata u odnosu na emisiju vlastitih dionica da povećanu zaradu ne bi morali dijeliti s novim dioničarima.“<sup>24</sup> Teorija signalizacije kaže da je odraz dobrog poslovanja poduzeća povećanje financijske poluge te

---

<sup>23</sup> Vidučić, Lj., *Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala*, op. cit., str. 792.

<sup>24</sup> Ibidem, str. 793.

emisija dugovnih instrumenata upravo zato jer pozitivno utječu na zaradu menadžera, a samim time i na vrijednost poduzeća.

2. „Teorija „postupka slaganja“ (redoslijeda pakiranja), kreatori koji su S. C. Myers i N. S. Mayluf, polazi od informacijske asimetrije između menadžera i vanjskih investitora, definira redoslijed financiranja koji preferiraju menadžeri.“<sup>25</sup> Ova teorija objašnjava kako menadžeri svoje investiranje čine određenim redoslijedom. Prvo nova ulaganja financiraju iz gotovine poduzeća, zatim putem manje rizičnih obveznica, zatim konvertibilnih obveznica pa tek zatim iz dionica poduzeća. Također teorija implicira da nova ulaganja poduzeća financiraju prvo svojom gotovinom ili zaduživanjem koje ima mali rizik te zbog toga poduzeća koja imaju visoki profit imaju manju financijsku polugu od manje profitabilnih poduzeća. Zaključno prema teoriji „postupka slaganja“ menadžeri svoje odluke o ulaganju donose na temelju odluke o najmanjem otporu financiranja.

---

<sup>25</sup> Vidučić, Lj., *Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala*, op. cit., str. 793.

## 5. Model strukture kapitala malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj

Za svako poduzeće na financijskom tržištu glavna je stavka osigurati si dovoljna sredstva za financiranje kako bi se moglo razvijati, suočavati sa izazovima i poteškoćama te uspješno poslovati. S tim u skladu najvažnije je dobro odabrati izvore tih financiranja. Postoje mnoge varijable koje se trebaju razmatrati kod određivanja načina financiranja i strukture kapitala, a na koje se obraća pažnja u ovome odlomku.

„S obzirom na učestalost u istraživanjima, oblikovanje strukture kapitala može se promatrati kroz dvije teorije strukture kapitala, odnosno teoriju izbora i teoriju postupka slaganja. Prema teoriji izbora postoji optimalna poluga poduzeća kojoj poduzeće teži. Stupanj optimalne poluge postignut je u točki u kojoj se izjednačavaju koristi i troškovi zaduživanja. (...) Nasuprot ove teorije je teorija postupka slaganja koju su prvi predložili Myers i Mayluf (1984) prema kojoj ne postoji optimalna poluga kojoj poduzeće teži. Poduzeća slijede hijerarhiju zaduživanja prema modelu u kojemu se poduzeće prvo financira interno generiranim sredstvima (vlastitim), a tek onda vanjskim ili tuđim izvorima financijskih sredstava.“<sup>26</sup>

Od 2008. do 2017. godine provedeno je istraživanje utjecaja raznih varijabli na strukturu kapitala kod malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj, a varijable koje su se ispitivale su porezna zaštita, likvidnost, profitabilnost, veličina poduzeća, materijalna imovina te rast. U istraživanju je uzeto 1389 malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj koja imaju sve navedene financijske pokazatelje koje se interpretira. „Provedenom empirijskom analizom potvrđeno je da profitabilnost, veličina poduzeća, materijalna imovina i porezna zaštita pozitivno utječu na strukturu kapitala poduzeća. Nadalje, analizom je potvrđeno da likvidnost i rast imaju negativan statistički značajan utjecaj na strukturu kapitala poduzeća.“<sup>27</sup>

U sljedećoj tablici su prikazane očekivane veze utjecaja navedenih varijabli malih i srednjih poduzeća na strukturu kapitala prema dvije teorije.

---

<sup>26</sup> Herc, M. (2019) *Struktura kapitala malih i srednjih poduzeća u Hrvatskoj*, Hrvatska akademija znanosti i umjetnosti, Zavod za znanstveni i umjetnički rad, str. 88. dostupno na [file:///C:/Users/HP/Desktop/05\\_Harc-1.pdf](file:///C:/Users/HP/Desktop/05_Harc-1.pdf) [03.09.2020]

<sup>27</sup> Ibidem, str. 87.

Tablica 2: Očekivane veze između varijabli i teorija strukture kapitala

Varijable	Teorije	
	Teorija postupka slaganja	Teorija izbora
Profitabilnost	Negativna	Pozitivna
Veličina poduzeća	Negativna	Pozitivna
Materijalna imovina	Negativna	Pozitivna
Porezna zaštita	Pozitivna	Negativna
Likvidnost	Negativna	Pozitivna
Rast	Pozitivna	Negativna

Izvor: Herc, M. (2019) *Struktura kapitala malih i srednjih poduzeća u Hrvatskoj*, Sveučilište u Osijeku, Institut znanosti i umjetnosti, str. 88. dostupno na [file:///C:/Users/HP/Desktop/05\\_Harc-1.pdf](file:///C:/Users/HP/Desktop/05_Harc-1.pdf) [03.09.2020]

Mala i srednja poduzeća za razliku od velikih, najviše se financiraju zaduživanjem putem kredita, leasinga te kreditnih linija. Istraživanja pokazuju da se uspješnija mala i srednja poduzeća u Republici Hrvatskoj koja imaju veliku vlastitu materijalnu imovinu sve više zadužuju. Rastom profitabilnosti poduzeća raste i mogućnost zaduživanja. Razlog tome je prema teoriji izbora upravo zaštita prihoda od poslovanja od oporezivanja. Također utjecaj ima i veličina poduzeća jer što je poduzeće veće ima veće i šanse da će se zadužiti putem kredita ili slično te likvidnost gdje poduzeća sa većom imovinom imaju manju potrebu svoje troškove financirati zaduživanjem.

„Teorija postupka slaganja pretpostavlja negativnu vezu između profitabilnosti poduzeća i strukture kapitala, naglašavajući da se profitabilnija poduzeća financiraju generiranim vlastitim sredstvima iz poslovnih operacija. Nasuprot teoriji postupka slaganja, teorija izbora stimulira profitabilnija poduzeća da se više zadužuju jer na taj način i štite profit od oporezivanja kroz kamatu (porezna zaštita).“<sup>28</sup>

---

<sup>28</sup> Herc, M., op. cit., str. 97.

## 6. Zaključak

U uvjetima savršenog tržišta i izuzevši razne utjecaje na tržištu, optimalna struktura kapitala poduzeća jednostavno se odredi. Obzirom da je na realnom tržištu situacija složenija zbog mnogih varijabli koje postoje, a koje utječu na određivanje kapitala, menadžerima pri istom posao nije jednostavan. Za uspješno poslovanje svakog poduzeća određivanje strukture kapitala jedna je od bitnijih stavki.

Uzevši u obzir teorijske spoznaje i provedena istraživanja kod odluke o strukturi kapitala nekog poduzeća treba razmotriti stavke kao što su porezni tretman duga tj. porezna zaštita, postojanje agencijskih troškova, postojanje financijskih neprilika, vrsta imovine poduzeća, mogućnost bankrota, vrsta i ročnost izvora financiranja, utjecaj rizika na očekivani povrat te mogućnost servisiranja duga.

Mnogo je autora iznijelo svoje teorije o odluci određivanja strukture kapitala, a glavne četiri teorije su obrađene u ovom završnom radu. Prema Miller – Modigliani i tradicionalnoj teoriji postoji porezni tretman duga koji preferira dugoročno financiranje poduzeća. Također, tradicionalna teorija zagovara strukturu kapitala uz koju će trošak financiranja poduzeća biti najniži. Kod teorije izbora postoje agencijski troškovi koji mogu uzrokovati negativan efekt na zaduživanje poduzeća te tu dolazi do određivanja financijske poluge kako bi se izbjegao taj negativan efekt. Kod teorije signalizacije dobro poslovanje je odraz povećanja financijske poluge jer uvelike pozitivno utječe na vrijednost poduzeća kao i na zaradu menadžera, dok kod teorije „postupka slaganja“ menadžeri preferiraju određeni redosljed financiranja poduzeća.

Glavna zadaća svakog menadžera na financijskom tržištu je odrediti optimalnu strukturu kapitala poduzeća kako bi ono moglo financirati svoj rast i razvoj, osigurati si sredstva za daljnja ulaganja te servisirati eventualne financijske poteškoće s kojima se može na tržištu suočiti. Za razliku od velikih, mala i srednja poduzeća svoje poslovanje najčešće financiraju putem zaduživanja i to putem kredita. Provedeno istraživanje je pokazalo da se u Republici Hrvatskoj mala i srednja poduzeća koja imaju i veću materijalnu imovinu sve više zadužuju. Također se došlo do rezultata da profitabilnost, imovina, veličina i porezni štiti pozitivno utječu, a rast i likvidnost negativno utječu na strukturu kapitala.

## **POPIS LITERATURE**

### **KNJIGE**

1. Brealey, M.; Myers, Marcus; *Osnove korporativnih financija*, Mate d.o.o; Zagreb, 2007.
2. Miletić, M.; *Financije poduzeća 1*, Sveučilište u Splitu, Split, 2012.
3. Van Horne, J.C.;JR; Wachowicz, J. M.; *Osnove financijskog menadžmenta*, Mate d.o.o; Zagreb, 2002.
4. Vidučić, Lj.; *Financijski menadžment*, Rrif, Zagreb, 2004.

### **ZNANSTVENI I STRUČNI RADOVI**

1. Vidučić, Lj.; *Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala*, Ekonomski fakultet, Izvorni znanstveni rad, Split, 2001.
2. Herc, M.; *Struktura kapitala malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj*, Poslovna izvrsnost, Izvorni Znanstveni članak, Osijek, 2019.

### **WEB STRANICE**

1. <http://www.ekonomskirjecnik.com/definicije/struktura-kapitala.html>



## **POPIS SLIKA**

Slika 1: Struktura kapitala .....	6
Slika 2: Bilanca i račun dobiti i gubitka za poduzeća bez financijske poluge i za poduzeća s financijskom polugom.....	13
Slika 3: MM propozicija 1. s porezima.....	19
Slika 4: MM postavka 2. s porezima.....	20
Slika 5: Prikaz optimalne razine zaduživanja.....	21
Slika 6: Determinante optimalne strukture kapitala i utjecaj na vrijednost poduzeća.....	22

## **POPIS GRAFOVA I TABLICA**

Tablica 1: Kamatni porezni štit River Cruises kompanije.....	9
Tablica 2: Očekivane veze između varijabli i teorija strukture kapitala.....	26