



**УНИВЕРЗИТЕТ У КРАГУЈЕВЦУ  
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ**

**Марина Д. Јанковић**

**КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ И ИЗБОР  
ОПТИМАЛНЕ СТРУКТУРЕ КАПИТАЛА**

*Докторска дисертација*

**Крагујевац, 2019. године**

*ИДЕНТИФИКАЦИОНА СТРАНИЦА ДОКТОРСKE ДИСЕРТАЦИЈЕ*

<b>I Аутор</b>
Име и презиме: Марина Јанковић
Датум и место рођења: 30.07.1984. године, Ваљево
Садашње запослење: Висока пословна школа струковних студија Ваљево
<b>II Докторска дисертација</b>
Наслов: Корпоративно управљање и избор оптималне структуре капитала
Број страница: X + 242
Број табела: 24; број слика: 15
Број библиографских јединица: 394
Установа и место где је рад израђен: Економски факултет Универзитета у Крагујевцу, Крагујевац
Научна област (УДК): 005.2:330.142(043.3) Корпоративно управљање
Ментор: Др Предраг Станчић, редовни професор Економског факултета Универзитета у Крагујевцу
<b>III Оцена и одбрана</b>
Датум пријаве теме: 08.06.2016.
Број одлуке и датум прихватања докторске дисертације: 3460/X-2) од 30.11.2016. године
Комисија за оцену подобности теме и кандидата: <ol style="list-style-type: none"><li>1. Др Предраг Станчић, редовни професор Економског факултета Универзитета у Крагујевцу, ужа научна област Рачуноводство, ревизија и пословне финансије;</li><li>2. Др Верица Бабић, редовни професор Економског факултета Универзитета у Крагујевцу, ужа научна област Менаџмент и пословна економија;</li><li>3. Др Евица Петровић, редовни професор Економског факултета Универзитета у Нишу, ужа научна област Пословне финансије, рачуноводство и ревизија.</li></ol>
Комисија за оцену докторске дисертације: <ol style="list-style-type: none"><li>1.</li><li>2.</li><li>3.</li></ol>
Комисија за одбрану докторске дисертације: <ol style="list-style-type: none"><li>1.</li><li>2.</li><li>3.</li></ol>
Датум одбране дисертације:

## Апстракт

Сврха истраживања у докторској дисертацији је боље разумевање утицаја структуре капитала на вредност корпорације. Контроверзни резултати досадашњих емпиријских истраживања о утицају структуре капитала на вредност корпорације могу се приписати занемаривању односа структуре капитала и корпоративног управљања. Поред тога што структура капитала представља финансијски инструмент, треба је посматрати и као комплементарни или супститутивни инструмент корпоративног управљања који може позитивно утицати на процес максимирања вредности корпорације.

Предмет докторске дисертације је улога корпоративног управљања у процесу избора оптималне структуре капитала. Посебна пажња ће бити посвећена анализи утицаја агенцијских трошкова на однос степена задужености и вредности корпорације, као и разматрању могућих приступа за контролу ових трошкова алтернативним инструментима корпоративног управљања. Основни циљ истраживања је да се теоријско-методолошки и емпиријски сагледа природа утицаја корпоративног управљања на однос структуре капитала и вредности корпорације.

Емпиријско истраживање на узорку корпорација које послују у Србији указало је на то да вредност корпорација са позитивним пословним резултатом расте се растом степена задужености. Степен концентрације власништва и удео неизвршних директора у управном одбору имају директан утицај на степен задужености. Дисциплинујући ефекат дуга код корпорација у Србији временом слаби или нестаје, јер раст степена укупне задужености доводи до раста агенцијских трошкова дуга. Јачина утицаја степена задужености на вредност корпорације мења се у зависности од величине управног одбора. Структура капитала свој утицај на вредност корпорације делимично остварује путем кориговања јачине утицаја степена концентрације власништва и удела неизвршних директора у управном одбору на вредност корпорације, што указује на то да дуг представља комплементарни интерни инструмент корпоративног управљања.

**Кључне речи:** структура капитала, агенцијски трошкови, вредност корпорације, корпоративно управљање, структура власништва, управни одбор

## **Abstract**

The purpose of research in the doctoral thesis is a better understanding of the influence of the capital structure on the corporate value. Controversial results of the previous empirical research on the influence of the capital structure on the corporate value can be attributed to the neglect of the relationship between capital structure and corporate governance. In addition to the fact that the capital structure is a financial instrument, it should also be viewed as a complementary or substitute instrument of corporate governance that can positively influence the process of maximizing corporate value.

The subject of this doctoral thesis is the role of corporate governance in the process of choosing an optimal capital structure. Special attention will be devoted to the analysis of the impact of agency costs on the relationship between the debt ratio and the corporate value, as well as to consideration of possible approaches to controlling these costs using alternative corporate governance instruments. The main aim of the research is to examine the theoretical, methodological and empirical nature of the influence of corporate governance on the relationship between the capital structure and the corporate value.

Empirical research on a sample of corporations in Serbia indicated that the corporate value increases with the increase in the debt ratio for corporations that make a positive operating earnings. The level of ownership concentration and the proportion of non-executive directors on the board of directors have a direct impact on the capital structure. The disciplinary effect of debt in Serbian corporations is weakening or disappearing over time, as the increase in the total debt ratio leads to the increase in agency costs of debt. The impact of the debt ratio on the corporate value varies depending on the size of the board. The capital structure partially accomplishes its impact on the corporate value by correcting the strength of the influence of the ownership concentration and the proportion of non-executive directors on the board of directors on the corporate value, which indicates that debt represents a complementary internal corporate governance instrument.

**Keywords:** capital structure, agency costs, corporate value, corporate governance, ownership structure, board of directors.

## САДРЖАЈ

СПИСАК СЛИКА .....	VIII
СПИСАК ТАБЕЛА .....	IX
УВОД .....	1

### ДЕО I

#### АНАЛИЗА УТИЦАЈА СТРУКТУРЕ КАПИТАЛА НА ВРЕДНОСТ КОРПОРАЦИЈЕ

1. Општи циљ финансијског управљања савремене корпорације .....	8
1.1. Модел акционара .....	9
1.2. Модел интересних група .....	11
2. Теорије о односу структуре капитала и вредности корпорације .....	15
2.1. Екстремне хипотезе односа структуре капитала и вредности корпорације .....	16
2.2. Модилјани-Милер теорија структуре капитала .....	19
2.3. Компромисна теорија структуре капитала .....	23
3. Актуелне контроверзе односа структуре капитала и вредности корпорације .....	30
3.1. Теорија хијерархијског редоследа .....	30
3.2. Бихејвиоралне финансије и теорија доброг тајминга .....	39
4. Кључне детерминанте обликовања структуре капитала .....	44
4.1. Карактеристике корпорације и структура капитала – теоријски оквир .....	44
4.2. Карактеристике корпорације и структура капитала – резултати емпиријских истраживања .....	48

### ДЕО II

#### ФИНАНСИЈСКИ АСПЕКТИ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА

1. Агенцијски проблем и трошкови .....	53
1.1. Оквир агенцијске теорије .....	54
1.1.1. Фактори агенцијског проблема .....	55
1.1.2. Типови агенцијског проблема .....	57
1.2. Ефикасност корпоративне контроле и агенцијски трошкови .....	62

1.2.1. Теорија агенцијских трошкова.....	62
1.2.1.1. Агенцијски трошкови капитала и дуга .....	65
1.2.2. Корпоративно управљање у служби редукције агенцијских трошкова.....	70
2. Инструменти корпоративног управљања .....	76
2.1. Интерни инструменти корпоративног управљања.....	76
2.2. Екстерни инструменти корпоративног управљања .....	81
3. Компаративна анализа система корпоративног управљања .....	85
3.1. Системи корпоративног управљања у развијеним земљама .....	85
3.2. Системи корпоративног управљања у земљама у развоју.....	89

### **ДЕО III**

#### **УТИЦАЈ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА НА ОДЛУКЕ О ОПТИМАЛНОЈ СТРУКТУРИ КАПИТАЛА**

1. Теоријски ставови о односу корпоративног управљања и структуре капитала.....	96
1.1. Корпоративно управљање у контексту савремених теорија структуре капитала .....	97
1.1.1. Корпоративно управљање у контексту компромисне теорије структуре капитала .....	97
1.1.2. Корпоративно управљање у контексту теорије хијерархијског редоследа .....	102
1.1.3. Корпоративно управљање у контексту теорије доброг тајминга .....	104
1.2. Корпоративно управљање и трошкови капитала .....	105
2. Модераторска улога корпоративног управљања .....	112
2.1. Општи модел модераторске улоге корпоративног управљања.....	113
2.2. Структура капитала и структура власништва.....	115
2.2.1. Структура капитала и степен концентрације власништва .....	116
2.2.2. Структура капитала и тип већинског власника.....	117
2.3. Структура капитала и структура управног одбора .....	122
2.3.1. Структура капитала и структура управног одбора .....	123
2.3.2. Структура капитала и величина управног одбора .....	124

2.3.3. Структура капитала и лидерство .....	125
2.4. Структура капитала и институционални оквир.....	126
3. Медијаторска улога корпоративног управљања .....	130
3.1. Општи модел медијаторске улоге корпоративног управљања .....	131
3.2. Структура капитала као инструмент корпоративног управљања.....	135
3.3. Ефикасност корпоративног управљања и вредност корпорације.....	141

#### **ДЕО IV**

### **ЕМПИРИЈСКА АНАЛИЗА УТИЦАЈА КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА НА ОДЛУКЕ О СТРУКТУРИ КАПИТАЛА КОРПОРАЦИЈА У СРБИЈИ**

1. Оквир корпоративног управљања у Србији .....	147
1.1. Законски оквир корпоративног управљања у Србији.....	147
1.2. Кодекси корпоративног управљања у Србији .....	155
1.3. Анализа праксе корпоративног управљања у Србији.....	158
2. Теоријске и методолошке основе емпиријског истраживања .....	162
2.1. Предмет и циљ емпиријског истраживања .....	163
2.2. Истраживачки модел и развој хипотеза .....	165
2.3. Карактеристике узорка и методологија истраживања .....	171
2.3.1. Структура узорка .....	172
2.3.2. Методологија и модели истраживања.....	175
3. Резултати истраживања и дискусија .....	181
3.1. Дескриптивна статистичка анализа .....	181
3.2. Корелациона и <i>ANOVA</i> анализа .....	184
3.3. Резултати регресионе анализе.....	187
3.3.1. Утицај структуре капитала на вредност корпорације.....	187
3.3.2. Утицај карактеристика корпорације на структуру капитала .....	189
3.3.3. Утицај карактеристика корпоративног управљања на структуру капитала....	194

3.3.4. Ограничавајуће-балансирајућа улога корпоративног управљања у односу структуре капитала и вредности корпорације.....	199
3.3.5. Посредничка улога корпоративног управљања у односу структуре капитала и вредности корпорације.....	203
4. Ограничења истраживања и смернице за будућа истраживања.....	207
<b>ЗАКЉУЧАК</b> .....	210
<b>ЛИТЕРАТУРА</b> .....	215



## СПИСАК СЛИКА

Слика 1: Финансијска структура и структура капитала предузећа .....	15
Слика 2: Хипотеза независности (а) и Хипотеза зависности (б) .....	18
Слика 3: Ирелевантност структуре капитала – Модел пите .....	20
Слика 4: Тржишна вредност и степен задужености – Компромисна теорија .....	28
Слика 5: Информациона асиметрија и сукоби интереса главних стејхолдера – проблеми недовољног и прекомерног инвестирања .....	33
Слика 6: Однос укупних агенцијских трошкова, агенцијских трошкова капитала и агенцијских трошкова дуга .....	69
Слика 7: Међузависност тржишне вредности и цене капитала .....	106
Слика 8: Корпоративно управљање као модератор односа структуре капитала и вредности корпорације – концептуални приказ .....	114
Слика 9: Модел модераторског ефекта корпоративног управљања.....	115
Слика 10: Корпоративно управљање као медијатор – концептуални приказ .....	134
Слика 11: Медијаторски ефекат корпоративног управљања .....	135
Слика 12: Органи управљања акционарским друштвом према Закону из 2004. године.....	148
Слика 13: Органи управљања акционарским друштвом према организацији управљања сходно одредбама актуелног Закона о привредним друштвима.....	150
Слика 14: Оцена регулативе и праксе корпоративног управљања у Србији.....	161
Слика 15: Истраживачки модел .....	165

## СПИСАК ТАБЕЛА

Табела 1. Карактеристике корпорације и структура капитала – преглед емпирије.....	51
Табела 2: Позиција Србије према индексу глобалне конкурентности Светског економског форума од 2011. до 2016. године .....	160
Табела 3: Интерни инструменти корпоративног управљања и структура капитала .....	169
Табела 4: Општа структура узорка .....	173
Табела 5: Структура узорка према власништву .....	173
Табела 6: Структура узорка према карактеристикама управног одбора.....	175
Табела 7: Резултати дескриптивне статистичке анализе за анализиране корпорације у периоду од 2011. до 2015.....	182
Табела 8: Резултати Бера-Жарковог теста нормалности за анализиране корпорације у периоду од 2011. до 2015.....	184
Табела 9: Пирсонови и Спирманови коефицијенти корелације за варијабле које се односе на структуру капитала, вредност корпорације и карактеристике корпорација утврђени за анализиране корпорације у периоду од 2011. до 2015.....	185
Табела 10: Пирсонови и Спирманови коефицијенти корелације за варијабле које се односе на структуру капитала, вредност корпорација и карактеристике корпоративног управљања анализираних корпорација од 2011. до 2015. ....	186
Табела 11: ANOVA за поновљена мерења варијабли које се односе на структуру капитала, вредност корпорације и детерминанте структуре капитала од 2011. до 2015.....	187
Табела 12: Утицај степена задужености на вредност корпорација са позитивним пословним резултатом.....	188
Табела 13: Карактеристике корпорације и структура капитала – теоријски преглед.....	190
Табела 14: Утицај карактеристика корпорације на структуру капитала.....	191
Табела 15: Резултати Грејнцеровог теста узрочности агенцијских трошкова и структуре капитала .....	194
Табела 16: Утицај укупне задужености на агенцијске трошкове .....	195
Табела 17: Утицај карактеристика корпоративног управљања на структуру капитала .....	196
Табела 18: Значај и утицај типа власништва и типа управљања на структуру капитала.....	198
Табела 19: Ограничавајуће-балансирајућа улога структуре власништва у односу структуре капитала и вредности корпорације.....	200
Табела 20: Ограничавајуће-балансирајућа улога величине управног одбора у односу структуре капитала и вредности корпорације.....	201

Табела 21: Ограничавајуће-балансирајућа улога структуре управног одбора у односу структуре капитала и вредности корпорације .....	202
Табела 22: Посредничка улога структуре власништва у односу структуре капитала и вредности корпорације .....	204
Табела 23: Посредничка улога величине управног одбора у односу структуре капитала и вредности корпорације .....	205
Табела 24: Посредничка улога структуре управног одбора у односу структуре капитала и вредности корпорације .....	206

## УВОД

Према савременим схватањима избора структуре капитала, за компоновање структуре капитала је битно познавање цене сваког извора финансирања, како би се успоставио баланс између маргиналних трошкова и користи дуга, или изабрали најјефтинији извори финансирања и тиме максимирала вредност корпорације. Процес финансијског одлучивања је у надлежности менаџмента и агенцијски проблем уобичајено постаје све озбиљнији са менаџерском тенденцијом да приликом доношења одлука занемаре, на првом месту, интересе акционара и дају приоритет сопственим интересима. Агенцијски трошкови представљају важан сегмент корпоративног управљања и избора структуре капитала. Способност корпорације да контролише и ублажи агенцијске проблеме и, на тај начин, минимизира агенцијске трошкове, повећава вероватноћу да корпорација опстане на тржишту и своје пословање усмери на генерисање вредности.

Конфликти интереса различитих стејкхолдера и ризик опортунистичког понашања неког од њих, на првом месту менаџера, доводе до раста цене капитала, што последично води паду вредности корпорације, па агенцијски проблем и трошкови имају утицај првог реда на одлуке о структури капитала. Корпоративно управљање које доприноси повећању кредибилитета рачуноводствених информација, ублажавању проблема информационе асиметрије, смањењу експропријације имовине акционара/мањинских акционара од стране менаџера и контролних акционара, олакшава приступ корпорације различитим изворима финансирања по нижим трошковима. Према томе, корпоративно управљање представља значајан фактор у процесу ублажавања агенцијског проблема, избора оптималне структуре капитала и максимирања вредности корпорације. Корпорације се међусобом разликују у нивоу усвојене најбоље праксе корпоративног управљања и у ситуацији када други облици дисциплиновања менаџера недостају или постојећи нису ефикасни, дуг може бити инструмент ефикасног корпоративног управљања и очувања вредности корпорације.

Због свега наведеног, намеће се потреба за развојем новог аналитичког приступа, који ће ставити јачи акценат на агенцијски проблем и бити усмерен на испитивање природе утицаја корпоративног управљања на однос структуре капитала и вредности корпорације. Сходно томе, предмет истраживања ће бити улога корпоративног управљања у процесу избора оптималне структуре капитала. Посебна

пажња ће бити посвећена анализи утицаја агенцијских трошкова на однос степена задужености и вредности корпорације, као и разматрању могућих приступа за контролу ових трошкова алтернативним инструментима корпоративног управљања.

Имајући у виду предмет, основни циљ истраживања је да се теоријско-методолошки и емпиријски сагледа природа утицаја корпоративног управљања на однос структуре капитала и вредности корпорације. Из овако дефинисаног општег циља истраживања могу се извести следећи посебни циљеви:

- анализирати еволуцију теоријских ставова и резултата емпиријских истраживања у вези са структуром капитала, њеним утицајем на вредност корпорације и значај у процесу креирања вредности;
- размотрити утицај корпоративног управљања на избор оптималне структуре капитала;
- испитати утицај структуре капитала на вредност корпорације, имајући у виду карактеристике корпоративног управљања у Србији.

Сходно постављеном предмету и циљу истраживања, у раду ће бити тестиране следеће хипотезе:

***Хипотеза 1:** Вредност корпорације са позитивним пословним резултатом се повећава са повећањем финансијског левериџа*

***Хипотеза 2:** Промене власничке структуре и структуре управног одбора корпорације директно утичу на обликовање структуре капитала*

***Хипотеза 2.1:** Степен концентрације власништва има статистички значајан позитиван утицај на степен задужености*

***Хипотеза 2.2:** Веза између величине управног одбора и степена задужености је позитивна и статистички значајна*

***Хипотеза 2.3:** Учешће неизвршних директора у управном одбору има статистички значајан позитиван утицај на степен задужености*

***Хипотеза 3:** Корпоративно управљање одређује начин утицаја структуре капитала на вредност корпорације*

***Хипотеза 3.1:** Корпоративно управљање има ограничавајуће-балансирајућу улогу у испољавању утицаја структуре капитала на вредност корпорације*

***Хипотеза 3.2:** Корпоративно управљање има улогу посредника у испољавању утицаја структуре капитала на вредност корпорације*

У складу са дефинисаним предметом и циљем истраживања, као и постављеним хипотезама, у докторској дисертацији ће бити коришћена квалитативна методологија. Квалитативна методологија ће омогућити појмовно одређење и описивање основних елемената разматране проблематике, применом дескриптивне анализе и интерпретације прикупљених релевантних информација. Сврха оваквог приступа јесте да се продуби разумевање проблематике која се истражује и постави теоријска основа за емпиријску проверу дефинисаних истраживачких хипотеза. Научна верификација резултата ће бити спроведена коришћењем метода анализе и синтезе, индукције и дедукције, како би се на основу постојећих теоријских ставова о оптимизацији структуре капитала и њеној повезаности са корпоративним управљањем дошло до општих закључака значајних за разумевање предмета истраживања. Такође, биће коришћен метод компарације, како на теоријском, тако и на емпиријском плану. Његова примена, између осталог, треба да омогући компарацију теоријских ставова о структури капитала, компарацију различитих система корпоративног управљања и идентификовање карактеристичних односа на релацији структура капитала – корпоративно управљање.

С обзиром на то да ће у последњем делу докторске дисертације бити изнети резултати оригиналног емпиријског истраживања на одабраном узорку, у дисертацији ће бити примењена и квантитативна методологија. С тим у вези ће бити примењени релевантни статистички и економетријски модели. За проверу утицаја структуре капитала на вредност корпорације и утицаја карактеристика корпоративног управљања на структуру капитала биће коришћени панел регресиони модели. Веза структуре капитала и вредности корпорације ће бити објашњена применом медијаторског модела у којем ће медијаторска варијабла представљати корпоративно управљање, као посредника у односу структуре капитала (независна варијабла) и вредности корпорације (зависна варијабла). Модераторским моделом ће бити тестирано да ли модераторска варијабла (корпоративно управљање) утиче на смер и снагу односа структуре капитала и вредности корпорације.

Докторска дисертација, поред увода и закључка, садржи четири међусобно повезана дела. У **првом делу** докторске дисертације, под насловом *Анализа утицаја структуре капитала на вредност корпорације*, биће указано на могућности

дефинисања општег циља финансијског управљања савремене корпорације, уважавајући разлике између два основна модела корпорације, модела акционара и модела интересних група. Посебно ће бити размотрено максимирање вредности корпорације као циљ пословања, с обзиром на то да може допринети конвергенцији супротстављених интереса стејкхолдера. Деценијама присутне теоријске расправе о композицији дугова и акцијског капитала која максимира вредност корпорације још увек не престају, што структуру капитала чини стално актуелним финансијским феноменом. Због значаја структуре капитала за остварење општег циља пословања савремене корпорације, биће размотрена еволуција теоријских ставова и резултата емпиријских истраживања о карактеру утицаја структуре капитала на вредност корпорације, од најраније постављених екстремних хипотеза, преко теорије Модиланија и Милера, компромисне теорије, па све до најновијих теорија структуре капитала. На крају првог дела докторске дисертације, биће размотрена условљеност структуре капитала њеним кључним детерминантама у циљу схватања комплексности проблематике и вишекритеријумске природе одлука о структури капитала.

**Други део** докторске дисертације, под насловом *Финансијски аспекти корпоративног управљања*, биће посвећен разматрању агенцијског проблема и релевантних финансијских аспеката корпоративног управљања у савременом пословном окружењу. Корпорацију карактерише велики број власника капитала, чија компетентност за управљање није довољна, тако да су принуђени да ангажују професионалне експерте изван корпорације, тј. менаџере на које преносе право управљања и руковођења. Како може доћи до неслагања између власника и менаџера по питању њихових интереса и циљева, тако може доћи до појаве агенцијског проблема. Осим на релацији менаџер-власник, агенцијски проблем се може јавити на релацијама кредитор–власник и већински-мањински власници. Корпоративно управљање, схваћено као институционални оквир који може имати различите механизме за успостављање односа између менаџера, власника и осталих стејкхолдера, треба да доведе до повећања ефикасности пословања, ублажавања агенцијског проблема и смањења агенцијских трошкова. Сходно томе, разматраће се интерни и екстерни инструменти корпоративне контроле, као и начин њиховог утицаја на висину агенцијских трошкова. Како не постоји јединствен модел који на

прави начин одсликава корпоративно управљање у различитим земљама, биће извршена компаративна анализа алтернативних система корпоративног управљања.

**Трећи део** докторске дисертације ће бити посвећен анализи *утицаја корпоративног управљања на одлуке о оптималној структури капитала*. На почетку овог дела, однос корпоративног управљања и структуре капитала разматраће се из угла савремених теорија структуре капитала. Ризик опортунистичког понашања менаџера и конфликти интереса утичу на раст трошкова капитала, јер власници капитала нису сигурни да ли могу да верују менаџменту. Због високе вероватноће сукоба интереса са власницима, кредитори своја очекивања могу уградити у цену дуга или укључити рестриктивне уговорне одредбе у дуговне аранжмане. Са циљем објашњења начина утицаја структуре капитала на вредност корпорације, биће постављен општи модераторски модел утицаја корпоративног управљања на однос структуре капитала и вредности предузећа. Сходно томе разматраће се да ли постоје карактеристични односи у структури капитала за одређене врсте и типове власништва, управног одбора и институционалне оквире. Коришћењем општег медијаторског концепта, разматраће се посредничка улога корпоративног управљања у односу структуре капитала и вредности предузећа. Како структура капитала може бити инструмент корпоративног управљања, који може утицати на смањење трошкова мониторинга, испољавајући дисциплинујућу улогу на понашање менаџера, тако се може обезбедити ефикасније пословање усмерено на максимирање вредности корпорације, што ће бити предмет разматрања на крају овог дела докторске дисертације.

У **четвртом делу** докторске дисертације ће бити спроведена *емпиријска анализа утицаја корпоративног управљања на одлуке о структури капитала корпорација у Србији*. На самом почетку овог дела, биће указано на правни и регулаторни оквир корпоративног управљања у Србији, који укључује законску регулативу и кодексе корпоративног управљања. У оквиру одељка који се односи на теоријске и методолошке основе истраживања, поред образложења предмета и циља, биће описан истраживачки модел и поступак развоја хипотеза, истакнуте карактеристике узорка и објашњена методологија истраживања. Истраживање ће бити спроведено коришћењем података из званичних докумената и финансијских извештаја корпорација, доступних на интернет страницама Агенције за привредне регистре и



Београдске берзе. Поред детаљног приказа добијених резултата и њихове дискусије, биће указано и на ограничења истраживања и смернице за будућа истраживања.

# ДЕО I

## АНАЛИЗА УТИЦАЈА СТРУКТУРЕ КАПИТАЛА НА ВРЕДНОСТ КОРПОРАЦИЈЕ

## 1. Општи циљ финансијског управљања савремене корпорације

Иако се у стручној и научној литератури само појмовно одређење корпорације јако ретко налази, може се са сигурношћу тврдити да корпорација представља специфичан облик организовања предузећа. Берл и Минс указују да је корпорација, у суштини, метод за закуп имовине али уједно и средство за организацију економског живота. Такође, корпорацију виде и као средство помоћу ког је богатство великог броја појединаца концентрисано у велики скуп, при чему је контрола над тако удруженим богатством препуштена јединственој управи.<sup>1</sup> Џенсен и Меклинг описују корпорацију као један облик правне фикције који служи као веза или ланац за уговарање односа и која се, такође, одликује дељивим резидуалним правима на њена средства и новчане токове који се, генерално, могу продати без тражења дозволе од других уговорних страна.<sup>2</sup> Сходно томе, може се рећи да корпорација представља уговором дефинисан најсложенији вид удруживања капитала различитих правних и/или приватних субјеката (акционара) који имају право на новчане токове и резидуалну вредност имовине корпорације, али који не одговарају за њене обавезе.

Општи циљ корпорације мора бити општи циљ финансијског управљања, јер се једино тако могу доносити инвестиционе, финансијске и одлуке о дивидендама које доприносе повећању вредности корпорације. Због тога је потребно дефинисати „прави“ циљ финансијског управљања из ког ће произлазити финансијске и инвестиционе одлуке, како његово погрешно формулисање не би имало катастрофалне последице.<sup>3</sup> С тим у вези, добар циљ финансијског управљања треба да има следеће карактеристике:<sup>4</sup>

- јасност и недвосмисленост,
- прате га јасна и недвосмислена мерила, која омогућавају процену успешности донете одлуке и
- не изазива трошкове другим лицима или групама, које поништавају користи за организацију и чине штету читавом друштву.

---

<sup>1</sup> Berle, A. A. & Means G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan. p. 24

<sup>2</sup> Jensen, M.C. & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

<sup>3</sup> Станчић, П. (2006). *Савремено управљање финансијсма предузећа*, Економски факултет Универзитета у Крагујевцу, Крагујевац, стр. 14

<sup>4</sup> Damodaran, A. (2001). *Corporate Finance – Theory and Practice*, 2<sup>nd</sup> edition, John Wiley & Son, Inc. p. 13

У прилог томе колико је важно да корпорације имају јединствен циљ говори став Џенсена, према коме суочавање менаџмента са мноштвом циљева као што су максимирање профита (нето добитка), тржишног учешћа, будућег раста профита или нечег другог, оставља менаџмент без могућности да донесе исправне одлуке. Тачније, менаџмент ће остати без циља што ће за последицу имати конфузију и губитак сврхе пословања корпорације у конкурентској борби за опстанак.<sup>5</sup> Другим речима, немогуће је обезбедити опстанак, раст и развој савремене корпорације без прецизно дефинисаног „правог“ циља пословања.

Два су основна модела корпорације: модел акционара и модел интересних група. С тим у вези, два су основна схватања циља корпорације: 1) максимирање вредности за акционаре, својствен акционарском моделу и 2) максимирање вредности за стејхолдере, својствен моделу интересних група.

### **1.1. Модел акционара**

Корпоративна предузећа из англосаксонских земља, попут САД-а и Велике Британије, карактерише широко дисперзирано власништво, тржишна оријентисаност, истицање акционара као најважнијег заинтересованог субјекта и пословање у правном систему заснованом на обичајима. У акционарском моделу корпорације за циљ имају максимирање вредности за акционаре (*shareholder value*), што се поклапа са ставом деценијама критиковане акционарске теорије (*Shareholder theory*).

Према акционарској теорији, примарна одговорност корпорације је максимирање богатства акционара (*shareholder wealth*), односно вредности за акционаре.<sup>6</sup> Заправо, акционари се могу посматрати као инвеститори који куповином акција одређене корпорације свој новац стављају на располагање менаџменту, који би требао да новац инвестира у пројекте којима ће настојати да креира максималну вредност за њих. Циљ корпорације мора бити креирање вредности за акционаре, а сама вредност изражена је преко тржишне цене акција као функције финансијских, инвестиционих и одлука о дивидендама менаџмента корпорације, истиче Ван Хорн.<sup>7</sup>

---

<sup>5</sup> Jensen, C. M. (2002). Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function. *Business Ethics Quarterly*, 12(2), 235-256.

<sup>6</sup> Friedman, M. (1962). *Capitalism and Freedom*. University of Chicago Press, Chicago, IL. p.133

<sup>7</sup> Van Horne C. J. (1995). *Financial Management and Policy*, 10<sup>th</sup> edition, Prentice-Hall International, London, p. 2

Максимирање нето добитка, као апсолутне разлике између рачуноводствених прихода и расхода, у суштини представља тежњу за ефикасном употребом средстава корпорације. Међутим, могућност примене неконзистентне рачуноводствене методологије, непрецизно одређење нето добитка,<sup>8</sup> занемаривање концепта временске вредности новца и степена ризика, као и краткорочна оријентисаност, не чини га правим циљем финансијског управљања.<sup>9</sup> С тим у вези, овако дефинисан циљ не може бити поуздана основа за доношење инвестиционих и финансијских одлука.

Рапарт указује на чињеницу да је идеја да је менаџмент примарно задужен за повећање вредности за акционаре широко прихваћена у САД-у 1980-их година. Са глобализацијом конкуренције и тржишта капитала, скренута је пажња на максимирање вредности за акционаре као циљ пословања и у Великој Британији, континенталној Европи, Аустралији, чак и Јапану. Заправо, 1990-их година генерисање вредности за акционаре постао је глобални стандард за мерење перформанси корпорације.<sup>10</sup> Сходно томе, рад менаџмента треба пратити и оценити према генерисаној вредности за акционаре, односно расту тржишне цене акција и исплате дивиденде. Акционари су заинтересовани за исплату дивиденде, превасходно исплату дивиденде у дугом року, што се у условима ефикасног тржишта акција одражава на раст цене акција корпорације.

Велики број непријатељских преузимања у другој половини 1980-их година били су јак подстицаји за менаџмент корпорације да се фокусира на генерисање вредности, заправо на затварање „вредносног јаза“ (*value gap*).<sup>11</sup> Корпорације код којих постоји вредносни јаз, најчешће услед неефикасне употребе средстава, имају тржишну вредност корпорације испод тржишне вредности коју су могле остварити, односно постоји негативна разлика између стварне (садашње) и потенцијалне тржишне вредности корпорације. Приликом усклађивања интереса менаџера и власника, тржишна цена акција користи се као генерално прихваћени метод за мерење перформанси менаџмента, па се разним подстицајима може постићи да менаџмент корпорације предузима одговарајуће напоре у процесу стварања

---

<sup>8</sup> Приликом одређења нето добитка битно је прецизирати временски оквир посматрања, начин исказивања (апсолутно или релативно) и посматрања (рачуноводствено или новчано).

<sup>9</sup> Видети Станчић, П (2006). оп. цит. стр. 15-16.

<sup>10</sup> Rappaport, A. (1998). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, 2<sup>nd</sup> edition, The Free Press, New York. p.1

<sup>11</sup> Ибид. pp.1-2

вредности, што ће за последицу имати раст цене акција.<sup>12</sup> Наравно, битно је истаћи да менаџмент нема стварну контролу над вредношћу корпорације као ни над ценама акција, али помоћу „разних инструмената“, као што су на пример стратегија, трошкови, капитална улагања, може имати индиректан утицај.

Иако су присутна одређена неслагања око тога шта је у суштини вредност за акционаре, преовлађује став да је вредност за акционаре садашња вредност будућих нето новчаних токова добијена дисконтовањем будуће вредности новчаних токова ценом капитала. Најјаснији приказ суштине вредности за акционаре дао је Рапапорт преко мреже вредности за акционаре. Према његовом виђењу менаџмент корпорације приликом доношења пословних, инвестиционих и финансијских одлука утиче на покретаче вредности. Слободни новчани ток детерминисан је пословним и инвестиционим покретачима вредности, док је дисконтна стопа условљена ценом капитала, као финансијским покретачем вредности. Додата вредност за акционаре, која представља основ за обезбеђење укупног приноса за акционаре који чине дивиденде и капитални добици, одређена је ценом капитала која рефлектује очекивану стопу приноса, и слободним новчаним током. Сходно томе, корпорација креира вредност ако остварује стопу приноса већу од цене капитала.

Сублимирајући изнето, може се рећи да модел акционара карактерише истицање интереса акционара изнад интереса осталих интересних група и максимирање вредности за акционаре као општи циљ корпорације и финансијског управљања. Односно, стварање вредности за акционаре представља најважнији критеријум за оцену успешности пословања. Међутим, због истицања акционара у први план, као кључна критика овако дефинисаног циља истиче се занемаривање интереса осталих заинтересованих субјеката у савременом амбијенту пословања корпорације. Управо истицање интереса других интересних група довело је до дефинисања другачијег циља пословања корпорације и развоја новог теоријског гледишта.

## **1.2. Модел интересних група**

Модел интересних група је карактеристичан за развијене земље континенталне Европе. Корпорације послују у систему континенталног права, карактерише их висока концентрација власништва, банкарска оријентисаност и уважавање интереса

---

<sup>12</sup> Jensen, C. M. & Meckling, H. W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

свих стејкхолдера. У моделу интересних група, корпорације за циљ имају максимирање вредности за све интересне групе, што је у складу са ставом стејкхолдер теорије (*Stakeholder theory*).

Сходно основној идеји Фримена, главног протагонисте стејкхолдер теорије, корпорација треба да служи мноштву стејкхолдера, односно циљ пословања представља генерисање вредности као суме користи створене за све стејкхолдера.<sup>13</sup> Са овог аспекта, корпорација се не третира као власништво акционара већ као друштвена институција усмерена на стварање вредности.<sup>14</sup> Менаџери треба да управљају корпорацијом у корист свих стејкхолдера како би обезбедили остварење њихових права и учешћа у процесу одлучивања.<sup>15</sup>

У моделу интересних група менаџмент корпорације треба да има у виду плурализам интереса различитих интересних група. Међутим, често се као кључни стејкхолдери, којима савремена корпорација настоји да генерише вредност, истичу акционари, купци-потрошачи и запослени.<sup>16</sup> Појашњење за истицање поменутих стејкхолдера се базира на концепту опортунитетног приноса, односно вредност за одређене стејкхолдере генерише се када та група остварује већу корист од оне коју би могла да оствари у конкурентским корпорацијама.<sup>17</sup> Сходно томе, генерисање вредности за државу било би сведено на плаћање пореза већих од прописаних, корпорација би платила кредиторима више од онога што је уговорено, што наравно није у складу са реалношћу и главни је разлог изостављања државе и кредитора из групе кључних стејкхолдера. Модел интересних група не одбацује стварање вредности за акционаре као циљ пословања, али дугорочно посматрано стварање вредности за акционаре није могуће без вођење рачуна о интересима осталих интересних група.

Познати финансијски скандали, као што су *Enron*, *Shell* и *WorldCom*, истицани су као примери неуспеха акционарске теорије и победе става стејкхолдер теорије да је дужност менаџера да балансирају између финансијских интереса акционара и

---

<sup>13</sup> Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman: Boston, p. 25

<sup>14</sup> Donaldson T. & Preston, E. L. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.

<sup>15</sup> Fontaine, C., Haarman, A. & Schmid, S. (2006). The Stakeholder Theory. *Edlays education*, 1, 1-33.

<sup>16</sup> Rappaport, A. (1998). оп. цит. р. 7

<sup>17</sup> Закић, В. (2013). *Генерисање вредности за заинтересоване субјекте као циљ савременог корпоративног предузећа*. Зборник Матице српске за друштвене науке, Матица српска, Нови Сад, 144(3), 467-481.

осталих интересних група, чак и ако то утиче на смањење приноса акционара.<sup>18</sup> Често се у одбрану ставова стејкхолдер теорије истиче да менаџери могу краткорочно утицати на цене акција повећањем профита или новчаних токова преко објављивања непоузданих или лажних информација. Овакво понашање може створити краткорочну корист за поједине акционаре и менаџере али на штету осталих интересних група. Конкретније, дугорочно посматрано, оно може довести до отпуштања запослених, пада профита и продаје, неиспуњења уговором прецизираних обавеза према повериоцима, губитка пословног угледа, као и до пада тржишне вредности корпорације, што говори о неопходности да се корпорација у свом пословању понаша као друштвено одговоран субјект. Сходно томе, корпорације расположиве ресурсе треба да користе у складу са правилима и вредностима препознатих од стране друштва.<sup>19</sup>

Међутим, задовољење интереса свих стејкхолдера тешко је имплементирати у реалности. Наиме, тешко је дефинисати принципе на основу којих ће менаџмент корпорације доносити своје одлуке, утврдити јасна мерила задовољења интересних група корпорације, чије праћење и контрола треба да доведе до њиховог унапређења, као и начин на који максимирати користи једне интересне групе а да то не буде на штету друге.<sup>20</sup> Сундарам и Инкпен, стоје на становишту да се максимирање вредности за акционаре може позитивно манифестовати и на остале стејкхолдере.<sup>21</sup> Свој став појашњавају чињеницом, да је новчани ток за власнике стриктно резидуално потраживање које доспева након измирења свих обавеза корпорације, па самим тим они сnose највећи ризик. Додатно истичу да у процесу генерисања вредности за акционаре менаџери ефективно повећавају користи за све стејкхолдере, стога максимирање вредности за акционаре сматрају јединим исправним циљем управљања модерне корпорације.

Рапапорт истиче да су менаџери и политичари признали да пораст цена акција рефлектује унапређење продуктивности и конкурентности што ствара користи свим

---

<sup>18</sup> Smith, H. J. (2003). The Shareholders vs. Stakeholders Debate. *MIT Sloan Management Review*, 44(4), 85-90.

<sup>19</sup> Fontaine, C., et. al. (2006). оп. цит.

<sup>20</sup> Тодоровић, М. (2010). *Пословно и финансијско реструктурирање предузећа*, Економски факултет Универзитета у Београду, Београд, стр.7 и Tse, T. (2011). Shareholder and Stakeholder Theory: After the Financial Crisis, *Qualitative Research in Financial Markets*, 3(1), 51-63.

<sup>21</sup> Sundaram, K. A. & Inkpen, C. A. (2004). The Corporate Objective Revisited. *Organization Science*, 15(3), 350-363.



интересним групама и економији у целини.<sup>22</sup> Са аспекта мерљивости циља корпорације, истиче се да су постојећи алати за праћење менаџмента дизајнирани према усмерењу ка стварању вредности за акционаре, преко директне и индиректне контроле покретача вредности који утичу на цену акција.<sup>23</sup> Такође, истиче се да би пословање корпорација у складу са идејом стејкхолдер теорије допринело смањењу друштвеног благостања, иако заступници ове теорије тврде супротно, слично као и заступници комунистичких и социјалистичких идеја.<sup>24</sup> Очигледно, максимирање вредности за све интересне групе као општи циљ пословања не представља довољно јасно дефинисан циљ, методологија за праћење његове реализације није довољно развијена, а отежано је, готово немогуће, имплементирати га у реалном пословном амбијенту.

Међутим, и поред очигледног неслагања око циља пословања између акционарског и стејкхолдер модела корпорације, у новије време са процесом глобализације, долази до извесног процеса конвергенције преко истицање чињенице да корпорација не може максимирати вредност за акционаре уколико не води рачуна о интересима осталих стејкхолдера. Ипак, Џенсен истиче јединствен општи циљ за оба модела – *максимирање вредности*<sup>25</sup> *предузећа*. Додатно, скреће пажњу на то да „двеста година истраживања у области економије и финансија имплицира да се друштвено благостање максимира када свако предузеће у економији максимира своју укупну вредност“.<sup>26</sup>

Максимирање вредности предузећа, очигледно је шире постављен циљ у односу на максимирање вредности за акционаре, дугорочно је оријентисан јер има у виду квантитет и квалитет очекиваних приноса и ничим не указује на начин њене расподеле.<sup>27</sup> Остварење овако дефинисаног циља оперативно, односно краткорочно посматрано, ограничено је једино одржањем ликвидности корпорације.<sup>28</sup> Сходно томе, максимирање вредности корпорације представља основу за процену остварења

---

<sup>22</sup> Rappaport, A. (1998). оп. цит. р. 7

<sup>23</sup> Tse, T. (2011). оп. цит.

<sup>24</sup> Jensen, C. M. (2002). оп. цит.

<sup>25</sup> Под вредношћу предузећа најчешће се подразумевају два термина: тржишна вредност предузећа, као производ цене акција и броја акција или суштинска вредност предузећа као садашња вредност свих будућих новчаних токова.

<sup>26</sup> Ибид. р. 239.

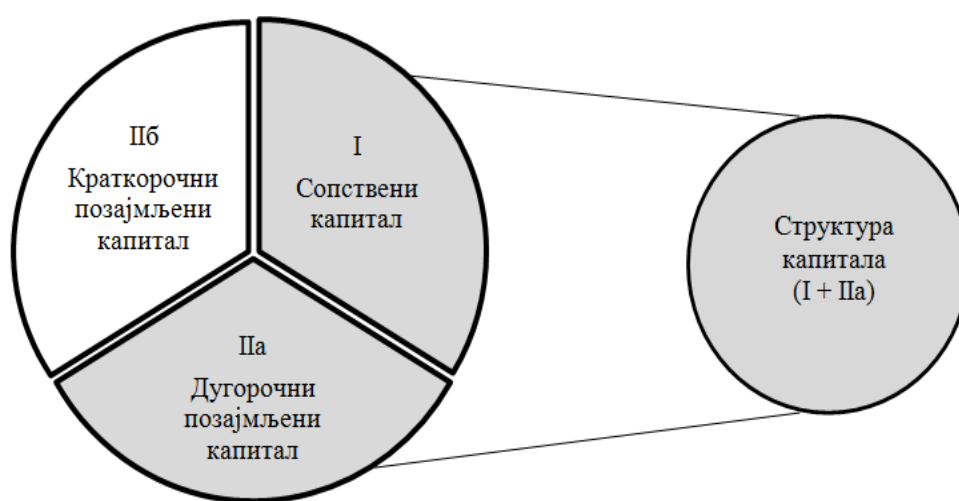
<sup>27</sup> Станчић, П (2006). оп. цит. стр. 18

<sup>28</sup> Samuels, J. M., Wilkes, F. M. & Brayshaw, R. E. (1995). *Management of Corporate Finance*. 6<sup>th</sup> edition, Chapman & Hall, p. 2

визије или имплементације стратегије, односно меру успешности пословања, што га прокламује општим циљем корпорације и финансијског управљања.<sup>29</sup>

## 2. Теорије о односу структуре капитала и вредности корпорације

Структура капитала корпорације представља специфичан микс дугорочног дуга и сопственог<sup>30</sup> капитала. Другим речима, структура капитала обухвата трајне компоненте извора капитала. Како се у стручној литератури структура извора финансирања најчешће представља преко финансијске структуре и структуре капитала неопходно је скренути пажњу на њихову суштинску разлику.



Финансијска структура предузећа (I + II)

**Слика 1: Финансијска структура и структура капитала предузећа**

Као што се може уочити на слици 1, финансијска структура представља израз укупних извора финансирања као однос сопствених и позајмљених извора, док структура капитала представља њен дугорочни аспект. Уколико би се финансијска структура посматрала као укупност извора који ће бити коришћени за финансирање инвестиционе активности предузећа могао би се ставити знак једнакости између термина структура капитала и финансијска структура.<sup>31</sup>

Имајући у виду да предузеће креира вредност уколико је очекивана стопа приноса већа од цене капитала, може се рећи да су финансијске одлуке од

<sup>29</sup> Jensen, C. M. (2002). оп. цит.

<sup>30</sup> Сва теоријска разматрања за претпоставку имају предузећа корпоративног типа. Сходно томе, под главном компонентом сопственог капитала, односно основним капиталом подразумеваће се акцијски капитал.

<sup>31</sup> Ross, A. S., Westerfield, W.R. & Jordan, D. B. (2010). *Fundamentals of Corporate finance*, 9<sup>th</sup> Edition, McGraw-Hill/Irwin, New York. p.509

есенцијалног значаја за процес стварање вредности. Наиме, финансијским одлукама директно се детерминише, са аспекта порекла и рочности, структура извора финансирања, што последично има утицај на пондерисану просечну цену капитала корпорације,<sup>32</sup> као једног од покретача вредности. Сходно томе, у финансијском одлучивању менаџмент треба да тежи да успостави такву структуру капитала која ће имати за последицу минималну пондерисану просечну цену капитала и максималну вредност корпорације.

О значају проблематике оптимизације односа у структури капитала, при датој приносној снази имовине предузећа и у конкретним тржишним условима, говори чињеница да је она предмет дугогодишњих расправа у финансијској теорији и пракси. У финансијској теорији постоји низ теорија које су развијене са циљем да се пронађе одговор на питање да ли постоји и ако постоји, који је то ниво задужености за који је вредност предузећа максимална. Постојеће теорије структуре капитала, нажалост не дају одговор на сва питања, али обезбеђују користан оквир за разумевање утицаја промена у нивоу задужености на цене дуга и акцијског капитала, као и утицаја промене цене дуга и акцијског капитала на пондерисану просечну цену капитала и последично на промену вредности корпорације. С тим у вези, развијене су две екстремне хипотезе: хипотеза зависности и хипотеза независности. Развијен је, такође, и низ теорија структуре капитала: Модилјани и Милер теорија структуре капитала, компромисна теорија, теорија хијерархијског редоследа и теорија доброг тајминга.

## 2.1. Екстремне хипотезе односа структуре капитала и вредности корпорације

Екстремне хипотезе конвенционалног теоријског виђења односа структуре капитала и вредности корпорације развио је родоначелник теорија структуре капитала Дуранд. Полазећи од два метода капитализације добитка – метод капитализације пословног добитка и метод капитализације нето добитка, и

---

<sup>32</sup> Свака компонента структуре капитала има своју цену и различит удео у структури капитала, због тога се пондерисана просечна цена капитала не може рачунати као проста аритметичка средина појединачних извора финансирања, већ се удели извора капитала морају узети у обзир као пондери при израчунавању пондерисане просечне цене. Уколико корпорација има дуг и акцијски капитал, као два облика извора финансирања, пондерисана просечна цена капитала (PPCK) се добија на следећи начин:

$$PPCK = \frac{D}{D+A} * k_d + \frac{A}{D+A} * k_a$$

где  $D/(D+A)$  и  $A/(D+A)$  представљају удео дуга и акцијског капитала у укупном капиталу, а  $k_d$  и  $k_a$  цене дуга и акцијског капитала, респективно.

одређених претпоставки,<sup>33</sup> Дуранд је формулисао две екстремне хипотезе односа структуре капитала и вредности предузећа:<sup>34</sup>

- Хипотезу независности (*Net operating income (NOI) theory*) и
- Хипотезу зависности (*Net income (NI) theory*).

Хипотеза независности, другим речима метод капитализације пословног добитка, сугерише да промена удела дуга у структури капитала неће имати ефекат на тржишну вредност корпорације. Према овом приступу, тржишна вредност корпорације може да буде утврђена капитализовањем пословног добитка пондерисаном просечном ценом<sup>35</sup> капитала као стопом капитализације.

Претпоставка хипотезе је да су трошкови дуга нижи од трошкова акцијског капитала и да трошкови дуга представљају сложену категорију коју детерминише њихова експлицитна и имплицитна компонента. Експлицитну компоненту трошкова дуга представља уговорена камата ( $k_d$ ), а имплицитну одражавају трошкови који ће настати због раста захтеване стопе приноса од стране акционара узроковане повећањем удела дуга у структури капитала корпорације. На слици 2а, пондерисана просечна цена капитала ( $k$ ) је једнака цени акцијског капитала ( $k_a$ ) када је степен задужености једнак 0%. Улазак дуга у структури капитала доводи до неподударања цене акцијског капитала и пондерисане просечне цене капитала. Због имплицитне компоненте трошкова дуга, даљи раст јефтинијег дуга у структури капитала предузећа биће анулиран истовременим сразмерним растом цене акцијског капитала, па ће пондерисана просечна цена капитала бити константна за све нивое задужености.

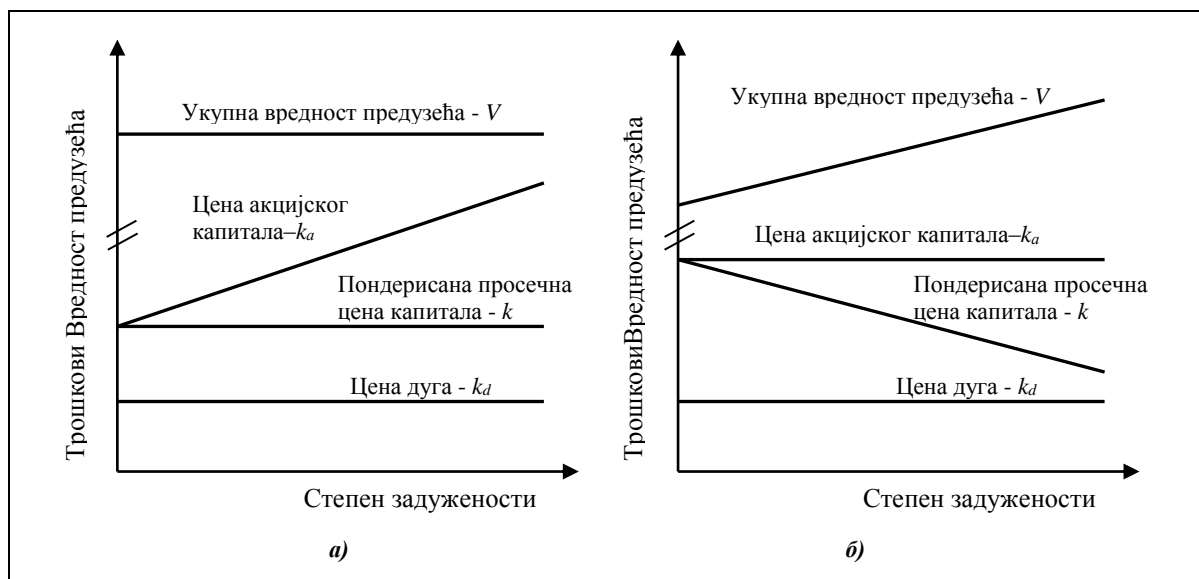
Односно, стопа капитализације пословног добитка остаје константна за све нивое задужености због константности пондерисане просечне цене капитала, чиме се потврђује полазна претпоставка да тржишна вредност корпорације ( $V$ ) зависи од зарађивачке моћи укупних средстава корпорације. Другим речима, нема предности од коришћења дуга у односу на акцијски капитал, јер константност тржишне

<sup>33</sup> Сва предузећа су корпоративног типа, акције и обвезнице искључиво чине структуру капитала предузећа, тржиште капитала је перфектно и ефикасно, занемарује се опорезивање, нема акумулације и раст пословног добитка се не очекује.

<sup>34</sup> Durand, D. (1952). *Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems Measurement, Conference of Research in Business Finance*, National Bureau of Economic Research, New York.

<sup>35</sup> У финансијској и инвестиционој анализи, термини цена капитала и жељена или захтевана стопа приноса користе се као синоними. Сходно томе, поменути термини биће коришћени на исти начин. Такође, поменути термини користе се и као синоним за дисконтну стопу, тј. тржишну стопу капитализације у процесу свођења будућих на садашње вредности новчаних токова проистеклих из одређених облика приноса.

вредности корпорације за све нивое задужености (Слика 2а) указује да „не постоји оптимална структура капитала или су све структуре капитала оптималне“.<sup>36</sup>



Слика 2: Хипотеза независности (а) и Хипотеза зависности (б)

Метод капитализације нето добитка или хипотеза зависности супротна је хипотези независности будући да претпоставља да је тржишна вредност акцијског капитала дисконтована вредност нето добитка. Такође, претпоставља да је цена дуга ( $k_d$ ) нижа у односу на цену акцијског капитала ( $k_a$ ) и да се перцепције акционара по питању жељене стопе приноса неће мењати са променама степена задужености, односно пораст задужености и ризика неће изазвати пораст цене акцијског капитала. Према томе, пондерисана просечна цена капитала корпорације ( $k$ ) ће опадати због уласка и раста јефтинијег дуга у структури капитала, јер ће цене дуга и акцијског капитала бити константне (Слика 2б). Заправо, промене у нивоу задужености водиће одговарајућим променама пондерисане просечне цене капитала и тржишне вредности корпорације ( $V$ ). Тачније, са порастом нивоа дуга у структури капитала, пондерисана просечна цена капитала имаће опадајући тренд који ће бити праћен пропорционалним растом тржишне вредности корпорације. Другим речима, свој максимум тржишна вредност корпорације достићи ће при 100% финансирању из позајмљеног капитала (Слика 2б).

<sup>36</sup> Freear, J. (1985). *The Management of Business Finance*, 4<sup>th</sup> Edition, Pitman, London, p. 167.

## 2.2. Модильани-Милер теорија структуре капитала

Питање које лежи у основи Модильани и Милер теорије структуре капитала, као критике виђења традиционалне теорије, је да ли су власници акцијског капитала спремни да прихвате, у истој грани привреде исту стопу приноса на различитим нивоима задужености корпорације. Након спроведене ригорозне анализе ефекта задуживања на трошкове капитала и вредност корпорације, амерички професори и нобеловци Модильани и Милер (у даљем тексту ММ) дали су целовит математички модел, полазећи од одређених претпоставки.<sup>37</sup> Своје закључке изнели су у виду тврдњи (*propositions*) о задуживању, трошковима капитала, вредности корпорације и оцени инвестиционих алтернатива.

Као кључни елемент *ММ теорије* или *теорије ирелеванције*, у раду из 1958. године, истиче се процес арбитраже на тржишту капитала.<sup>38</sup> Наиме, уколико на тржишту капитала постоји јефтинији перфектан супститут (хартија од вредности која доноси исту стопу приноса), власник хартије од вредности корпорације X ће је продати и купити јефтинију хартију од вредности корпорације Y. У том случају доћи ће до пада цене хартије од вредности корпорације X и истовременог раста цене хартије од вредности корпорације Y, што ће после извесног времена обезбедити да цене хартија од вредности (акција) две корпорације буду идентична. Другим речима, идентичне хартије од вредности са истим степеном изложености ризику треба да имају исту очекивану стопу приноса.

Став да две корпорације исте у свим аспектима, осим у структури капитала, морају имати идентичне тржишне вредности и просечне укупне трошкове капитала у литератури је познат као *прва ММ тврдња*. Како тржишна вредност корпорације може да буде утврђена капитализацијом очекиваног пословног добитка и како је пословни добитак независан од структуре капитала корпорације, може се закључити да је тржишна вредност корпорације независна од структуре капитала.

---

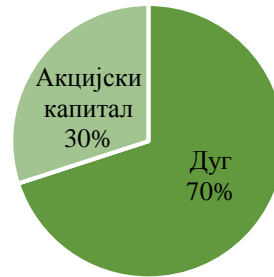
<sup>37</sup> Тржиште капитала је савршено где, појединци и предузећа могу да позајмљују неограничене износе по истој каматној стопи, вероватноћа остварења будућих пословних прихода иста је за све учеснике иако се они могу разликовати по својим субјективним гледиштима, сва предузећа могу се класификовати у хомогене “класе ризика” у оквиру којих су предузећа перфектни супститути, сви пројекти и новчани токови везани за њих су вечити и сваки дуг је вечит, нема опорезивања или трансакционих трошкова, нема агенцијских трошкова и трошкова стечаја. (Према Van Horne С. J. (1995). p. 262, и Samuels, J. M., Wilkes, F. M. & Brayshaw, R. E. (1995). pp. 649-650 оп. цит.).

<sup>38</sup> Modigliani, F. & Miller, H. M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.

Вредност корпорације



Вредност корпорације



**Слика 3: Ирелевантност структуре капитала – Модел пите**

Модел пите (Слика 3) указује да ће величина пите бити иста без обзира како је исечена. Финансијском терминологијом две корпорације имају исту вредност (имају имовину исте вредности), без обзира на структуру капитала. Изнета тврдња, своди се на то да је пондерисана просечна цена капитала независни од структуре капитала корпорације и једнака стопи капитализације очекиваног пословног добитка корпорације потпуно финансиране сопственим капиталом.

Друга ММ тврдња је, да ће стопа приноса коју акционари очекују расти са порастом нивоа задужености због повећања ризика од финансијских неприлика. Сходно томе, цена сопственог капитала једнака је стопи капитализације будућег пословног добитка корпорације потпуно финансиране сопственим капиталом увећаној за премију за финансијски ризик. Као резултат тога, раст цене сопственог капитала неутрализоваће користи коришћења јефтинијег дуга, што ће пондерисану просечну цену капитала учинити константном за све нивое задужености. Заправо, може се закључити да финансијске одлуке нису од великог значаја и да одређена структура капитала није ни боља ни гора од неке друге, што указује да нема оптималне структуре капитала или су све структуре капитала оптималне.

Имајући у виду прву тврдњу која истиче константност укупних просечних трошкова за све нивое задужености, као критеријум исплативости инвестиционих могућности истиче се једнакост циљане стопе приноса и пондерисане просечне цене капитала, што је у литератури познато као *трећа ММ тврдња*. Сходно томе, менаџери ће утицати на повећање вредности корпорације идентификовањем рентабилних инвестиционих могућности, а не тражења оптималног микса дуга и сопственог капитала.

Базичан став ММ теорије имао је своје следбенике, али и критичаре, који су као главну замерку износили неодрживост постављених претпоставки у реалном свету. Међутим, упркос реалне неодрживости постављених претпоставки, мора се апострофирати значај ММ теорије који се у најкраћем своди на следеће:<sup>39</sup>

- преношење анализе структуре капитала из средине у којој су корпорације одређивале пожељне вредности показатеља дуга или степена задужености на основу упоредивих корпорација и воље менаџмента, у средину која препознаје оптималне односе и
- истицање утицаја добрих инвестиционих одлука на вредност корпорације.

Такође, својим радом ММ су поставили темеље савремених теорија структуре капитала и реалне су основе зашто се ММ теорија сматра једном од најутицајнијих студија у области корпоративних финансија.

Најчешће истицана примедба на рачун ММ теорије је занемаривање пореза на добитак корпорације, што је имало за резултат одговор Модиглианија и Милера у виду *ММ теорију у условима опорезивања*.<sup>40</sup> Они у анализу укључују још једног актера, државу, поред власника дуга и акцијског капитала, па структура капитала више није неважна, јер изван корпорације иде један део њене вредности.

Имајући у виду да камата умањује основицу за опорезивање, при чему настају „пореске уштеде“ (*tax shield*), укључивање ефекта опорезивања имплицира да повећање задужености повећава вредност корпорације. Сходно томе, вредност корпорације која у својој структури капитала има дуг једнака је вредности корпорације финансиране искључиво сопственим капиталом увећаној за садашњу вредност очекиваних пореских уштеда. Са трошковног аспекта, опорезивање утиче на депресију просечних укупних трошкова капитала. Односно, ефекат опорезивања утиче на смањење просечних укупних трошкова капитала због све доминантнијег утицаја трошкова дуга на просечне укупне трошкове и смањења експлицитне компоненте цене дуга због раста пореских уштеда, што ово виђење чини блиским Дурандовој хипотези зависности.

Другим речима, ефекат камате у условима опорезивања доводи до смањења просечних укупних трошкова капитала и повећања вредности корпорације, па се

---

<sup>39</sup> Видети Damodaran, A. (2001). оп. цит. р. 558

<sup>40</sup> Modigliani, F. & Miller, H. M. (1963). Corporate Income Taxes and Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-443.



може закључити „да ће оптимални однос у структури капитала бити успостављен при врло високом уделу дуга“.<sup>41</sup> Међутим, како корпорације морају да воде рачуна о ликвидност пословања, ММ истичу „да то не значи да корпорације треба да имају максимално могући износ дуга у структури капитала“.<sup>42</sup>

Пореске уштеде карактерише неизвесност јер их корпорација може остварити само ако генерише пословни добитак већи од расхода камате. Додатно, ту неизвесност повећава и „постојање пореза на личне приходе који могу умањити или елиминисати корпоративне пореске уштеде повезане са дугом у структури капитала“.<sup>43</sup> У том контексту, Милер је у свом раду из 1977. године у анализу укључио *ефекат личних пореза на приходе акционара и поверилаца*.<sup>44</sup> Милер посебно скреће пажњу на то да:<sup>45</sup>

- у случају да су стопе пореза једнаке нули, структура капитала је ирелевантна за тржишну вредност корпорације,
- у случају да је стопа пореза на приходе акционара иста као стопа пореза на приходе поверилаца, са повећањем задужености расте тржишна вредност корпорације због пореских уштеда, што је ситуација идентична оној представљеној у ММ раду из 1963. године,
- у случају да је стопа пореза на приход акционара нижа од стопе пореза на приход поверилаца, предности задуживања су мање него у случају присуства само пореза на добит и
- различите вредности стопа пореза на приходе акционара, приходе поверилаца и добит корпорације могу утицати на то да вредност пореских уштеда нестане или чак постане негативна.

Сходно томе, Милер износи закључак да ће користи задуживања постојати све до момента изједначавања приноса поверилаца након пореза на личне приходе поверилаца и приноса акционара након пореза на личне приходе акционара и пореза на добит. Односно, ако је принос поверилаца након пореза на личне приходе поверилаца мањи од приноса акционара након пореза на личне приходе акционара и

---

<sup>41</sup> Van Horne C. J. (1995). оп. цит. стр. 268.

<sup>42</sup> Modigliani, F. & Miller, H. M. (1963). оп. цит. стр. 442.

<sup>43</sup> Van Horne C. J. (1995). оп. цит. стр. 269.

<sup>44</sup> Miller, H. M. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), 261-275.

<sup>45</sup> Ибид.

пореза на добит, ефекти пореских уштеда од коришћења дуга у структури капитала биће неутрализовани.

Овом анализом Милер је скренуо пажњу на утицај опорезивања прихода инвеститора на одлуке о структури капитала предузећа и указао на то да дуг може и даље бити ирелевантан упркос пореским уштедама. Тачније, указао је на то да ће раст степена задужености пратити раст тржишне вредности корпорације када је вредност пореских уштеда од коришћења дуга позитивна, при чему вредност пореских уштеда зависи не само од стопе пореза на добит већ и од односа стопа пореза на приходе акционара и приходе поверилаца.

„ММ ставови су репери, а не крајњи резултати“.<sup>46</sup> Односно, ставови који указују на то да су финансијске одлуке ирелевантне за максимирање вредности корпорације осим у тржишном амбијенту који карактерише опорезивање, као и на то шта може бити важно у односу између структуре капитала и вредности корпорације.

### **2.3. Компромисна теорија структуре капитала**

Теорија ирелеванције била је подстицај за многа истраживања и развој низа нових теоријских ставова о конципирању структуре капитала. Осавремењавање ММ теорије уједно је био и зачетак оригиналне верзије компромисне теорије. Често се под термином компромисна теорија подразумева низ сродних и повезаних теорија које упућују на то да се до оптималне структуре капитала може доћи једино компромисом између маргиналних користи и маргиналних трошкова дуга.<sup>47</sup>

Могућност остварења пореских уштеда због присуства дуга у структури капитала истиче се као кључна корист и подстицај повећања нивоа задужености. Као што се може закључити на основу ММ теорије у условима опорезивања, расходи на име камате умањују основицу за опорезивање и, на тај начин, индиректно смањују издавања за порез. Додатно, ефекат опорезивања умањује ефективну каматну стопу што условљава смањење пондерисане просечне цене капитала и повећање вредности предузећа са повећањем степена задужености.

---

<sup>46</sup> Myers, C. S. (2003). Financing of Corporations. Eds. Constantinides, M. G., Harris, M. & Stulz M. R., *Handbook of the Economics of Finance*, Volume 1A, Elsevier, Amsterdam. p. 7

<sup>47</sup> Fama, F. E. & French, K. R., (2005). Financing Decisions: Who Issues Stock? *Journal of Financial Economics*, 76(3), 549-582.

Међутим, овакво „идеалистичко“ схватање ефекта пореских уштеда треба, ипак, узети са резервом, с обзиром на аргументе<sup>48</sup> који указују на ограничења њиховог остварења. Наиме, често се указује на то да корпорација треба да послује са пословним добитком који превазилази расходе на име камате. Другим речима, корпорације које имају пословни добитак мањи од расхода на име камате не могу да остваре пореске уштеде по основу задуживања. Додатно, држава има аутономно право да мења стопу пореза на добит, што може утицати на вредност пореских уштеда. Такође, остаје и питање да ли корпорације максимално користе пореске уштеде по основу задуживања. Резултати једне студије која се бавила тим питањем указују да корпорације не користе максимално пореске уштеде по основу задуживања, јер раст степена задужености код корпорација које заговарају конзервативну политику задуживања може довести до раста вредности корпорације за 7,5%, па зреле профитабилне корпорације нису посебно заинтересоване за ову врсту уштеда.<sup>49</sup> Управо због неизвесности остварења пореских уштеда, Ван Хорни указује да је потребно вредност пореских уштеда умањити за вредност губитака због несигурности пореских уштеда како би се дошло до вредности нето пореских уштеда корпорације од коришћења дуга.<sup>50</sup>

Треба, такође, истаћи и да корпорације могу остварити пореске уштеде које нису засноване на дугу. Дианђело и Масулис истичу да пореске уштеде које нису засноване на дугу подразумевају ниво задужености за који није потребно разматрати факторе као што су трошкови стечаја и агенцијски трошкови, па их предузеће може користити као супститут за пореске уштеде засноване на дугу.<sup>51</sup> Неке основе за остварење недоговних пореских уштеда су амортизација, инвестициони порески кредити, пренети губитак који могу да буду искоришћени као супститут за пореске уштеде по основу дуга корпорација које имају низак ниво пословног добитка.

Сходно томе, вредност корпорације која користи комбинацију сопственог и позајмљеног капитала представља вредност корпорације без дуга у структури капитала увећану за садашњу вредност нето пореских уштеда. Наравно, овим се не

---

<sup>48</sup> Van Horne C. J. (1995). pp. 268-269; Brealey, A. R., Myers, C. S. & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance*, 10<sup>th</sup> edition, McGraw-Hill/Irwin, pp. 443-447; Myers, C. S. (2003). и Miller, H. M. (1977). оп. цит.

<sup>49</sup> Graham, J. R. (2000). How Big Are the Tax Benefits of Debt? *The Journal of Finance*, 55(5), 1901-1941.

<sup>50</sup> Van Horne C. J. (1995). оп. цит. стр. 269

<sup>51</sup> DeAngelo, H. & Masulis, R.W., (1980). Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29.

негирају користи дуга које произилазе из пореских уштеда, већ се скреће пажња на обазрив приступ при мерењу вредности пореских уштеда.

Поред главне<sup>52</sup> предности у виду пореских уштеда, коришћење дуга има и неколико недостатака који се огледају у повећању вероватноће стечаја и агенцијских трошкова.<sup>53</sup> Краус и Линценбергер су спровели анализу предности и недостатака дуга и развили први модел компромисне теорије, у литератури познатог под називом теорија статичког компромиса (*Static trade-off theory*).<sup>54</sup> Они истичу да се максимирање вредности корпорације не може поистоветити са максимирањем нивоа задужености нити са максимирањем тржишне вредности дуга, јер указују да је оптимум структуре капитала условљен балансом између пореских уштеда по основу дуга и трошкова стечаја.

Стиглиц истиче да је неопходно удео дуга ограничити, јер се трошкови стечаја мењају са променом нивоа дуга у структури капитала.<sup>55</sup> Са повећањем нивоа задужености расте и вероватноћа да се корпорација може суочити са финансијским неприликама, односно расте вероватноћа да корпорација неће бити у могућности да измири све своје доспеле обавезе. Оваква ситуација са собом повлачи и раст трошкова финансијских неприлика, који представљају шири појам од трошкова стечаја. Потврду да трошкови финансијских неприлика постоје и да нису тривијални дали су Андраде и Каплан истичући да се нето износ трошкова финансијских неприлика у просеку креће између 10% и 20% тржишне вредности корпорације два месеца пре објаве да корпорација има финансијске проблеме.<sup>56</sup>

Трошкови стечаја, директни или индиректни, могу да буду схваћени као трошкови који су повезани са покретањем и реализацијом поступка стечаја као легалног механизма који омогућава повериоцима да преузму корпорацију која се налази у финансијским неприликама.<sup>57</sup> Директни трошкови стечаја обухватају правне, рачуноводствене, трошкове ангажовања додатно потребних различитих

---

<sup>52</sup>Поред предности задуживања у виду генерисања пореских уштеда, дуг може бити механизам за смањење агенцијских трошкова насталих између менаџера и власника када је у питању расподела слободног новчаног тока о чему ће више речи бити у наредним деловима дисертације.

<sup>53</sup> Gitman, J. L. & Zutter, J. C. (2012). *Principles of Managerial Finance*, 13<sup>th</sup> Edition, Prentice Hall, Boston. p. 527

<sup>54</sup> Kraus, A. & Litzenberger H. R. (1973). A State-Preference Model of Optimal Finance Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922.

<sup>55</sup> Stiglitz, J.E. (1988). Why Financial Structure Matters. *Journal of Economic Perspectives*, 2(4), 121-126.

<sup>56</sup> Andrade, G. & Kaplan, N. S. (1998). How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed. *The Journal of Finance*, 53(5), 1443-1493.

<sup>57</sup> Brealey, A. R., Myers, C. S. & Allen, F. (2011). оп. цит. pp. 447-448

стручних лица и административне трошкове.<sup>58</sup> Индиректни трошкови стечаја представљају трошкове који настају пре покретања стечаја, нису фиксни и настају кад потрошачи, запослени и добављачи уоче да предузеће има одређених финансијских потешкоћа и најчешће укључују трошкове изгубљених прихода, изгубљеног профита и изгубљеног угледа.<sup>59</sup>

Емпиријско испитивање величине укупних трошкова стечаја спроведено од стране Варнера указује да су трошкови стечаја већи код корпорација са већом тржишном вредношћу капитала, мада су пропорционално већи код корпорација са мањом тржишном вредношћу капитала. Такође, Вернер истиче да правни и административни трошкови представљају 5,3% тржишне вредности имовине пре отпочињања стечаја.<sup>60</sup> Резултати Алтманове студије откривају да трошкови стечаја нису тривијални и да у неким случајевима прелазе 20% тржишне вредности корпорације годину дана пре стечаја, а да се у просеку крећу између 11% и 17% тржишне вредности корпорације три године пре покретања стечаја.<sup>61</sup>

Како вероватноћа покретања стечаја обично није линеарна функција степена задужености него расте по растућој стопи изнад одређеног нивоа задужености, тако ће очекивани трошкови стечаја расти на овај начин.<sup>62</sup> Сходно томе, вредност корпорације финансиране комбинацијом сопственог и позајмљеног капитала може да буде схваћена као вредност корпорације која се финансира само из сопствених извора, увећану за садашњу вредност нето пореских уштеда и умањену за садашњу вредност трошкова стечаја.

Поред трошкова стечаја, сходно компромисној теорији, у анализу треба укључити и агенцијске трошкове (*agency costs*).<sup>63</sup> Харис и Равив указују на то да агенцијски трошкови настају као последица сукоба интереса власника и менаџера, односно кредитора и власника,<sup>64</sup> док Томсен и Педерсен истичу да су агенцијски

---

<sup>58</sup> Samuels, J. M., Wilkes, F. M. & Brayshaw, R. E. (1995). оп. цит. р. 659

<sup>59</sup> Ибид. р 659

<sup>60</sup> Warner, J. B. (1977). Bankruptcy Costs: Some Evidence, *The Journal of Finance*, 32(2), 337-347.

<sup>61</sup> Altman, I. E. (1984). A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question. *The Journal of Finance*, 39(4), 1067-1089.

<sup>62</sup> Van Horne C. J. (1995). оп. цит. р. 274

<sup>63</sup> Свеобухватна анализа агенцијских конфликта и трошкова повезаних са њима, њихове улоге и значаја приликом избора оптималне структуре капитала, као и начина за њихово смањење, биће дата у наредним деловима дисертације.

<sup>64</sup> Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355.

трошкови критично питање у односу између власника и кредитора.<sup>65</sup> Агенцијски трошкови представљају трошкове директног или индиректног осигурања да ће менаџмент радити у најбољем интересу власника сопственог и позајмљеног капитала.<sup>66</sup> Трошкови који настају као последица сукоба интереса власника и менаџера укључују трошкове додатног стимулација менаџмента (нпр. награде, бонуси) и трошкове који настају у процесу контроле и надгледања менаџмента у циљу смањења или елиминације нежељеног понашања менаџмента. Агенцијске трошкове настале као последица конфликта интереса кредитора и власника, Мајерс види као индиректне трошкове стечаја.<sup>67</sup> Он објашњава да сама претња да се корпорација може суочити са финансијским неприликама генерише агенцијске трошкове, јер тада може доћи до тога да акционари нису заинтересовани за реализацију пројекта са позитивном нето садашњом вредношћу, могу се определити за ризичну стратегију инвестирања и/или залагати се за расподелу добити у корист исплате дивиденде. Заправо, експропријација богатства поверилаца на разне начине и правило „ја први“ најбоље илуструју потребу да кредитори надгледају активности акционара. Укључивањем агенцијских трошкова у разматрање уочено је да они, слично трошковима финансијских неприлика изазивају раст пондерисане просечне цене капитала и смањење вредности корпорације.<sup>68</sup>

Имајући у виду изнете предности и недостатке коришћења дуга, укупна вредност корпорације, сходно компромисној теорији представља вредност корпорације без дуга увећану за садашњу вредност нето пореских уштеда и умањену за збир садашњих вредности трошкова стечаја и агенцијских трошкова (Слика 4). Може се закључити да пораст степена задужености од О до А утиче на раст вредности корпорације због позитивног ефекта пореских уштеда. За степен задужености између тачака А и Б, који ММ називају „циљани радио дуга“, вредност корпорације се налази у фази стагнације, јер раст агенцијски трошкова и трошкова стечаја постепено потиру позитиван ефекат пореских уштеда. Након нивоа задужености Б, нето пореске уштеде не могу да компензују значајан раст трошкова стечаја и агенцијских трошкова, што доводи до раста пондерисане просечне цене капитала и смањења вредности корпорације.

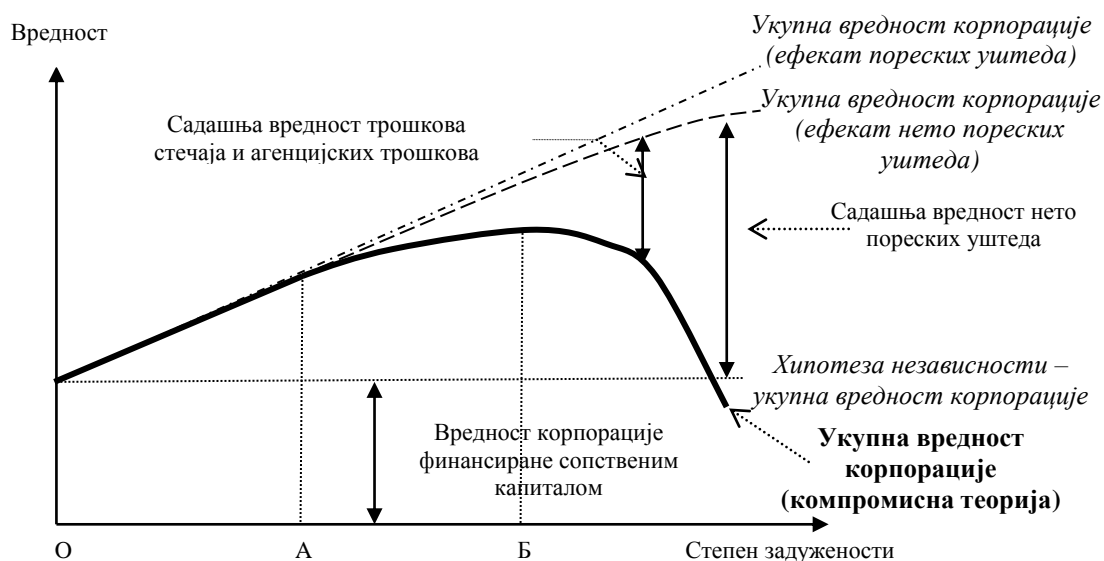
---

<sup>65</sup> Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.

<sup>66</sup> Samuels, J. M., Wilkes, F. M. & Brayshaw, R. E. (1995). оп. цит. р. 662

<sup>67</sup> Myers, C. S. (2003). оп. цит.

<sup>68</sup> Jensen, C. M. & Meckling, H. W. (1976). оп. цит.



**Слика 4: Тржишна вредност и степен задужености – Компромисна теорија**

Извор: Уз одређене модификације Станчић, П. (2007). *Компромисна теорија структуре капитала, Рачуноводство, 1-2, стр. 82*

Схватање да се оптимални степен задужености мења са протоком времена је познато као теорија динамичког компромиса (*Dynamic trade-off theory*). Заправо, вредност корпорације и новчани токови временом се мењају, па се не може очекивати да рацио дуга буде константно на истом нивоу.<sup>69</sup> С тим у вези су у анализу укључена очекивања корпорације и трошкови прилагођавања (*adjustment cost*)<sup>70</sup> статички дефинисаном оптималном нивоу задужености (на обим и брзину прилагођавања утиче удаљеност тренутне од циљане структуре капитала).<sup>71</sup> Односно, теорија динамичког компромиса сугерише да корпорације имају циљану зону задуживања и да структуру капитала треба прилагодити оптималном нивоу у датом тренутку, уколико трошкови прилагођавања могу бити надокнађени из користи тог прилагођавања.<sup>72</sup>

Закључци компромисне теорије су били предмет истраживања више емпиријских студија. Путем тестирања свог дескриптивног модела о избору између

<sup>69</sup> Myers, C. S. (2003). оп. цит.

<sup>70</sup> Највећи део трошкова прилагођавања, се односи на трансакционе трошкове (*transactions costs*), који представљају реалну категорију трошкова приликом промене структуре капитала (трансакција којима се повећава или смањује удео акцијског капитала или дуга у структури капитала) у тежњи да она буде оптимална.

<sup>71</sup> Frank, Z. M. & Goyal, K. V. (2008). *Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt*, Edited by Eckbo, B. E., *Handbook of Empirical Corporate Finance*, Amsterdam: Elsevier/North Holland, Vol. 2, Chapter 12, 135-197.

<sup>72</sup> Fischer, E.O., Heinkel, R. & Zechner, J., (1989). *Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests. The Journal of Finance*, 44(1), 19-40.

сопственог и дугорочног позајмљеног капитала, заснованог на теорији и постојећим подацима о 748 корпорација у Великој Британији за периоду од 1959. до 1970. године, Маш закључује да корпорације приликом избора извора финансирања имају у виду циљани рацио дугорочног и краткорочног дуга у укупном позајмљеном капиталу.<sup>73</sup> Он додаје да је избор структуре капитала под значајним утицајем тржишних услова и историјског кретања цена компоненти структуре капитала. Бовен и остали истичу да корпорације из исте привредне гране имају сличне структуре капитала, да је просечан степен задужености у грани стабилан током времена и да корпорације у одређеној грани теже да имају структуру капитала која је приближна гранском просеку, што потврђује да постоји циљана структура капитала.<sup>74</sup>

Тагарт открива да је кретање тржишне вредности акцијског капитала инверзно кретању тржишне вредности дугорочног дуга, чиме потврђује закључке теорије статичког компромиса.<sup>75</sup> Такође, Кјелман и Хансен истичу да предузећа у Финској теже успостављању оптималне структуре капитала користећи политику циљаног односа дуга и сопственог капитала.<sup>76</sup> Теоријско становиште компромисне теорије потврђују и резултати студије Френка и Гојала спроведене на узорку америчких корпорација чијим се акцијама јавно тргује због уоченог пораста нивоа задужености корпорација у складу са порастом нивоа задужености у оквиру привредне гране у којој послују.<sup>77</sup> Компаративна студија финансијских система заснованих на тржишту капитала (Америка и Велика Британија) и банкама (Француска, Немачка и Јапан), такође, открива да предузећа имају циљани ниво задужености и да теже да се прилагоде том циљаном нивоу током времена.<sup>78</sup>

На рачун компромисне теорије се често упућује замерка да је претпоставка да сви тржишни учесници имају слична очекивања и располажу истим информацијама о вредности и профитабилности корпорације нереална. Такође, истиче се да

---

<sup>73</sup> Marsh, P. (1982). The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study. *The Journal of Finance*, 37(1), 121-144.

<sup>74</sup> Bowen, R. M., Daley, L. A. & Huber, C. C. (1982). Evidence on the Existence and Determinants of Inter-Industry Differences in Leverage. *Financial Management*, 11(4), 10-20.

<sup>75</sup> Taggart, R. A. (1977). A Model of Corporate Financing Decisions. *The Journal of Financing*, 32(5), 1467-1484.

<sup>76</sup> Kjellman, A. & Hansen, S. (1995). Determinants of Capital Structure: Theory vs Practice. *Scandinavian Journal of Management*, 11(2), 91-102.

<sup>77</sup> Frank, M. Z. & Goyal, V. K. (2003). Capital Structure Decisions. *Working Paper Series*, AFA 2004 San Diego Meetings

<sup>78</sup> Antoniou, A. Guney, Y. & Pandyal, K. (2008). The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented Versus Bank-Oriented Institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 59-92.



компромисна теорија не може да пружи потпуно објашњење финансијских одлука већине корпорација приликом одабира структуре капитала, што је био подстицај за развој нових теоријских модела однос структуре капитала и вредности корпорације.

### **3. Актуелне контроверзе односа структуре капитала и вредности корпорације**

Теорије структуре капитала анализирани у претходном поглављу полазе од претпоставке да је тржиште капитала савршено, а сви тржишни учесници рационални.<sup>79</sup> Међутим, новије теорије структуре капитала у анализу укључују финансијско сигнализирање, информациону асиметрију (менаџери располажу са више информација о корпорацији у односу на акционаре) и ограничено рационалне тржишне учеснике.

#### **3.1. Теорија хијерархијског редоследа**

Опажањем преференција корпорација при избору извора финансирања, полазећи од одређених претпоставки,<sup>80</sup> развијена је теорија хијерархијског редоследа (*Pecking order theory*).<sup>81</sup> За разлику од става компромисне теорије да би корпорације требало да теже утврђивању циљане структуре капитала балансирањем трошкова и користи од финансирања дугом, теорија хијерархијског редоследа истиче да корпорације немају прецизно дефинисан однос дуг/капитал, већ удео дуга посматрају као рефлексију кумулативних финансијских потреба у дугом року.<sup>82</sup> С тим у вези се у литератури истиче да менаџмент утврђује хијерархијски редослед извора финансирања тако да:<sup>83</sup>

- избегне тржишни мониторинг,
- минимизира трансакционе трошкове финансијских инструмената,
- не смањи финансијску флексибилност и контролу над корпорацијом и
- смањи последице информационе асиметрије.

<sup>79</sup> Само је код теорије динамичког компромиса ова претпоставка делимично одбачена јер су у анализу укључени трансакциони трошкови који су у условима перфектног тржишта једнаки нули.

<sup>80</sup> Те претпоставке су: 1) постоји проблем информационе асиметрије између менаџера и акционара, 2) менаџери раде у најбољем интересу постојећих акционара, 3) у односу на јавно расположиве информације тржиште капитала је перфектно и ефикасно и 4) тржишна цена акција је једнака очекиваној будућој цени условљеној информацијама на тржишту.

<sup>81</sup> Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firm Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.

<sup>82</sup> Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.

<sup>83</sup> Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity*, Illinois: Richard D. Irwin, Inc. pp. 51-55; Myers, S. C. (1984); Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). и Damodaran, A. (2001). pp. 564-565 оп. цит.

Оригинална идеја о хијерархијском редоследу извора финансирања везана је за пионирски рад Доналдсона,<sup>84</sup> који је касније послужио да се за овакав начин финансијског понашања пружи јасно теоријско образложење у виду теорије хијерархијског редоследа. Теоријом хијерархијског редоследа се указује на то да менаџери:

- теже ка одржању политике стабилне номиналне дивиденде због тога што промене износа исплаћене дивиденде могу да буду сигнал квалитета будућег пословања корпорације,
- преферирају интерно генерисане изворе финансирања (нераспоређена добит и амортизација) у односу на екстерни капитал,
- преферирају дугове у односу на емисију обичних акција, када морају прибавити екстерни капитал за финансирање инвестиционих алтернатива и
- прибављају екстерни капитал прво путем емисије дужничких хартија од вредности, затим конвертибилних хартија од вредности, преференцијалних акција и на крају обичних акција, када је потребно више екстерног капитала за финансирање инвестиционих пројеката са позитивном нето садашњом вредношћу.

Овакво финансијско понашање је заправо резултат информационе асиметрије у вези са различитим изворима финансирања. Из угла акционара, у вези са интерно генерисаним изворима не постоји проблем информационе асиметрије, код дуга је слабо изражен, док је код емисије акција информациона асиметрија озбиљан проблем. Заправо, акционари претпостављају да менаџмент може емитовати нове акције када су оне прецењене, тако да ће бити спремни да плате нижу цену, што ће утицати на смањење вредности корпорације.

Теорија хијерархијског редоследа стоји на становишту да боље информисани менаџери, због високих трошкова информационе асиметрије и трансакционих трошкова привлачења капитала, избегавају емисију акција.<sup>85</sup> Када су асиметрично (слабије) информисани у односу на менаџере, инвеститори не могу да процене праву вредност нове емисије хартија од вредности корпорације, што може довести до настанка трошкова информационе асиметрије. Наиме, улагачи могу бити посебно наклоњени куповини ново емитованих обичних акција, јер су забринуте да би цена

---

<sup>84</sup> Donaldson, G. (1961). оп. цит.

<sup>85</sup> Годоровић, М. (2011). Психологија и финансијски менаџмент – бихејвиоралне корпоративне финансије, *Економика предузећа*, 59(5-6), 275-287.

акција приликом наредна емисије могла бити прецењене. С тим у вези, најаву нове емисије акција може условити смањење цене акција, а самим тим и вредност корпорације, што капитал од емисије обичних акција чини релативно скупим извором финансирања.<sup>86</sup> Међутим, Мајерс указује да емисија акција може бити оправдано само када је додатно задуживање јако скупо и изазива значајно повећање потенцијалних трошкова стечаја.<sup>87</sup> Титман и Веселс истичу да је емисија акција оправдана у ситуацији када су акције прецењене, а трошкови информационе асиметрије ниски, као и у ситуацији када корпорација има високу стопу раста, а менаџери преферирају капитал од емисије обичних акција у циљу одржања капацитета за задуживање у будућности.<sup>88</sup>

Информациона асиметрија је блиско повезана са сигнализирањем<sup>89</sup> и проблемима недовољног<sup>90</sup> и прекомерног<sup>91</sup> инвестирања. Сходно теорији сигнализирања, структура капитала је интерни инструмент који служи за преношење информација тржишту о стању и перспективи пословања корпорације.<sup>92</sup> Односно, процена квалитета пословања корпорације условљена је релативним односом дуга и акцијског капитала.<sup>93</sup> Тако, одлуку менаџера о емисији дужничких хартија од вредности инвеститори тумаче као сигнал да је пословање корпорације стабилно. Такође је тумаче као сигнал да су акције корпорације потцењене, што изазива раст њихових цена и повећање вредности корпорације. На другој страни, инвеститори емисију акција интерпретирају као сигнал да пословање корпорације није стабилно, па тада верују да су акције корпорације прецењене, што изазива пад њихових цена и смањење вредности корпорације.

---

<sup>86</sup> Brealey, A. R., Myers, C. S. & Allen, F. (2011). оп. цит. pp. 460-461

<sup>87</sup> Myers, S. C. (2001). оп. цит.

<sup>88</sup> Видети: Titman, S. & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. и Rajan, R. & Zingales, L. (1995). What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.

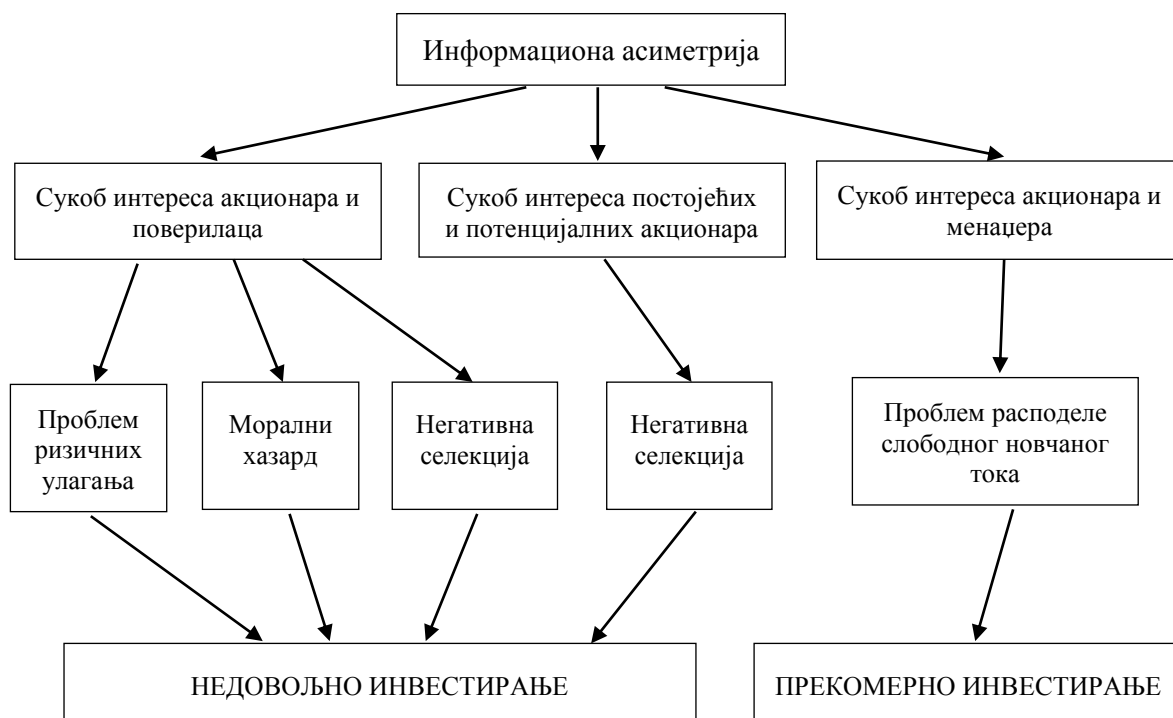
<sup>89</sup> Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40. и Leland, H. & Pyle, D. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371-388.

<sup>90</sup> Jensen, C. M. & Meckling, H. W. (1976); Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). оп. цит. Myers, S. C. (1977). The Determinants of Corporate Borrowing. *The Journal of Financial Economics*, 5, 147-175. и Stiglitz, J. & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Market With Imperfect Information. *American Economic Review*, 71, 393-410.

<sup>91</sup> Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Take-Overs. *American Economic Review*, 76(2), 323-329. и Heinkel, R. & Zechner, J. (1990). The Role of Debt and Preferred Stock As a Solution To Adverse Investment Incentives. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(1), 1-24.

<sup>92</sup> Ross, S. A. (1977). оп. цит.

<sup>93</sup> Ибид. Leland, H. & Pyle, D. (1977). оп. цит.



**Слика 5: Информациона асиметрија и сукоби интереса главних стејхолдера – проблеми недовољног и прекомерног инвестирања**

Извор: Morgado, A. & Pindado, J. (2003). *The Underinvestment and Overinvestment Hypotheses: An Analysis Using Panel Data. European Financial Management*, 9(2), p. 165.

Имајући у виду тржишни амбијент који карактерише информациона асиметрија, проблеме недовољног и прекомерног инвестирања треба схватити као израз агенцијских проблема и изазиваче агенцијских трошкова (Слика 5), што ће у зависности од озбиљности агенцијских проблема имати утицај на избор извора финансирања. Као што се може уочити на слици 5 проблем ризичних улагања, морални хазард и негативна селекција, као изрази агенцијског конфликта између акционара и поверилаца, условљавају проблем недовољног инвестирања. Проблем ризичних улагања се јавља због различите склоности ризику акционара и поверилаца. Наиме, како акционари имају ограничену одговорност, тако могу бити подстакнути да подрже улагања у ризичније пројекте од оних који су иницијално дефинисани условима кредитирања. Другим речима, зато што су акционари резидуални повериоци чије потраживање доспева након измирења потраживања кредитора, кредитори имају више користи од сигурних пројеката са позитивном нето садашњом вредношћу.<sup>94</sup> Заправо, акционари могу остварити све користи од ризичног

<sup>94</sup> Lasfer, M.A. (1995). Agency Costs, Taxes and Debt. *European Financial Management*, 1(3), 265-285.

улагања уколико се пројекат заврши позитивно (са негативном нето садашњом вредношћу) и могу избећи све трошкове преносећи их на повериоце, уколико се пројекат заврши негативно (са позитивном нето садашњом вредношћу).<sup>95</sup> Уколико повериоци могу перципирати проблем ризичних улагања, то се може одразити на раст каматне стопе или укључивање ограничавајућих одредби финансирања и инвестирања корпорације у кредитни аранжман, што води проблему недовољног инвестирања. Овај проблем је израженији, што је корпорација више задужена.

Са друге стране, акционари могу намерно да не подржавају улагање са позитивном нето садашњом вредношћу, ако сматрају да ће највише користи од улагања имати повериоци. Радећи у интересу акционара, менаџери ће чинити морални хазард који условљава појаву недовољног инвестирања. С тим у вези, менаџери ће тежити да користе интерно генерисане изворе како би избегли притисак акционара. Код корпорација са високим степеном задужености овај проблем је израженији јер ће менаџмент доносити субоптималне инвестиционе одлуке, пропуштајући на тај начин реализацију пројеката са позитивном нето садашњом вредношћу и прилике за раст пословања, а дугорочно посматрано и прилике за раст вредности корпорације.<sup>96</sup>

Проблем недовољног улагања може бити условљен негативном селекцијом као изразом агенцијског конфликта између акционара и поверилаца. Наиме, повериоци могу захтевати више премије за ризик уколико немају довољно информација тако да могу да процене квалитет инвестиционих пројеката.<sup>97</sup> Према томе, уколико потребан капитал за реализацију свих пројеката са позитивном нето садашњом вредношћу превазилази интерно генерисане изворе, корпорација може пре одустати од реализације ових пројеката него емитовати ризичан дуг. Заправо, сматра се да је за корпорације, код којих капитал за финансирање инвестиционих алтернатива превазилази интерно генерисане изворе и која не може емитовати безризичан дуг, боље да одустану од финансирања рентабилних инвестиционих алтернатива него да емитују ризичан дуг. У литератури се истиче да корпорације са високим резервама ликвидности (*financial slack*)<sup>98</sup> не морају да емитује ризичан дуг и акције за

---

<sup>95</sup> Jensen, C. M. & Meckling, H. W. (1976). оп. цит.

<sup>96</sup> Myers, S. C. (1977). оп. цит.

<sup>97</sup> Stiglitz, J. & Weiss, A. (1981). оп. цит.

<sup>98</sup> Сума интерно генерисаног капитала и безризичног дуга представља резерву ликвидности. Безризичним дугом сматрају се краткорочне државне хартије од вредности.

финансирање инвестиционих алтернатива.<sup>99</sup> С тим у вези, корпорације треба да воде политику резидуалне дивиденде, што значи да при расподели нето добитка предност треба дати инвестирању, а дивиденде третирати као резидуал.

Негативна селекција, као израз агенцијског конфликта између постојећих и потенцијалних акционара, може, такође, условити проблем недовољног инвестирања. Када је корпорацији потребан екстерни капитал за финансирање пројеката, због информационе асиметрије, мање информисани потенцијални акционари могу потценити вредност корпорације и захтевати вишу стопу приноса за свој капитал.<sup>100</sup> Због високе цене капитала постојећи акционари могу више изгубити ако се инвестициони пројекти реализују него ако се одустане од њих. Прибављање екстерног капитала путем задуживања може ублажити овај проблем, мада интерно генерисани капитал има приоритет.

Проблем расподеле слободног новчаног тока је израз агенцијског конфликта између акционара и менаџера, који условљава појаву проблема прекомерног улагања. Менаџери тежећи да остваре корист на рачун акционара могу ангажовати слободни новчани ток за реализацију инвестиционих пројеката са негативном нето садашњом вредношћу. У литератури се сматра да су менаџери подстакнути на прекомерно инвестирање новчаним и неновчаним користима, које могу остварити по основу раста величине корпорације.<sup>101</sup> Што корпорација има већи вишак слободног новчаног тока и лошије инвестиционе могућности, то је проблем прекомерног инвестирања озбиљнији. Сматра се да додатно задуживање може ублажити проблем прекомерног улагања.<sup>102</sup>

Сходно изнетом може се закључити да агенцијски трошкови повезани са агенцијским конфликтима између акционара и поверилаца и постојећих и потенцијалних акционара, утичу на то да се интерно генерисани извори као најјефтинији извори, користе први. Заправо, проблеми трансфера вредности, негативне селекције и моралног хазарда могу довести до значајног раста агенцијских трошкова и увећати цену екстерних извора, због чега ће корпорација морати да се одрекне неких рентабилних инвестиција, што ће дугорочно за последицу имати пад вредности корпорације. У случају агенцијског конфликта између акционара и

---

<sup>99</sup> Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). оп. цит.

<sup>100</sup> Ибид.

<sup>101</sup> Jensen, M. (1986). оп. цит.

<sup>102</sup> Heinkel, R. & Zechner, J. (1990).

менаџера, како би се спречио морални хазард менаџера, приликом финансирања улагања приоритет се даје дугу, па финансијско понашање менаџера корпорација са израженим агенцијским проблемима ће бити у складу са теоријом хијерархијског редоследа.

Поред информационе асиметрије, као фактор који објашњава зашто избор извора финансирања прати одређени хијерархијски редослед истичу се трансакциони трошкови.<sup>103</sup> Трансакциони трошкови представљају битан фактор структуре капитала у оквиру теорије динамичког компромиса и теорије хијерархијског редоследа. Заправо, уколико су трансакциони трошкови једнаки нули или занемарљиви, ниво задужености може се у сваком моменту прилагодити оптималном нивоу. У стварности, корпорација мора да плати трансакционе трошкове у вези са прилагођавањем структуре капитала, што отежава одржавање структуре капитала оптималном. Изражена потреба за екстерним капиталом када су трансакциони трошкови већи од нуле резултира финансијску хијерархију код које се јефтинији екстерни извори прво користе.<sup>104</sup> У теорији хијерархијског редоследа, као врста трансакционих трошкова, истичу се трошкови флотације. Високи трошкови флотације нове емисије акција чине капитал из овог извора веома скупим. Према подацима Лондонске берзе, трошкови флотације акција на европском тржишту<sup>105</sup> износе око 25%, а обвезница око 1%.<sup>106</sup> Због тога, корпорације су више усмерене на коришћење интерно генерисаних извора (као најјефтинијег извора финансирања) него на дуг, док емисија акција представља крајњу солуцију која се користи „под принудом“ или када би додатно коришћење дуга довело предузеће у прекомерну задуженост.<sup>107</sup> Доналдсон, такође, истиче да менаџмент корпорације фаворизује интерно генерисане изворе до нивоа искључења екстерног финансирања, осим у ситуацијама када је потреба за изворима финансирања значајно изнад нивоа интерно генерисаних извора.<sup>108</sup>

---

<sup>103</sup> Fazzari, M. S., Hubbard, R. G. & Petersen, C. B. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 141-195.

<sup>104</sup> Kadapakkam, P., Kummar, P. & Riddick, L. (1998). The Impact of Cash Flows and Firm Size on Investment: The International Evidence. *Journal of Banking and Finance*, 22(3), 293-320.

<sup>105</sup> Тржишта капитала Велике Британије, Немачке, Холандије, Белгије, Португалије, Ирске и Француске.

<sup>106</sup> *The Cost of Capital: An International Comparison*, London Stock Exchange, Oxera Consulting Ltd, June 2006.

<sup>107</sup> Fama, F.E., & French, K.R. (2005). Financing Decisions: Who Issues Stock? *Journal of Financial Economics*, 76(3), 549-582.

<sup>108</sup> Donaldson, G. (1961). оп. цит.

Емпиријска истраживања о томе како америчке корпорације бирају своју структуру капитала указују да се удео дуга у структури капитала мења са променом расположивих интерних извора за финансирања капиталних улагања.<sup>109</sup> Заправо, дуг се користи као додатни извор финансирања само за потребе реализације жељеног нивоа инвестиција корпорација који се не може у потпуности финансирати из интерних извора. Додатно, уочено је да цене различитих извора финансирања подстичу корпорације да инвестиције финансирају прво из интерно генерисаних извора, као најјефтинијих, потом путем дуга и тек на крају путем емисије и продаје акција, као најскупљег извора финансирања. Трансакциони трошкови и трошкови информационе асиметрије наводе се као разлози за овакво финансијско понашање, што је у складу са теоријом хијерархијског редоследа.

Теорију хијерархијског редоследа потврђује истраживање спроведено у Великој Британији, које је открило негативну везу између стопе плаћања дивиденде и инвестиција, као и позитивну везу између стопе плаћања дивиденде и задуживања.<sup>110</sup> Закључке ове теорије је, такође, потврдило истраживање спроведено у Аустралији, које је открило да корпорације у условима информационе асиметрије приоритет у финансирању дају дугу у односу на акцијски капитал и да је ниво задужености условљен разликом између жељених инвестиција и расположивих интерних извора.<sup>111</sup> Хелвец и Лиан су, међутим, открили да корпорације које имају и могу да генеришу довољно интерних извора не прибегавају коришћењу екстерног капитала, али и да су спремне да емитују акције, и поред могућности да користе дуг.<sup>112</sup> Бенито је открио да корпорације са значајним новчаним током мање користе дуг, док корпорације код којих је изражена инвестициона активност више користе дуг.<sup>113</sup>

Емпиријско тестирање закључака теорије статичког компромиса и хијерархијског редоследа је открило да се корпорације задужују уколико новчани ток (*cash flow*) није довољан за финансирање реалних инвестиционих могућности и исплату дивиденде, те да емисију акција користе само када је додатно задуживање

---

<sup>109</sup> Taggart, R. A., Jr. (1985). Secular Patterns in the Financing of US Corporations. In B. M. Friedman, ed., *Corporate Capital Structure in the United States*. Chicago: University of Chicago Press.

<sup>110</sup> Adedeji, A. (1998). Does the Pecking Order Hypothesis Explain the Dividend Payout Ratios of Firms in the UK? *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(9-10), 1127-1155.

<sup>111</sup> Allen, D. E. (1993). The Pecking Order Hypothesis: Australian Evidence. *Applied Financial Economics*, 3(2), 101-112.

<sup>112</sup> Helwege, J. & Liang, N. (1996). Is There a Pecking Order? Evidence from a Panel of IPO Firms. *Journal of Financial Economics*, 40(3), 429-458.

<sup>113</sup> Benito, A. (2003). *The Capital Structure Decisions of Firms: Is There a Pecking Order?* Bank of Spain, Document 0310.



праћено растом ризика од финансијских неприлика.<sup>114</sup> При томе се истиче да корпорације неће све ванредне финансијске потребе покривати задуживањем, већ да менаџмент настоји да дефицит готовине финансира путем дуга.

Супротно претходним истраживањима, Френк и Гојал истичу да дуг није тако доминантан извор финансирања у односу на акцијски капитал.<sup>115</sup> Заправо, иако је акцијски капитал скупљи извор финансирања у односу на дуг, корпорације ће прибећи емисији акција у ситуацији повећаног ризика од финансијских неприлика и у ситуацијама када повериоци захтевају значајно колатерално обезбеђење. Ставове теорије хијерархијског редоследа не потврђују ни резултати интернационалног истраживања за корпорације из Америке, Велике Британије и Немачке, док код корпорација из Јапана почетна валидност теоријских ставова се временом губи због побољшане заштите инвеститора и подстицања корпорација да користе друге изворе финансирања пре интерних.<sup>116</sup>

Иванишевић истиче следеће добре стране теорије хијерархијског редоследа: усаглашена је са збивањима у пословној пракси, менаџменту сугерише да се не труди да оптимизацијом структуре капитала креира вредност, указује да се степен задужености може мењати у великом распону и да се степен задужености мења када постоји несклад између интерних новчаних токова умањених за дивиденде и инвестиционе потребе.<sup>117</sup> Обично се указује на следеће лоше стране ове теорије: занемаривање макроекономских фактора, одсуство потпуне валидности за земље у развоју и неразвијене земље и истицање трансакционих и информационих трошкова као главних разлога за менаџерску склоност ка интерним изворима финансирања. Такође, као лоша страна теорије хијерархијског редоследа се истиче да пореске уштеде и трошкове стечаја третира као мање важне факторе одлучивања менаџера. Додатно, као критика теорије хијерархијског редоследа Мајерс истиче да би, под претпоставком одсуства информационе асиметрије, закључци теорије хијерархијског редоследа и модификоване ММ теорије били исти.<sup>118</sup>

---

<sup>114</sup> Shyam-Sunder, L. & Myers, S. C. (1999). Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244.

<sup>115</sup> Frank, Z. M. & Goyal, K. V. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248.

<sup>116</sup> Seifert, B. & Gonenc, H. (2008). The International Evidence on the Pecking Order Hypothesis. *Journal of Multinational Financial Management*, 18, 244-260.

<sup>117</sup> Иванишевић, М. (2011). *Пословне финансије*. Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд, стр. 326

<sup>118</sup> Myers, S. C. (2001). Capital Structure, *Journal of Economic Perspective*, 15(2), 81-102.

### 3.2. Бихејвиоралне финансије и теорија доброг тајминга

Бихејвиоралне финансије представљају покушај да се објасни и побољша разумевање образаца понашања тржишних учесника анализом емоционалних процеса и њиховог утицаја на процес одлучивања.<sup>119</sup> Бихејвиористи тржишне учеснике третирају као обичне људе који често одлуке доносе на бази интуиције, а не рационално. У ширем смислу, бихејвиоралне финансије проучавају како психологија људи утиче на доношење финансијских одлука, тачније како понашање људи утиче на цену имовине.<sup>120</sup> Као резултат интердисциплинарне конвергенције когнитивне психологије и финансијског менаџмента<sup>121</sup> бихејвиоралне финансије омогућавају разумевање неких финансијских феномена путем модела у којима не важи претпоставка да су сви тржишни актери рационални.

Основу бихејвиоралних финансија чине два стуба: ограничења арбитраже и психологија.<sup>122</sup> Основне претпоставке процеса арбитраже су ефикасно тржиште капитала и рационално понашање тржишних актера. У традиционалном оквиру процес арбитраже обезбеђује рационалним тржишним актерима (*arbitrageurs*) да коригују утицај трговине евентуалних нерационалних тржишних актера (*noise traders*). Заправо, активностима арбитраже у кратком року свака евентуална ценовна аномалија ће бити уклоњена и цене хартија од вредности ће поново одсликавати њихову фундаменталну или суштинску вредност (*prices are right*).<sup>123</sup> Међутим, бихејвиористи сматрају да се девијација фундаменталне вредности, која ствара привлачну могућност за инвестирање, неће одмах отклонити. Наиме, они истичу да иако су цене хартије од вредности у великој мери погрешно процењене, стратегије дизајниране да исправе грешке у процени могу да буду ризичне и сувише скупе, чинећи их непривлачним, тако да се цене хартија од вредности неће кориговати. Стога, они верују да је арбитража ризичан процес и стога има ограничену ефикасност.

Теорија и емпирија психологије, као други стуб бихејвиоралних финансија, анализом предрасуда категоризованих на уверења и преференције, обезбеђује основу

---

<sup>119</sup> Ricciardi, V. & Simon, K. H. (2000). What Is Behavior Finance? *The Business, Education and Technology Journal*, 2, 26-34.

<sup>120</sup> Schinckus, C. (2011). Archeology of Behavioral Finance, *IUP Journal of Behavioral Finance*, 8(2), 7-22.

<sup>121</sup> Ибид.

<sup>122</sup> Barberis, N. & Thaler, R. (2003). A Survey of Behavioral Finance. *Edited by Constantinides, G. M., Harris, M. & Stulz, R., Handbook of the Economic of Finance*, 1052-1121.

<sup>123</sup> Тодоровић, М. (2011). оп.цит.

за објашњење ирационалног понашања које доводи до нетачних цена (цене хартија од вредности одступају од своје фундаменталне вредности – *mispricing*) хартија од вредности. Постављање комплетног модела за разумевање понашања тржишних учесника укључује сагледавање преференције у понашању, односно анализу како инвеститори вреднују улагање са ризиком. Највећи допринос у том сегменту су дали Канеман и Тверски дефинисањем дескриптивне теорије изгледа (*Prospect Theory*) због чега се сматрају и утемељивачима бихејвиоралних финансија.<sup>124</sup>

Развијена на темељима критике теорије очекиване корисности, према којој тржишни учесници треба да буду индиферентни према изборима који имају исту очекивану корисност (вредност), теорија изгледа пружа објашњење зашто тржишни учесници доносе различите одлуке у зависности од вредности могућих исхода (могуће промене богатства) у односу на референтну тачку. Канеман и Тверски су доказали да су појединци спремни да преузму већи ризик уколико то значи могућност избегавања губитка и понашаће се конзервативно када имају прилику за сигуран добитак. Наиме, када појединци треба да бирају између добитка који ће остварити са сигурношћу и добитка који ће остварити са одређеним процентом вероватноће, већина појединаца ће преферирати сигуран добитак, без обзира на вредност ове алтернативе. Сходно оваквом избору, функција корисности појединца је конкавна у односу на добитке и изражава аверзију према ризику. Међутим, када појединци треба да бирају између губитка који ће сносити са сигурношћу и губитка који ће сносити са одређеним процентом вероватноће, већина појединаца ће преферирати губитак са одређеним процентом вероватноће, без обзира на вредност ове алтернативе. Приликом оваквог избора, функција корисности појединца је конвексна у односу на губитке и изражава склоност ризику. Они су, такође, учили да су појединци осетљивији на губитке, него на добитке, што представља израз аверзије појединаца према губицима. Примена овако уоченог понашања на нивоу корпорације имплицира да се може очекивати да тражња за акцијама корпорације која нуди сигуран принос, буде већа од тражње за акцијама корпорације која нуди мање сигуран принос, чак и када је очекивани принос другог улагања већи.<sup>125</sup>

---

<sup>124</sup> Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.

<sup>125</sup> Stephens, J. J. (2001). *Managing Currency Risk Using Financial Derivatives*. Chichester, England: John Wiley and Sons. 38-39. у Чупић, М. (2015). Управљање ризиком и вредност корпорације. *Економски хоризонти*, 17(3), 219-232.

Са аспекта корпоративних финансија, бихејвиоралне финансије имају своје импликације на инвестиционе и финансијске одлуке, као и на одлуке које се тичу расподеле дивиденде. Заправо, поставља се кључно питање да ли неефикасност тржишта и ирационални тржишни учесници имају утицај на финансијске одлуке корпорације. Односно, да ли менаџери врше подешавање структуре капитала према тржишту, користећи на тај начин тренутне флукуације цене акција.

Одговор на ово питање даје Теорија доброг тајминга (*Market timing theory*), према којој менаџери воде рачуна о моменту промене структуре капитала, односно доносе финансијске одлуке у складу са тржишним условима.<sup>126</sup> Тако, менаџери ће откупљивати акције када су потцењене, а нове акције емитовати када су прецењене. Полазећи од претпоставки да менаџери верују да могу временски подесити финансијске одлуке према тржишту и да су инвеститори ирационални, творци теорије доброг тајминга, Бејкер и Вурглер, структуру капитала виде као кумулативни резултат раније учињених напора менаџера да реализују добре прилике на тржишту капитала и истичу да оптимална структура капитала не постоји.<sup>127</sup> Они су открили да корпорације које прибављају екстерни капитал када је тржишна вредност корпорације висока имају мањи удео дуга у структури капитала, а корпорације које прибављају екстерни капитал када је тржишна вредност корпорације ниска имају већи удео дуга у структури капитала. Они су, такође, открили да тренутна структура капитала може бити одређена финансијским одлукама донетим пре више од десет година.

У свом раду објављеном мање од две године пре дефинисања хипотезе доброг тајминга, Бејкер и Вурглер су открили да корпорације преферирају акцијски капитал пре периода ниских тржишних стопа приноса на акције и теже избегавању акцијског капитала, у корист дуга, пре периода високих тржишних стопа приноса на акције.<sup>128</sup> Они су закључили да учешће акцијског капитала у екстерном финансирању представља добар показатељ будућих приноса, тржиште акција у глобалу може бити неефикасно и менаџмент може искористити ту неефикасност приликом доношења финансијских одлука. Сходно теорији доброг тајминга, менаџери морају водити

---

<sup>126</sup> Graham, J. R. & Harvey C. R. (2001). The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence From the Field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243.

<sup>127</sup> Baker, M. & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-32.

<sup>128</sup> Baker, M. & Wurgler, J. (2000). The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns. *The Journal of Finance*, 55(5), 2219-2257.

рачуна о тренутку када врше промену структуре капитала. Односно, релативно кратко време током којег менаџмент може мењати структуру капитала постоји све док релативна цена акцијског капитала варира током времена било из рационалних или ирационалних разлога.<sup>129</sup>

Уколико су менаџери оптимистични,<sup>130</sup> они верују да су акције потцењене и због тога их нерадо емитују, осим у случају исцрпљености интерних извора и смањеног капацитета задуживања.<sup>131</sup> Као код теорије хијерархијског редоследа, менаџмент финансирање својих инвестиционих алтернатива врши из извора који су у том моменту најјефтинији и интерни капитал се сматра јефтинијим извором финансирања у односу на екстерни капитал.<sup>132</sup> Преферирање интерног капитала и дугова, односно избегавање капитала од емисије обичних акција, бихејвиористи најчешће објашњавају превеликим оптимизмом и самопоуздањем менаџера, а не растућим трошковима информационе асиметрије и трансакционим трошковима.

Ставовe теорије доброг тајминга су емпиријски потврдили Грејем и Харви, који су открили да две трећине менаџера води рачуна о потцењеношћу или прецењеношћу акција приликом избора екстерног извора финансирања и да цена акција у тренутку одлучивања, представља битан фактор код доношења одлуке о томе да ли емитовати акције или не.<sup>133</sup> Хуанг и Ритер су открили да теорија доброг тајминга најбоље објашњава промену удела дуга и акцијског капитала у структури капитала.<sup>134</sup> Резултати истраживања Дитмара и Такора емпиријски су потврдили да корпорације временски подешавају структуру капитала јер емитују акције када им је цена висока, а задужују се и избегавају емисију акција када им је цена ниска.<sup>135</sup>

Међутим, док је статистички значајан негативна веза између финансијског леверица и историјског М/Б рација уочена код корпорација из Америке, код корпорација из Велике Британије негативна веза није на статистички значајном

---

<sup>129</sup> Huang, R & Ritter, R. J. (2004). Testing the Market Timing Theory of Capital Structure. *Working paper, University of Florida*.

<sup>130</sup> Менаџери су оптимистични када систематски прецењују вероватноћу остварења добрих резултата пословања, а потцењују вероватноћу остварења лоших резултата пословања.

<sup>131</sup> Heaton, J. B. (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Management*, 31(2), 33-45.

<sup>132</sup> Frank, Z. M. & Goyal, K. V. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38(1), 1-37. и Baker, M. & Wurgler, J. (2002). оп. цит.

<sup>133</sup> Graham, J. & Harvey, C. (2002). How Do CFOs Make Budgeting and Capital Structure Decisions? *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(1), 8-23.

<sup>134</sup> Huang, R & Ritter, R. J. (2004). оп. цит.

<sup>135</sup> Dittmar, A. & Thakor, A. (2007). Why Do Firms Issue Equity? *The Journal of Finance*, 62(1), 1-54.

нивоу, а код корпорација из континенталне Европе уочена је позитивна веза.<sup>136</sup> Додатно, и истраживање спроведено на узорку корпорација из Немачке, Швајцарске и Аустрије указује је да је ефекат доброг тајминга на структуру капитала готово занемарљив.<sup>137</sup>

Одређена неподударња између теорије и емпирије се јављају код питања дуготрајности ефекта доброг тајминга. Алти је уочио да корпорације које излазе на IPO<sup>138</sup> тржиште током периода интензивне активности (*hot IPO market*) значајно више емитују акције од оних које излазе на IPO тржиште током периода слабе активности (*cold IPO market*).<sup>139</sup> Такође, он закључује, да краткорочно гледано, добар тајминг представља кључни фактор при избору структуре капитала, док дугорочно посматрано, ефекат доброг тајминга на структуру капитала временом нестаје и корпорације теже одржању циљаног степена задужености. Први резултати истраживања спроведеног на узорку корпорација из земаља које припадају групи Г-7 су пружили потврду теорије доброг тајминга, јер је уочен инверзни однос између финансијског леверица и историјске тржишне вредности корпорације.<sup>140</sup> Међутим, дубља и детаљнија анализа открила је да су све земље, осим Јапана, у потпуности извршиле ребаланс структуре капитала након емисије акција, што потврђује да је ефекат доброг тајминга краткорочан и да се неутралише најдуже после пет година од емисије акција.

Образац понашања менаџера дефинисан теоријом доброг тајминга је понудио наду да то може бити основ општеважеће теорије структуре капитала. Међутим, добар тајминг се показао као кључни фактор за објашњење структуре капитала америчких корпорација, док за европске корпорације није тако значајан. Сходно томе, и поред тога што представља једну од најутицајнијих теорија структуре капитала данашњице она не успева да пружи универзално објашњење које ће важити за све земље, пре свега, због значајних институционалних разлика међу њима, што је

---

<sup>136</sup> Bruinshoofd, A. & Haan, de L. (2007). Market Timing and Corporate Capital Structure: A Transatlantic Comparison. *DNB Working paper 144*

<sup>137</sup> Drobotz, W., Pensa, P. & Wöhle, C. (2006). Kapitalstrukturpolitik in theorie und praxis: Ergebnisse einer fragebogenuntersuchung. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 76, 253-285.

<sup>138</sup> Initial Public Offering - Иницијална јавна понуда акција

<sup>139</sup> Altı, A. (2006). How Persistent Is the Impact of Market Timing on Capital Structure? *The Journal of Finance*, 61(4), 1681-1710.

<sup>140</sup> Mahajan, A. & Tartaroglu, S. (2008). Equity Market Timing and Capital Structure: International Evidence. *Journal of Banking and Finance*, 32, 754-766.

у складу са Мајерсовим ставом да нема универзалне теорије структуре капитала и нема разлога очекивати да ће таква теорија бити развијена.<sup>141</sup>

#### **4. Кључне детерминанте обликовања структуре капитала**

Полазећи од значаја који је одређеним карактеристикама корпорације дат у релевантној литератури,<sup>142</sup> у наставку ће бити разматран утицај профитабилности, структуре имовине, раста имовине, пословног ризика и величине корпорације на структуру капитала апроксимирану степеном задужености. Разматрање поменутих карактеристика корпорације ће бити подржано компаративном анализом резултата истраживања у развијеним земљама и земљама у развоју.

##### **4.1. Карактеристике корпорације и структура капитала – теоријски оквир**

Однос између профитабилности и структуре капитала представља једну од теоријских контроверзи која је најчешће испитивана. Полазећи од ММ теорије у условима опорезивања, може се очекивати да ће профитабилне корпорације имати већи удео дуга у структури капитала због могућности остварења већих пореских уштеда. На сличан закључак упућује компромисна теорија јер се такође, може очекивати позитиван утицај профитабилности на степен задужености. Наиме, веома профитабилне корпорације имају мањи ризик од стечаја због боље позиције за измирења обавеза о роковима доспећа, што ће условити да имају виши ниво задужености од оних које су мање профитабилне. Како обавезе за камате умањују износ новца који је под директном контролом менаџмента, тако ће код високо профитабилних корпорација веће коришћење дуга утицати на смањење вероватноће да менаџери донесу инвестиционе одлуке вођени искључиво сопственим интересима и самим тим на смањење агенцијских трошкова везаних за слободни новчани ток. Супротно томе, према теорији хијерархијског редоследа и доброг тајминга може се очекивати негативна веза, јер профитабилне корпорације имају више интерног

---

<sup>141</sup> Myers, S. C. (2001). оп. цит.

<sup>142</sup> Видети: Titman, S. & Wessels, R. (1988). оп. цит.; Harris, M. & Raviv, A. (1991). оп. цит. Rajan, R. & Zingales, L. (1995). What We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460; Booth, L., Aivazian, V. Demircuc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2001). Capital Structure in Developing Countries. *The Journal of Finance*, 56(1), 87-130; Huang, G. & Song, M. F. (2006). The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 17(1), 14-36; Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K. (2002). Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries. *Working Paper*, University of Durham; Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K. (2008). The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions. *Journal of financial and quantitative analysis*, 43(1), 59-92. и Frank, Z. M. & Goyal, K. V. (2009). оп.цит.

капитала коме се даје приоритет у финансирању пројеката. У прилог томе говоре и закључци низа студија који указују на то да високо профитабилне корпорације теже мањем коришћењу дуга.<sup>143</sup> Тачније, корпорације са високим стопама добити, иста у свим другим аспектима, имаће нижи ниво дуга од оних са ниским стопама добити или оних који послују са губитком, јер су у могућности да обезбеде капитал из интерно генерисаних извора.<sup>144</sup>

Структура имовине, односно удео сталне имовине у укупној имовини, представља изузетно значајну детерминанту степена задужености<sup>145</sup> у вези које постоји генерални теоријски став је да између ње и степена задужености постоји позитивна веза. Сматра се да корпорације са већим уделом сталне имовине у укупној имовини имају бољи и вреднији колатерал, што утиче на смањење ризика кредитора и смањење захтеване премије на ризик. Такође, вреднији колатерал је репрезент веће ликвидационе вредности имовине, уколико се корпорација суочи са финансијским неприликама или се покрене стечајни поступак, што значи ниже трошкове стечаја.<sup>146</sup> Сходно томе, корпорације са вредном и сигурном сталном имовином имају тенденцију да се више задужују.<sup>147</sup> Из угла агенцијског проблема између кредитора и власника, стална имовина као колатерал може бити коришћена у сврху мониторинга и контроле менаџмента, као и у сврху спречавања трансфера богатства од кредитора као акционарима. Према ставу Мајерса и Мајлафа, имајући у виду окружење које карактерише информациона асиметрија, емисија дужничких вредносних папира који су обезбеђени вредним колатералом омогућава избегавање трошкова емисије акција, јер ће корпорације са већим уделом сталне имовине бити у могућности да се лакше додатно задуже по повољнијим каматним стопама и на тај начин избегну коришћење најскупљег извора финансирања, односно емисију акција.<sup>148</sup> Са друге стране, велики

---

<sup>143</sup> Fama, F. E. & French, R. K. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Prediction About Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.; Titman, S. & Wessels, R. (1988). и Rajan, R. & Zingales, L. (1995). оп. цит.

<sup>144</sup> Barton, S. L., Ned C. H. & Sundaram, S. (1989). An Empirical Test of Stakeholder Theory Predictions of Capital. *Financial Management*, 18(1), 36-44.

<sup>145</sup> Titman, S. & Wessels, R. (1988). и Shyam-Sunder, L. & Myers, S. C. (1999). оп. цит. Drobetz, W. & Fix, R. (2005). What Are the Determinants of the Capital Structure? Some Evidence for Switzerland. *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 141(1), 71-113.

<sup>146</sup> Rajan, R. & Zingales, L. (1995). оп. цит.

<sup>147</sup> Myers, S. C. (2001). оп. цит.

<sup>148</sup> Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). оп. цит.



удео сталне имовине у укупној имовини омогућава остварење пореских уштеда по основу амортизације, тако да корпорација може пословати са мање дугова.<sup>149</sup>

Из угла компромисне теорије, могућност за раст имовине често се поистовећује са растом нематеријалне имовине која доприноси повећању вредности корпорације али не може бити коришћена као колатерал, што значи да корпорације неће бити у могућности да по основу раста имовине повећају степен задужености.<sup>150</sup> Додатно, код брзо растућих корпорација агенцијски трошкови су високи због флексибилнијег избора инвестиционих могућности који може довести до трансфера вредности од кредитора ка акционарима.<sup>151</sup> Имајући то у виду, кредитори ће због повећаног ризика захтевати већу премију за ризик чинећи на тај начин дуг скупљим извором финансирања, па се очекује инверзни односа између раста имовине и степена задужености. Међутим, према теорији хијерархијског редоследа очекује се позитивна веза између раста имовине и степена задужености. Наиме, корпорације са високим потенцијалом за раст неће имати довољно интерно генерисаног капитала за финансирање својих инвестиционих могућности са позитивном нето садашњом вредношћу, па ће бити усмерене на екстерне изворе финансирања. Уколико је неопходно прибављање капитала из екстерних извора, корпорације ће преферирати дуг због нижих трошкова информационе асиметрије и трансакционих трошкова.<sup>152</sup>

Ризик пословања представља синоним за вероватноћу да ће се корпорација суочити са финансијским неприликама.<sup>153</sup> Имајући то у виду, корпорације са израженом нестабилношћу добити, суочене су са високим ризиком пословања због могућности да износ пословног добитка неће бити довољан за покриће већ преузетих обавеза према кредиторима. У оваквој ситуацији, вероватноћа да се корпорације суоче са финансијским неприликама расте, што утиче и на раст трошкова стечаја и приморава корпорацију на смањење нивоа дуга у циљу смањења ризика од стечаја. Такође, уочено је да су каматне стопе више за корпорације са нестабилном зарађивачком способношћу због немогућности да кредитори прецизно предвиде будућу зарађивачку моћ корпорације на основу постојећих јавно доступних информација о пословању корпорације, што утиче на раст ризика кредитора.<sup>154</sup>

---

<sup>149</sup> DeAngelo, H. & Masulis, R. W., (1980). оп. цит.

<sup>150</sup> Titman, S. & Wessels, R. (1988). оп. цит.

<sup>151</sup> Ибид.

<sup>152</sup> Rajan, R. & Zingales, L. (1995). и Booth, et al. (2001). оп. цит.

<sup>153</sup> Huang, G. & Song, M. F. (2006). оп. цит.

<sup>154</sup> DeAngelo, H. & Masulis, R. W., (1980). оп. цит.

Сходно томе, према компромисној теорији, очекује се негативна веза између степена задужености и ризика пословања. Теорија хијерархијског редоследа стоји на истом становишту као компромисна теорија, само што су разлози за то другачији. Према Мајерсовом виђењу, корпорације су приморане да акумулирају новац током успешних година како би превазишле проблем недовољних инвестиција у будућности који постаје све озбиљнији са повећањем неизвесности новчаних токова.<sup>155</sup> Мајерс, такође, указује на то да корпорације у периодима суфицита готовине треба да отплаћују дугове или улажу у утрживе хартије од вредности како би сачувале капацитете за додатно задуживање у будућности или избегле емисију акција по високим трошковима.<sup>156</sup> Код корпорација са израженом неизвесношћу новчаних токова инвеститори нису у могућности да са великом извесношћу предвиде будућу добит корпорације на бази јавно доступних информација, што утиче на раст цене дуга па корпорације настоје да смање степен задужености.<sup>157</sup>

Теоријски ставови о утицају величине корпорације на степен задужености нису усаглашени. Према компромисној теорији, између величине корпорације и степена задужености постоји позитивна веза. Најчешће образложење за овакав став је чињеница да су трошкови стечаја обрнуто пропорционални величини корпорације.<sup>158</sup> Такође, Титман и Веселс указују да су велике корпорације више диверсификоване, имају мање интензивне промене добити, а самим тим и мању вероватноћу покретања стечаја, што им омогућава да послују са више позајмљеног капитала.<sup>159</sup> Из перспективе теорије хијерархијског редоследа, може се очекивати негативна веза између величине корпорације и нивоа задужености. Што се информационе асиметрије тиче, величина корпорације репрезентује количину информација којом могу располагати будући инвеститори. Како су велике корпорације предмет посебне пажње аналитичара, тако морају обелодањивати више информација. Располагање великом количином информација доводи до ублажавања проблема информационе асиметрије па се може очекивати да велике корпорације имају мањи удео дуга у структури капитала, јер у таквом амбијенту пословања емисија акција постаје атрактивнији извор финансирања у односу на дуг. С тим у вези, Рајан и Зинглез истичу да се величина корпорације и степен озбиљности проблема информационе

---

<sup>155</sup> Myers, S. C. (1977). оп. цит.

<sup>156</sup> Myers, S. C. (1984). оп. цит.

<sup>157</sup> Drobetz, W. & Fix, R. (2005). оп. цит.

<sup>158</sup> Warner, J. B. (1977). оп. цит.

<sup>159</sup> Titman, S. & Wessels, R. (1988). оп. цит.

асиметрије налазе у инверзном односу и да због тога велике корпорације треба да повећају удео сопственог капитала у структури капитала.<sup>160</sup>

#### **4.2. Карактеристике корпорације и структура капитала – резултати емпиријских истраживања**

Теоријски ставови о утицају карактеристика корпорације на структуру капитала су предмет емпиријских истраживања још од објављивања ММ теорије. Првобитна истраживања су у фокусу имала корпорације из развијених земаља, пре свега, Америке. Временом се опсег истраживања ширио, па су истраживачи вођени жељом да одговоре на питање, да ли постоји значајна разлика између структуре капитала и утицаја различитих детерминанти на структуру капитала између земаља, вршили интернационалну анализу. Као што Валд истиче, основна предност компаративне анализе огледа се у повезивању емпиријских резултата са институционалним карактеристикама земаља.<sup>161</sup> Иако су на почетку била занемарена, у последњих двадесетак година расте број истраживања која испитују структуру капитала и њену условљеност карактеристикама корпорација у земљама у развоју, што омогућава боље разумевање и сагледавање евентуалних разлика у структури капитала између корпорација које послују у развијеним земљама и земљама у развоју.

Истраживање Титмана и Веселса је за циљ имало испитивање теоријских закључака о условљености структуре капитала карактеристикама корпорације на узорку корпорација из Америке у периоду од 1974. до 1982. године.<sup>162</sup> Добијени резултати применом факторске анализе, иако нису коначни, како аутори истичу, служе да документују емпиријске правилности које не одговарају ставовима само једне теорије структуре капитала. Рајан и Зинглез су открили да је степен задужености сличан у пет земаља Г7, осим код Немачке и Велике Британије где је уочен нешто нижи степен задужености.<sup>163</sup> Они су, такође, открили да су детерминанте структуре капитала сличне у различитим земљама али да се природа утицаја појединих детерминанти на структуру капитала разликује између земаља. Објашњење за ову разлику аутори наводе банкарску или тржишну оријентисаност земље као најважнију институционалну разлику између земаља.

---

<sup>160</sup> Rajan, R. & Zingales, L. (1995). оп. цит.

<sup>161</sup> Wald, K. J. (1999). How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison. *The Journal of Financial Research*, 22(2), 161-187.

<sup>162</sup> Titman, S. & Wessels, R. (1988). оп. цит.

<sup>163</sup> Rajan, R. & Zingales, L. (1995). оп. цит.

Антониоу и остали су открили да природа и јачина утицаја карактеристика корпорације на структуру капитала зависи од финансијског окружења и традиције земље.<sup>164</sup> У фокусу истраживања Франка и Гојала биле су америчке корпорације у периоду од 1950. до 2003. године.<sup>165</sup> Они су закључили да су раст имовине, структура имовине, профитабилност, величина корпорације, привредна грана и очекивана инфлација поуздани фактори за објашњење структуре капитала. Чен и остали истичу да теорија хијерархијског редоследа најбоље описује финансијске одлуке холандских корпорација.<sup>166</sup> Са друге стране, аутори истраживања спроведених на узорцима корпорација из Шведске,<sup>167</sup> Швајцарске<sup>168</sup> и Јапана<sup>169</sup> наглашавају да ниједна од теорија не пружа објашњење добијених резултата.

Када су у питању земље у развоју, студија Бута и осталих сматра се најзначајнијом, преваходно због свог утицаја на даљи развој истраживања проблема условљености структуре капитала карактеристикама корпорација у земљама у развоју.<sup>170</sup> Они су открили да земље у развоју имају нижи ниво задужености од земаља у развоју и да одређене варијабле имају исти значај и код једних и код других земаља. Уочене разлике у природи и јачини утицаја варијабли на структуру капитала аутори објашњавају институционалним разликама између земаља. Истраживање спроведено на узорку корпорација из 25 земаља у развоју је показало да велика предузећа због веће диверсификованости и мање вероватноће стечаја могу имати виши ниво задужености.<sup>171</sup> Хернади и Ормос су открили да корпорације из земаља у развоју доносе одлуке о структури капитала слично као и корпорације у развијеним земљама.<sup>172</sup> Такође, они су уочили да је понашање корпорација хомогеније него у студији Бута и осталих, временом детерминанте корпорације имају јачи утицај на структуру капитала, док утицај институционалних детерминанти на структуру капитала временом слаби.

---

<sup>164</sup> Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K. (2008). оп. цит.

<sup>165</sup> Frank, Z. M. & Goyal, K. V. (2009). оп. цит.

<sup>166</sup> Chen, H. L., Lensink, R. & Sterken, E. (1998). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Dutch Panel Data. *Working Paper No. 99E14*, University of Groningen, RISOM.

<sup>167</sup> Song, HS. (2005). Capital Structure Determinants: An Empirical Study of Swedish Companies. *Working Paper No. 25*, Royal Institute of Technology Stockholm.

<sup>168</sup> Drobetz, W. & Fix, R. (2005). оп. цит.

<sup>169</sup> Cortez, A. M., & Susanto, S. (2012). The Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Japanese Manufacturing Companies. *Journal of International Business Research*, 11(3), 121-134.

<sup>170</sup> Booth, L., Aivazian, V. Demircuc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2001). оп. цит.

<sup>171</sup> Bas, T., Muradoglu, G., & Phylaktis, K. (2009). Determinants of Capital Structure in Developing Countries. *CBS Working Paper No. 106*. London: Cass Business School.

<sup>172</sup> Hernadi, P., & Ormos, M. (2012). Capital Structure and Its Choice in Central and Eastern Europe. *Acta Oeconomica*, 62(2), 229-263

Истраживање спроведено на узорку корпорације из Кине показало је да корпорације преферирају сопствени капитал у односу на дуг, власничка структура (већина корпорација је у већинском државном власништву) има значајан утицај на структуру капитала и да се не може издвојити конкретно теоријско становиште које најбоље описује структуру капитала кинеских корпорација.<sup>173</sup> Бауер је уочио да корпорације у Чешкој не доносе одлуке о структури капитала сходно конкретном теоријском виђењу,<sup>174</sup> док је Абор уочио да корпорације из Гане<sup>175</sup> одлуке доносе у складу са виђењем теорије хијерархијског редоследа. Коксал и Орман су открили негативну везу између профитабилности и нивоа задужености код корпорација из Турске.<sup>176</sup> Они закључују да оквир компромисне теорије најбоље описује структуру капитала турских корпорација. Са друге стране, Станчић и остали истичу да утицај посматраних варијабли на структуру капитала код предузећа у Србији није у складу са ставом конкретне теорије структуре капитала.<sup>177</sup>

Сумаран преглед природе утицаја профитабилности, структуре имовине, раста имовине, пословног ризика и величине корпорације на структуру капитала за поменута истраживања дат је у Табели 1 у циљу уочавања сличности и разлике између земаља у развоју и развијених земаља. Из табеле се може уочити да истраживања у развијеним земљама и земљама у развоју, по правилу, откривају да је утицај профитабилности на степен задужености негативан, а утицај величине корпорације и структуре имовине позитиван. Утицај ризика и раста имовине на структуру капитала разликује се између две групе земаља. Као разлози за ове разлике се најчешће истичу историјски, тржишни, економско-правни и културолошки фактори. Очигледно, резултати спроведених студија нису у потпуности јединствени за све посматране карактеристике корпорација, па је тешко њихов утицај на структуру капитала објаснити једним теоријским оквиром.

---

<sup>173</sup> Chen, J. & Strange, R. (2005). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies. *Economic Change and Restructuring*, 38, 11-35. и Huang, G. & Song, M. F. (2006). оп. цит.

<sup>174</sup> Bauer, P. (2004). Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from The Czech Republic. *Czech Journal of Economics and Finance*, 54(1-2), 2-21.

<sup>175</sup> Abor, J. (2008). Determinants of the Capital Structure of Ghanaian Firms. *AERC Research Paper No. 176*. Nairobi: African Economic Research Consortium.

<sup>176</sup> Koksal, B. & Orman, C. (2014). Determinants of Capital Structure: Evidence from a Major Developing Economy. *Working Paper No. 14/26*, Central Bank of the Republic of Turkey.

<sup>177</sup> Stančić, P., Janković, M. & Čupić, M. (2016). Testing the Relevance of Alternative Capital Structure Theories in Serbian Economy. *Teme*, 15(4), 1309-1325.

Табела 1. Карактеристике корпорације и структура капитала – преглед емпирије

	Профитабилност	Структура имовине	Раст имовине	Пословни ризик	Величина корпорације
<i>Истраживања у развијеним земљама</i>					
Titman & Wassels, 1988	-	+	-	-	-
Rajan & Zingales, 1995	-	+	/	/	-(+)
Antoniou et al., 2008	-	+	-	≈0	+
Frank & Goyal, 2009	-	+	-	-	+
Chen, et al., 1998	-	+	+	-	+
Song, 2005	-	+	/	-	-
Drobetz & Fix, 2005	-	+	-	-	+
Cortez & Susanto, 2012	-	+	-	/	-
<i>Истраживања у земљама у развоју</i>					
Booth et al., 2001	-	-(+)	/	+(-)	-(+)
Bas et al., 2009	-	+	+	/	+
Hernadi & Ormos, 2012	-	+	/	+	+
Chen & Strange, 2005	-	/	+	+	+
Huang & Song, 2006	-	+	-	+	+
Bauer, 2004	-	-	-	+	+
Abor, 2008	-	+	+	-	+
Koksal & Orman, 2014	-	+	-	-	+
Stančić et al., 2016	-	-/+	/	/	+

*Напомена: Позитивна веза је представљена знаком +, негативна веза знаком -, преовлађујућа природа везе знаком (+), док знак / указује на то да одређена карактеристика није била предмет анализе у студији.*

## **ДЕО II**

# **ФИНАНСИЈСКИ АСПЕКТИ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА**

## 1. Агенцијски проблем и трошкови

Вишегодишња расправа о томе шта представља циљ пословања корпорације, довела је до приближавања ставова заговорника теорије акционара и стејкхолдер теорије кроз истицања максимирања вредности корпорације као јединственог општег циља пословања. Међутим, како велике корпорације карактерише одвојеност власништва (кога представљају акционари) од контроле (која је у рукама менаџмента), тако се намеће питање да ли ће менаџмент урадити све како би се тако постављен циљ остварио. Другим речима, да ли ће се приликом доношења одлука менаџмент руководити максимирањем вредности корпорације или својом користи. На овај проблем је још у 18 веку пажњу скренуо Адам Смит износећи став да се не може очекивати да ће менаџери, којима је дат туђи новац на управљање, управљати њиме са истом посвећеношћу као да је тај новац њихов.<sup>178</sup>

Како је пословање корпорације детерминисано интеракцијом сета интерних и екстерних фактора,<sup>179</sup> тако постигнути резултати пословања корпорације откривају колико се успешно менаџмент прилагођава новонасталим условима пословања. Заправо, квалитет менаџмента корпорације је одређен његовом посвећеношћу остварењу општег циља пословања и способношћу да брзо и исправно реагује на промене из пословног окружења. Изражено преко математичке функције, перформансе корпорације представљене бруто добитком ( $II$ ) зависе од залагања менаџмента ( $e$ ) и прилика у окружењу, као случајне варијабле ( $a$ ), одређене након што је одређено  $e$ :<sup>180</sup>

$$II = g(e, a) \tag{1}$$

С тим у вези, свако залагање менаџмента које није на очекиваном нивоу доводи до сукоба интереса акционара и менаџмента, односно основног агенцијског проблема који може имати далекосежне негативне финансијске последице на пословање корпорације.

---

<sup>178</sup> Smith, A. (1937). *The Wealth of Nations*. The Modern Library, Random House, Inc. p. 31

<sup>179</sup> Интерни фактори везани су за саму корпорацију и најчешће је способност менаџмента да развије и имплементира стратегију која одговара пословном окружењу, виђена као главни интерни фактор. Природно, екстерни фактори долазе из окружења у ком корпорација послује и односе се на услове из окружења као што су: промене у преференцијама купаца, промене у понашању купаца, негативна кретања цена робе, промене у монетарној и фискалној политици државе, циклична тржишна кретања, итд.

<sup>180</sup> Hart, O. (1995). Corporate Governance: Some Theory and Implications. *The Economic Journal*, 105(430). 678-689.



## 1.1. Оквир агенцијске теорије

Иако се агенцијски односи могу пронаћи у јавној управи и окружењима која карактерише неки вид хијерархије, најчешће се јављају у корпорацијама и тржишном окружењу. Рос истиче да агенцијски однос представља један од најстаријих и најчешће регулисаних модела друштвене интеракције.<sup>181</sup> Такође, Џенсен и Меклинг скрећу пажњу да подстицање агента да ради у правцу максимирања богатства принципала карактерише агенцијске односе на сваком нивоу управљања корпорацијом.<sup>182</sup> Агенцијска теорија указује на то да власници имају одређена финансијска средства, али немају капацитет да управљају корпорацијом, због чега су приморани да ангажују професионалне руководиоце, тј. менаџере који ће радити у њихову корист. При том, однос између власника и менаџера представља облик агенцијског односа, будући да благостање једне стране (власници) зависи од поступака друге стране (менаџери).

Традиционално, агенцијски односи између принципала и агента су били разматрани као уговорни односи, при чему је основна сврха уговора била да се дефинишу задаци агента и средства помоћу којих ће агент бити компензован.<sup>183</sup> Другим речима, полазећи од виђења корпорације као ланца уговора, уговорима или интерним „правилима игре“ прецизирани су права сваког агента у корпорацији, критеријуми на основу којих ће се вредновати њихово залагање и са тим повезан систем компензација агената.<sup>184</sup> Неподударане преференција власника и менаџера и постављених циљева пословања доводи до, у литератури познатог, агенцијског проблема.

Агенцијска теорија је оријентисана на решавање два агенцијска проблема која се могу појавити у агенцијском односу између принципала и агента.<sup>185</sup> Први се јавља када постоји конфликт између принципала и агента у њиховим жељама или циљевима и када је надзор принципала од стране агента отежан или скуп. Други је повезан са поделом ризика, а јавља се када принципал и агент имају различиту

---

<sup>181</sup> Ross, S.A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *American Economic Review*, 63(2), 134-139.

<sup>182</sup> Jensen, M.C. & Meckling, W. (1976). оп. цит.

<sup>183</sup> Ибид. Fama, E.F. (1980). Agency Problems and the Theory of Firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-325. и Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law & Economics*, 26, 301-325.

<sup>184</sup> Jensen, M.C. & Meckling, W. (1976). оп. цит.

<sup>185</sup> Eisenhardt, M.K. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review, *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.

склоност ка ризику. Сходно томе, може се рећи да агенцијска теорија полази од три претпоставке: а) агент и принципал имају дивергентне интересе па принципал не може максимирати своју корист, б) агент и принципал имају различиту склоност ка ризику и в) принципал је асиметрично (слабије) информисан у односу на агента.

Полазећи од уговорног односа између принципала и агента и претпоставки о људском понашању, организацији и информацијама, агенцијска теорија се развила у два правца: позитивистичком и принципал-агент.<sup>186</sup> Представници позитивистичког правца више су усмерени на идентификацију могућих сценарија који могу довести до конфликта између принципала и агента и на описивање инструмената корпоративног управљања за ублажавање агенцијског проблема. Као главни допринос овог правца истиче се детаљна анализа уговорног односа између генералног директора (*Chief Executive Officer – CEO*) и акционара.<sup>187</sup> Главни став припадника позитивистичког правца је да се агенцијски проблем између принципала и агента може решити путем имплементације оптималног уговора, који да би се сматрао оптималним и ефективним мора да буде оријентисан на максимирање вредности корпорације како би се обезбедило да се агент понаша у интересу принципала.

За разлику од позитивистичког правца, правац принципал-агент више је усмерен на ширу анализу агенцијског односа. Представници овог правца су више заокупљени развојем генералног теоријског оквира применљивог на шири спектар уговорних односа, а не само на однос између генералног директора и акционара. Такође, припадници принципал-агент правца се у својим истраживањима више ослањају на апстрактне и математичке приступе. Међутим, ове правце не треба схватити као супротстављене, већ као правце чија мудра комбинација може обезбедити бољи увид у агенцијски проблем.

### ***1.1.1. Фактори агенцијског проблема***

Обично се као најважнији фактор агенцијског проблема истиче проблем асиметричних информација, односно поседовање веће количине информација једне стране (агента) у односу на другу (принципала), што је карактеристика савременог пословног окружења. Управо због тога што принципал нема потпуне информације о

---

<sup>186</sup> Jensen, M.C. (1983). Organization Theory and Methodology. *The Accounting Review*, 58(2), 319-339.

<sup>187</sup> Eisenhardt, M.K. (1989). оп. цит.

томе шта ради агент, њему је тешко да прати и контролише да ли се у најбољој мери остварује његова воља и интерес, што ствара простор за настанак агенцијског проблема.<sup>188</sup> Асиметричне информације доводе до појаве два ризика са којима се суочава принципал: морални хазард и негативна селекција. Негативна селекција је израз предуговорног (*ex-ante*) опортунизма агента и односи се на ризик који настаје због тога што принципал не може да зна да ли је одабрани тип агента адекватан за испуњење поверених задатака. Морални хазард је израз постуговорног (*ex-post*) опортунизма и односи се на ризик да се агент неће увек понаша у складу са принципаловим циљевима.<sup>189</sup> Други фактор који доводи до агенцијског проблема је дивергентност интереса принципала и агента условљених себичношћу, неизвесношћу, различитим степеном рационалности и склоношћу ризику.

Морални хазард је ситуација у којој принципал не може бити сигуран да ће агент уложити максималан напор у извршење задатака који су му поверени, јер не постоји могућност константног мониторинга његових активности.<sup>190</sup> Котовиц дефинише морални хазард као агентово деловање којим се максимира његова корист на штету других, при чему агент не сноси пуну одговорност и не одговара за последице својих одлука (због неизвесности, некомплетности и ограничености уговора).<sup>191</sup> Проблем моралног хазарда има две димензије: скривене активности и скривене информације.<sup>192</sup>

Скривене активности се односе на чињеницу да акционари, као принципали, не могу директно надгледати процес доношења одлука менаџера, као агента. Оне су ендемог карактера, јер су узроковане неприметним менаџерским понашањем. Као илустрација овог проблема, може послужити неистинито извештавања о пословању корпорације од стране менаџмента или коришћење показатеља пословања (на пример, обима продаје) који указују на стабилну финансијску ситуацију у кратком року, а могу довести до уништења вредности за акционаре у дугом року. За разлику од скривених активности, скривене информације су егзогеног карактера, јер су узроковане дефицитом информација акционара. Заправо, услед непознавања свих

---

<sup>188</sup> Лабус, М. (1995). *Основи економије – савремена теорија и примена*. Југословенска књига, Београд, стр. 95.

<sup>189</sup> Milgrom, P & Roberts, J. (1992). *Economic, Organization and Management*. New Jersey: Prentice Hall.

<sup>190</sup> Eisenhardt, M.K. (1989). оп. цит.

<sup>191</sup> Kotowitz, Y. (1987). Moral Hazard, Eds. Eatwell, J., Milgate, M. & Newmann, P., *New Palgrave – A Dictionary of Economics*. Vol. 3, London: Macmillan, 549-551.

<sup>192</sup> Fischer, R.T. (1999). *Agency-Probleme bei der Sanierung von Unternehmen*. Deutscher Universitäts Verlag, Wiesbaden. pp. 115-119

релевантних параметара из окружења у ком менаџери доносе одлуке и непоседовања адекватног знања и вештина, акционари не могу да процене квалитет донетих одлука.

Као могућност за редукцију проблема моралног хазарда и минимизирање трошкова повезаних са овим проблемом, истиче се уговорни однос између принципала и агента постављен у формату „шаргарепе и штапа“.<sup>193</sup> Односно, принципал би требао да постави уговорни однос тако да балансира награде и казне, у циљу подстицања агента да предузима акције које максимирају његову очекивану корист. Акционари, такође, могу користити прикладне инструменте за ублажавање проблема моралног хазарда. Један од инструмената може бити надзорни одбор на чијем ванредном заседању се може проверити да ли менаџмент делује у корист акционара и да ли је починио неку превару или направио неке грешке.

Проблем негативне селекције може настати приликом избора менаџмента када он крије информације релевантне за процес одлучивања који ће бити у његовој надлежности или погрешно представља своје вештине неопходне за извршење конкретних задатака, а принципал није у могућности да то провери пре него што одлучи да ступи у агенцијски однос. Заправо, претпоставља се да принципал познаје природу задатака које менаџер треба да изврши и да би требало да зна која знања и вештине менаџер треба да поседује за успешно извршење задатака. Међутим, проблем може настати када постоји неизвесност у вези са информацијама о референцама менаџера, јер менаџер може имати приватне информације до којих принципал не може слободно доћи. Лични интереси менаџера и приватне информације могу довести до опортунистичког понашања менаџера и његовог лажног представљања. Сходно томе, тешко је препознати висококвалитетне менаџере без додатног залагања и додатних трошкова.

### **1.1.2. Типови агенцијског проблема**

Васиљевић разликује три основна типа агенцијског проблема, тј. указује на то да сукоб интереса може постојати између:<sup>194</sup>

- акционара (власника) и менаџера (управе),

---

<sup>193</sup> Padilla, A. (2002). Can Agency Theory Justify the Regulation of Insider Trading? *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, 5(1), 3-38.

<sup>194</sup> Васиљевић, М. (2009). Корпоративно управљање и агенцијски проблем (I део). *Анали Правног факултета у Београду*, 57(1), 5-24.

- већинских-контролних акционара и мањинских акционара и
- власника и других интересних група, односно других евентуалних носилаца конститутивних интереса (ризика) у корпорацији (најчешће се испољава као сукоб власника и поверилаца).

Берл и Минс истичу да се сукоб интереса власника и менаџера не би ни јавио да не постоји раздвојеност власништва од контроле. Иако менаџмент има законску обавезу да ради или треба да ради у име и за рачун акционара, конфликт интереса менаџмента и акционара сматра се најтежим агенцијским проблемом.<sup>195</sup> Масулис истиче да се конфликт интереса акционара и менаџера јавља из четири разлога:<sup>196</sup>

- менаџери преферирају већу потрошњу и мање рада све док то не утиче на смањење њихових надокнада и цене акција које поседују,
- менаџери преферирају мање ризичне инвестиције и нижи ниво задужености зато што тако могу смањити ризик од финансијских неприлика и избећи губитак свог капитала и угледа,
- менаџери преферирају краткорочна улагања и
- менаџери избегавају проблем смањења нивоа запослености који постаје озбиљнији након промене контроле корпорације.

Заправо, у случају неусклађености интереса и циљева акционара и менаџера, менаџери могу деловати у свом интересу, а у супротности са интересом акционара. Неки од примера таквог деловања су: коришћење новца корпорације за трансакције у властиту корист (*self-dealing*), инвестирање у нешто што би било јефтиније купити (*overinvestment*), улагање у раст корпорације због тога што је вођење веће компаније престижније и плаћеније (*empire building*), трошење које није у корист корпорације већ у сопствену корист (*excess expenditure*) и изградња позиције са које менаџер може тешко бити смењен (*entrenchment*).

Сукоб интереса већинских и мањинских акционара, у литератури познатији као ПП (*Principal-Principal*) конфликт, повезан је са ситуацијом у којој се већински пакет акција са правом гласа (контролни пакет) налази у власништву једног акционара (*blockholder(s)*) чији се интереси разликују од интереса мањинских акционара. Породице и пословне групе су најчешћи типови већинских-контролних

<sup>195</sup> Masulis, R. (1988). *The Debt-Equity Choice*, Institutional Investor Series in Finance, Ballinger Press.

<sup>196</sup> Ибид.

акционара.<sup>197</sup> По аналогiji са односом принципал-агент, мањински акционари су у позицији принципала, док су већински акционари у позицији агента. Другим речима, у процесу одлучивања, већински акционари треба да раде у свом и интересу мањинских акционара.<sup>198</sup> Међутим, када то није случај долази до настанка ПП конфликта а као пример за овај тип агенцијског проблема наводи се пренос користи, добити или имовине корпорације у корист контролног акционара (*tunneling*).<sup>199</sup> Продаја имовине корпорације по нижим ценама, плаћање високих накнада менаџерима, давање гаранција за кредите корпорацијама у власништву већинских акционара, разређивање власништва емисијом нових акција, могу се сматрати видовима усмеравања имовине и добити корпорације у корист већинских-контролних акционара. Овај тип агенцијског проблема посебно је изражен у земаља у развоју и транзиционих земаља које карактерише висок степен концентрације власништва у корпорацијама.

У литератури се истиче да концентрисано власништво у комбинацији са неефикасним екстерним инструментима корпоративног управљања може за резултат имати чешће конфликте већинских и мањинских акционара.<sup>200</sup> Власничка структура коју карактерише присуство контролних акционара, може довести до недостатка менаџерске иницијативе и доношења погрешних пословних одлука. На нивоу земље, ПП конфликт негативно утиче на развој тржишта капитала и животни стандард, док на нивоу корпорације директно утиче на пословне и финансијске перформансе.<sup>201</sup>

ПП конфликт може условити раст трошкова капитала и мониторинга, као и експропријацију права мањинских од стране већинских акционара.<sup>202</sup> Експропријација се може остварити постављањем чланова управног одбора који нису независни (најчешће лица у породично-пријатељском односу са већинским

---

<sup>197</sup> La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.

<sup>198</sup> Васиљевић, М. (2009). оп. цит.

<sup>199</sup> Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review*, 90(2), 22-27.

<sup>200</sup> Young, M.N., Peng, M.W. Ahlstrom, D., Bruton, G.D. & Jiang, Y. (2008). Corporate Governance in Emergin Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196-221 и Morck, R. Shleifer, A. & Vishny, R. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), 293-315.

<sup>201</sup> Morck, R. Wolfenzon, D. & Yeung, B. (2005). Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth. *Journal of Economic Literature*, 43(3), 655-720.

<sup>202</sup> Young, M.N., Peng, M.W. Ahlstrom, D., Bruton, G.D. & Jiang, Y. (2008). оп. цит.

акционарима) и немају адекватне квалификације за кључне позиције,<sup>203</sup> куповином материјала по ценама изнад тржишне или продајом производа и услуга по ценама испод тржишне корпорацијама које су у пословном односу са већинским акционарима (власништво или удружење)<sup>204</sup> и/или доношењем и спровођењем стратегија којима се остварују лични интереси већинских акционара на штету перформанси корпорације.<sup>205</sup>

Како би остварили своје личне интересе, акционари и менаџери могу донети одлуке које утичу на смањење богатства осталих интересних група. Затварање погона у области у којој запослени тешко могу наћи ново запослење или спровођење веома ризичне инвестиционе стратегије супротно интересима кредитора, само су неки од примера деловања супротно интересима различитих стејкхолдера. Код овог агенцијског проблема, улогу принципала имају остали стејкхолдери, а улогу агента има корпорација, односно њени власници.

Због различитих захтева према новчаним токовима, акционари и повериоци могу имати различите ставове о најбољем интересу корпорације. Сукоб интереса акционара и поверилаца се може испољити као проблем ризичних улагања (*asset substitution*) и са њим повезан проблем недовољних инвестиција, који је растућа функција вероватноће да ће се корпорација суочити са финансијским неприликама, односно са растом степена задужености проблем недовољних инвестиција је озбиљнији. Проблем ризичних улагања може се илустровати коришћењем методологије за одређивање цена опција. Због ограничене одговорности, акционари неће изгубити више од вредности својих акција када је вредност дуга корпорације већа од њене укупне вредности. Наиме, акционари као резидуални повериоци корпорације добијају када вредност дуга опада, чак и када се вредност корпорације смањује. Стога су Блек и Сколс први указали на то да се акције могу третирати куповним опцијама чија је цена реализације једнака вредности дуга.<sup>206</sup> Полазећи од тога, Мајерс истиче да је вредност дуга једнака разлици између вредности дуга у случају када не постоји вероватноћа да се корпорација суочи са финансијским неприликама, и вредности продајне опције да се корпорација суочи са финансијским

---

<sup>203</sup> Faccio, M., Lang, L. & Young, L. (2001). Dividends and Expropriation. *American Economic Review*, 91(1), 54–78.

<sup>204</sup> Khanna, T. & Rivkin, W. (2001). Estimating the Performance Effects of Business Groups in Emerging Markets. *Strategic Management Journal*, 22, 45-74.

<sup>205</sup> Young, M.N., Peng, M.W. Ahlstrom, D., Bruton, G.D. & Jiang, Y. (2008). оп. цит.

<sup>206</sup> Black, F. & Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3), 637-654.

неприликама.<sup>207</sup> Он, такође, указује на то да вредност продајне опције да се корпорација суочи са финансијским неприликама зависи од вредности корпорације, стандарде девијације годишњег приноса на имовину, периода доспећа дуга и вредности дуга. Имајући то у виду, свако повећање стандардне девијације годишњег приноса на имовину корпорације, због ризичног улагања (пројекат са негативном нето садашњом вредношћу) ће утицати на раст вредности продајне опције да се корпорација суочи са финансијским неприликама и последично на пад вредности дуга. Заправо, уколико се акционари одлуче за ризично инвестирање, користи од ризичног улагања имају акционари, а трошкови падају на терет поверилаца. Корпорација која заговара конзервативну финансијску политику, након одређеног степена задужености може се определити за стратегију раста степена задужености и тиме повећати ризика од финансијских неприлика, што повериоце доводи у лошију позицију од претходне. Коначно, ако акционарима исплаћује високе дивиденде када је корпорација у финансијским тешкоћама, менаџмент може угрозити интересе поверилаца јер мање средстава остаје за исплату обавеза у случају стечаја.

Како би се заштитили од „себичног“ деловања акционара повериоци у уговоре о кредиту могу унети заштитне клаузуле (*protective covenants*), које могу бити позитивне и негативне.<sup>208</sup> Негативним заштитним клаузулама се ограничавају или забрањују одређене активности корпорације, као што су исплата дивиденде, залагање имовине другим повериоцима, лимитирање продаје или набавке имовине, ограничавање додатног задуживања. Позитивним клаузулама се одређују активности које корпорација пристаје да предузима или стање које корпорација мора да поштује – нпр. корпорација може пристати да одржава обртну имовину на минималном нивоу или да доставља периодичне финансијске извештаје повериоцима. Заштитне клаузуле изазивају трошкове мониторинга за повериоце и сужавају слободу менаџмента у процесу одлучивања, али и смањење каматне стопе.

Банке могу ограничити раст задужености корпорације да би на тај начин оствариле користи од дугорочног кредитног односа и смањиле ризик од губитка пословног односа са корпорацијом. Сходно томе, у новијој литератури је развијено схватање да сукоб интереса акционара и поверилаца настаје као последица

---

<sup>207</sup> Myers, C. S. (2003). оп. цит.

<sup>208</sup> Ross, S.A., Westerfield, R.W. & Jaffe, J. (2002). *Corporate Finance*, 6<sup>th</sup> edition, McGraw-Hill/Irwin, Boston. p. 430



трансфера богатства од кредитора ка акционарима, али и од акционара ка кредиторима (*Reverse Asset Substitution - RAS*).<sup>209</sup>

## **1.2. Ефикасност корпоративне контроле и агенцијски трошкови**

Савремено пословање карактерише плурализам интереса различитих интересних група, па агенцијски проблем постаје све значајније и комплексније питање, посебно изражено код предузећа корпоративног типа. Снажан утицај агенцијски проблем има на избор оптималне структуре капитала, будући да изазива настанак и раст агенцијских трошкова. Додатно, агенцијски трошкови могу уништити вредност корпорације и вредност за акционаре. Због тога, холистичко истраживање утицаја структуре капитала на вредност корпорације захтева анализу природе агенцијских трошкова и система корпоративног управљања.

### **1.2.1. Теорија агенцијских трошкова**

Ценсен и Меклинг су агенцијски однос дефинисали као уговорни однос у којем једна страна (принципал) ангажује другу (агента) да изврши одређене услуге у његову корист. Они су агенцијске трошкове дефинисали као суму:<sup>210</sup>

- трошкова надзора агента од стране принципала, који настају због потребе принципала да врше надзор над активностима агента како би ограничили њихово дивергентно понашање у односу на интересе принципала. Оваква потреба принципала произилази из претпоставке да уколико су обе стране агенцијског односа економски рационалне оне ће тежити да максимирају сопствену корист, па постоји добар разлог да се сумња да агент неће увек деловати у интересу принципала.
- трошкова везивања за корпорацију, који се односе на трошкове извршења уговора на страни агента и
- резидуалног губитка, као монетарног еквивалента смањења благостања принципала услед понашања менаџера супротно интересима принципала.

Другим речима, агенцијски трошкови представљају суму трошкова креирања, извршења и несавршеног функционисања уговорног односа између акционара и менаџера.<sup>211</sup> Очигледно, агенцијски трошкови представљају сложену категорију при

---

<sup>209</sup> Chakraborty, I. (2010). Agency Problems in Corporate Finance. Publicly accessible Penn Dissertations. Paper 256.

<sup>210</sup> Jensen, M.C. & Meckling, W. (1976). оп. цит.

<sup>211</sup> Тодоровић, М. (2010). оп. цит. стр. 16.

чему је резидуални губитак кључни трошак, јер у мери у којој додатни трошкови мониторинга и везивања не превазилазе користи од смањења резидуалног губитка они се сматрају оправданим трошковима насталих у циљу усклађивања интереса акционара и менаџера.<sup>212</sup> Минимизирање збира претходно поменутих компоненти агенцијских трошкова се постиже креирањем и структурирањем оптималних или ефикасних агенцијских уговора али се вредност агенцијских трошкова не може свести на нулу.

Агенцијски трошкови се могу дефинисати и као трошкови решавања конфликта интереса акционара, менаџера и поверилаца, који укључују трошкове подстицања менаџера да максимирају вредност за акционаре и трошкове надгледања њиховог понашања, али и трошкове заштите поверилаца од акционара.<sup>213</sup> Стога се може рећи да агенцијски трошак укључује више различитих типова трошкова, који падају на терет принципала, а односе се на спречавање опортунистичког понашања агента. Из угла акционара, агенцијски трошкови могу се схватити чак и као опортунитетни трошкови ангажовања менаџмента. Наиме, како акционари немају потребне компетенције за управљање корпорацијом, тако су у ту сврху принуђени да ангажују компетентне појединце тј. менаџере. Због тога долази до раздвајања контроле од власништва и стварања пословног амбијента за настанак агенцијског конфликта на релацији менаџери-акционари, што се не би десило да је управљање остало у рукама акционара.

Висина агенцијских трошкова варира под дејством различитих унутрашњих и спољашњих фактора. Значајан утицај на њихову висину имају, пре свега, унутрашњи фактори, као што су преференције менаџмента и њихова жеља за остварењем личних интереса наспрам интереса акционара, степен слободе одлучивања менаџмента и напори акционара да контролишу рад менаџмента различитим подстицајима. Такође, значајан утицај имају и спољашњи фактори, као што су тржишна позиција корпорације, економска моћ кредитора и различитих инвеститора, али, пре свега, менаџерско тржиште. Фама истиче менаџерско тржиште као најјачи екстерни фактор

---

<sup>212</sup> Williamson, O.E. (1988). Corporate Finance and Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 43(3), 567-591.

<sup>213</sup> Ross, S.A., Westerfield, R.W. & Jaffe, J. (2002). оп. цит. p. 923

контроле понашања менаџмента, јер страх од губитка запослења смањује ризично понашање и морални хазард менаџмента.<sup>214</sup>

Поред поменутих фактора, на висину агенцијских трошкова могу утицати и агенцијске варијабле које описују различите интерне и екстерне услове повезане са агенцијским односом. Као најзначајније варијабле се обично наводе:<sup>215</sup>

- мерљивост резултата,
- неизвесност остварења резултата,
- програмирање поверених задатака,
- конфликт циљева и
- трајање агенцијског односа.

Мање мерљиви резултати су повезани са активностима за чије обављање је потребно доста времена, које захтевају удружени или тимски рад и чији резултат је најчешће нематеријални (*soft*) производ. Агенцијски трошкови расту са смањењем мерљивости резултата. Другим речима, без конкретног репера поређења (мерљивог резултата) отежано је вршење надзора над активностима менаџмента, што ће на првом месту проузроковати раст трошкова мониторинга. Сличан однос постоји и између неизвесности остварења резултата и агенцијских трошкова. Неизвесност остварења резултата односи се на степен до ког акције менаџмента могу утицати на остварење резултата поверених активности.

Степен до ког се поверени задаци могу програмирати одређен је могућношћу да се понашања и деловања менаџмента специфицирају и провере. Сматра се да је понашање менаџмента лакше и јефтиније надгледати и оценити када су задаци програмирани, него када су задаци непрограмирани. Сходно томе, већа могућност програмирања задатака утиче на смањење агенцијских трошкова. Када је у питању конфликт циљева, уколико не постоје различити интереси, жеље и потребе, онда ће понашање менаџмента ићи у корист акционара, без обзира на то да ли акционари контролишу деловање менаџмента или не, што ће утицати на смањење агенцијских трошкова. Коначно, може се очекивати смањење информационе асиметрије и трошкова оцене понашања менаџмента са продужењем трајања агенцијског односа.

---

<sup>214</sup> Fama, E.F. (1980). Agency Problem and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.

<sup>215</sup> Eisenhardt, M.K. (1989). оп. цит.

### 1.2.1.1. Агенцијски трошкови капитала и дуга

Кључан допринос анализи агенцијских трошкова у контексту финансијских одлука дали су Џенсен и Меклинг указујући на два типа агенцијских трошкова:<sup>216</sup>

- агенцијске трошкове акцијског капитала, који су проузроковани конфликтом интереса акционара и менаџера и
- агенцијске трошкове дуга, који су проузроковани конфликтом интереса акционара и поверилаца.

Дуг и акцијски капитал су две основне врсте капитала, а повериоци и акционари две основне групе инвеститора предузећа корпоративног типа. Повериоци и акционари имају различиту склоност ризику, различите интересе, као и различит степен контроле активности менаџмента. Повериоци имају мањи степен контроле активности менаџмента, имају фиксну стопу приноса у виду каматне стопе и потраживање заштићено уговором. За разлику од поверилаца, акционари имају резидуално право на новчане токове и средства корпорације, сnose највећи ризик и имају већи степен контроле над процесом одлучивања.

Када корпорација нема исплативих могућности за улагање и раст, менаџери могу одлучити да слободни новчани ток користе опортунистички уместо за исплате дивиденде акционарима.<sup>217</sup> Тачније, менаџери слободни новчани ток могу користити за финансирање пројеката са негативном нето садашњом вредношћу и/или за повећање величине корпорације на нерентабилан начин. Заправо, менаџери могу инвестирати у пројекте са негативном нето садашњом вредношћу све док они могу обезбедити раст корпорације и њихове личне користи, или предузети активности које корпорацију могу учинити зависном од њихових знања и вештина (*entrenchment*).<sup>218</sup> Поред тога, ширење корпорације изван оптималног нивоа и раст средстава под директном контролом менаџмента, довело би до већих зарада, веће моћи и престижа менаџера (феномен *empire building*), што може подстаћи менаџмент да инвестира слободни новчани ток у пројекте који утичу на раст корпорације, али не и на раст њене вредности.<sup>219</sup> У вези са тим, менаџмент вођен максимирањем својих личних користи и привилегија може донети одлуке које нису у складу са интересима акционара, што доводи до настанка агенцијских трошкова акцијског

<sup>216</sup> Jensen, M.C. & Meckling, W. (1976). оп. цит.

<sup>217</sup> Jensen, M. (1986). оп. цит.

<sup>218</sup> Shleifer, A. & Vishny, S. (1989). оп. цит.

<sup>219</sup> Ибид. и Stulz, R. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27.

капитала. Агенцијски трошкови акцијског капитала значајније су изражени код дисперзираног власништва које карактерише мали проценат учешћа у капиталу појединачних акционара без реалне гласачке моћи и могућности ефективне контроле менаџмента. Другим речима, пасивни приступ дисперзираних власника са очекивањем да ће контролу менаџмента вршити неко дуги и недостатак акционарског активизма<sup>220</sup> повећава вероватноћу да ће менаџмент доносити одлуке супротно интересу акционара, што ће за последицу имати израженији раст агенцијских трошкова акцијског капитала него код концентрисане структуре власништва.

Како би се агенцијски проблем између акционара и менаџмента избегао или његови финансијски ефекти ублажили, акционари би требало да обезбеде одређене подстицаје и/или поставе одговарајући систем мониторинга. Систем мониторинга може да укључи екстерну ревизију, систем интерне контроле, ограничења буџета и слично. Логично, успостављање оваквог система повлачи за собом и одређене трошкове мониторинга који падају на терет акционара. Обезбеђење одређених подстицаја подразумева успостављање система стимулативних компензација који би био усмерен на идентификацију менаџерских интереса који су најсличнији интересима акционара.<sup>221</sup>

Са друге стране, менаџери могу своје ресурсе ангажовати тако да увере акционаре да неће предузети активности које ће ићи на њихову штету. У уговор о ангажовању менаџмента може бити укључена гаранција која ће подразумевати обавезну финансијску ревизију коначних резултата и међурезултата активности менаџмента и одредба којом се ограничава одлучивања менаџмента. Напор уложен у одржавање добрих односа са акционарима резултира трошковима везивања од стране менаџмента, који могу умањити исплативост неких алтернативних улагања.

Ценсен и Меклинг указују на то да вредност корпорације достиже максимум када се изједначе маргиналне користи и маргинални трошкови мониторинга и везивања.<sup>222</sup> Они, такође, истичу да се агенцијски трошкови акцијског капитала мењају са променама степена концентрације власништва, као и да њиховој ефикасној контроли доприносе већински власници и менаџерско власништво. Коначно, они

---

<sup>220</sup> У литератури овакво понашање се описује као понашање слепог путника или проблем колективног избора – *free-rider problem* или *collective choice*.

<sup>221</sup> Jensen, M.C. & Meckling, W. (1976). оп. цит.

<sup>222</sup> Ибид.

истичу да се успех корпорације у конкурентској борби смањује са слабљењем контроле агенцијског проблема, односно без ефективног система надзора велика је вероватноћа да ће менаџери предузети активности супротне интересу акционара што ће имати негативан ефекат на вредност корпорације.<sup>223</sup>

Џенсен указује на то да ограничавање менаџерске слободе деловања има кључну улогу у редукцији агенцијских трошкова акцијског капитала и, с тим у вези, препоручује смањење слободног новчаног тока као решење.<sup>224</sup> Према овој хипотези, исплата дивиденде, откуп акција и коришћење дуга служе као механизми за смањење суме новца која је под директном контролом менаџмента и вероватноће да ће менаџмент предузети неисплативе пројекте. Другим речима, Џенсен доводи у везу агенцијски проблем у односу менаџера и акционара са слободним новчаним током и појавом још једне врсте агенцијског трошка акцијског капитала, у литератури познате као агенцијски трошкови слободног новчаног тока.

Као механизам минимизирања ове врсте агенцијског трошка акцијског капитала, посебно се истиче дуг. Наиме, присуство дуга у структури капитала, не само да умањује износ слободног новчаног тока који је на располагању менаџменту, него и подстиче менаџмент да се понаша одговорније како би се из будућих новчаних токова могла надокнадити унапред преузета обавеза према кредиторима. На овај начин, дуг има дисциплинујућу улогу, јер подстиче менаџере да раде напорније и доносе боље инвестиционе одлуке како би корпорација могла да измирује обавеза према повериоцима о роковима доспећа и тиме смањи ризик од финансијских неприлика.<sup>225</sup>

Користи дуга у виду смањења агенцијских трошкова слободног новчаног тока су много више изражене код корпорација са знатним слободним новчаним током и лошим могућностима улагања, јер је тада већа вероватноћа да ће се слободни новчани ток нерентабилно инвестирати.<sup>226</sup> Супротно томе, код брзо растућих корпорација са мноштвом добрих инвестиционих могућности, али без знатног слободног новчаног тока, дуг неће бити тако ефективан - напротив, доћи ће до сукоба интереса акционара и кредитора и појаве агенцијских трошкова дуга.

---

<sup>223</sup> Fama, E. & Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.

<sup>224</sup> Jensen, M. (1986). оп. цит.

<sup>225</sup> Harris, M. & Raviv, A. (1990). Capital Structure and the Informational Role of Debt. *The Journal of Finance*, 45(2), 321-349. и Lafer, M.A. (1995). оп. цит.

<sup>226</sup> Jensen, M. (1986). оп. цит.

Агенцијски трошкови дуга укључују три типа трошкова:<sup>227</sup>

- резидуалне губитке богатства поверилаца,
- трошкове надзора менаџера и трошкове везивања за повериоце и
- трошкове стечаја.

Задуживањем корпорација се излаже настанку сукоба интереса акционара и поверилаца, који постаје све озбиљнији као расте степен задужености корпорације. Превасходно због различитих захтева према новчаном току корпорације (акционари имају резидуално право на новчане токове корпорације) може доћи до непоклапања ставова између поверилаца и акционара по питању које су одлуке боље за корпорацију. Како акционари, генерално, контролишу менаџмент корпорације и по том основу имају утицај на процес одлучивања, тако ће њихови интереси бити изнад интереса поверилаца. Додатно, акционари и менаџери располажу са већим бројем информација о успешности и изгледима корпорације наспрам поверилаца. С тим у вези, може доћи до трансфера вредности од поверилаца ка акционарима, моралног хазарда и негативне селекције, што ће водити настанку проблема недовољних улагања и последично губитку вредности корпорације.

Како би ограничили менаџерско понашање и трансфер вредности ка акционарима, кредитори су склони да у кредитне аранжмане укључе заштитне клаузуле. Међутим, да би кредитори били у потпуности заштићени, клаузуле би требало да буду веома детаљне и да покрију готово све аспекте пословања корпорације, укључујући и ризичне пројекте. Сви трошкови који се односе на писање таквих клаузула, трошкови њиховог извршења, као и смањење профитабилности корпорације услед уговарања којима се ограничавају улагања, нису тривијални и представљају трошкове надзора. Кредитори ће бити мотивисани да уговарају и прате извршење клаузула све док се маргинални трошкови и маргинална користи од заштитних клаузула и њихове примене не изједначе. Осим тога, кредитори могу укључити маргиналне трошкове у цену дуга, што директно утиче на будуће новчане токове и резидуално потраживање акционара, па је акционарима, којима су на тај начин наметнути интерни и екстерни трошкови мониторинга, у интересу да они буду што нижи.

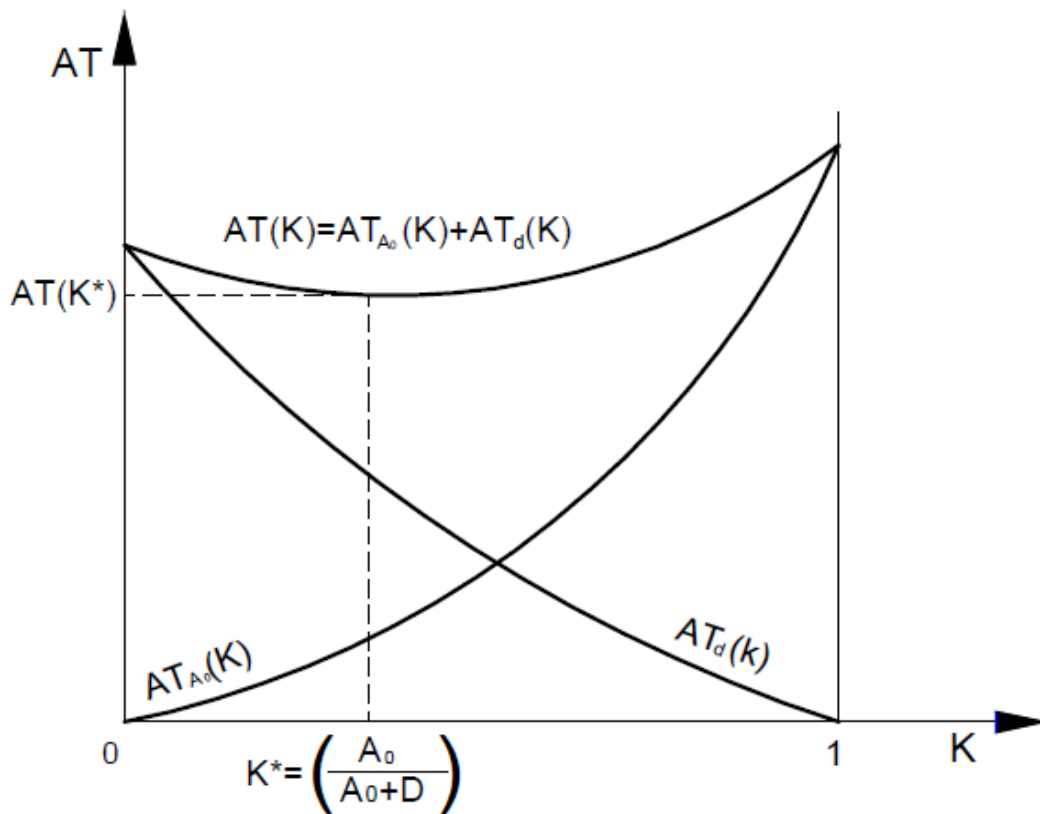
Пошто износ агенцијских трошкова дуга може бити значајан, битно је скренути пажњу на две чињенице:<sup>228</sup>

---

<sup>227</sup> Jensen, M.C. & Meckling, W. (1976). оп. цит.

1. агенцијски трошкови који настају због различите склоности ризику акционара и поверилаца, биће већи код корпорација чије се инвестиције не могу лако испитати и надзирати и
2. агенцијски трошкови повезани са мерама надзора и одлукама о инвестицијама код којих повериоци имају недоумицу о извесности успеха, биће највећи код корпорација чији су пројекти дугорочни и одвијају се на непредвидив начин.

Кључна разлика агенцијских трошкова акцијског капитала и агенцијских трошкова дуга су трошкови стечаја. Како би избегле или минимизирале трошкове стечаја, већина корпорација у својој структури капитала не жели да има мали удео акцијског капитала у односу на велики удео дуга. Раст вероватноће наступања стечаја утиче на раст цене дуга, условљава раст пондерисане просечне цене капитала корпорације и смањење вредности корпорације.



**Слика 6: Однос укупних агенцијских трошкова, агенцијских трошкова капитала и агенцијских трошкова дуга**

Извор: Уз одређене модификације Jensen, M.C. & Meckling, W. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure*. *Journal of Financial Economics*, 3(4), p. 355.

<sup>228</sup> Damodaran, A. (2001). оп. цит. стр. 549



Однос укупних агенцијских трошкова, агенцијских трошкова акцијског капитала и агенцијских трошкова дуга и њихово кретање за различите структуре капитала дати су *Сликом 6*. Са слике 6 се може уочити да су агенцијски трошкови акцијског капитала једнаки нули ( $AT_{A_0}(K) = 0$ ), када је удео акцијског капитала у укупним изворима једнак нули ( $K = A_0 / (A_0 + D) = 0$ ). Агенцијски трошкови дуга ( $AT_d(K)$ ) свој максимум достижу када је укупни капитал једнак позајмљеном капиталу ( $K = D = 1$  тј.  $K = A_0 / (A_0 + D) = 0$ ). Како удео дуга у укупном капиталу опада, тако се агенцијски трошкови дуга смањују. Крива  $AT(K)$  представља суму агенцијских трошкова за различите комбинације дуга и акцијског капитала и све док криве агенцијских трошкова дуга и акцијског капитала изгледају као што је приказано на графику, минимум агенцијских трошкова за дату величину корпорације и структуру капитала ( $K^* = A_0 / (A_0 + D)$ ) остварује се у тачки  $AT(K^*)$ . Очигледно, то није тачка пресека агенцијских трошкова акцијског капитала и агенцијских трошкова дуга, него представља тачку где су апсолутне вредности нагиба функција агенцијских трошкова акцијског капитала и агенцијских трошкова дуга једнаке ( $AT'_{A_0}(K) = AT'_d(K)$ ). Џенсен и Меклинг истичу да оптимална власничка структура и оптимална структура капитала зависе од компромиса између агенцијских трошкова дуга и агенцијских трошкова акцијског капитала.<sup>229</sup>

### **1.2.2. Корпоративно управљање у служби редукције агенцијских трошкова**

Корпоративно управљање се често дефинише као систем којим се корпорације усмеравају и контролишу.<sup>230</sup> Оно представља део ширег институционалног оквира који регулише односе између менаџера и свих осталих интересних група корпорације.<sup>231</sup> У Организацији за економску сарадњу и развој (ОЕЦД) корпоративно управљање дефинишу као скуп правила и пракси којима се управља и регулише однос менаџера и акционара, као и осталих стејкхолдера, као што су запослени и кредитори – путем подизања поверења и интегритета финансијског тржишта и економске ефикасности доприноси расту и финансијској стабилности економије.<sup>232</sup> У Светској банци корпоративно управљање дефинишу у ужем и ширем смислу, односно из перспективе друштва и корпорације. „Из перспективе друштва,

<sup>229</sup> Jensen, M.C. & Meckling, W. (1976). оп. цит.

<sup>230</sup> Cadbury, A. (1992). *The Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. London, The London Stock Exchange. p. 14

<sup>231</sup> Pfeffer, J. & Salancik, G. R. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York: Harper & Row. p. 27

<sup>232</sup> OECD (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*. OECD Publications. Paris

корпоративно управљање је усмерено ка опстанку, расту и развоју корпорације уз истовремену одговорност за обављање процеса контроле над корпорацијама. Из перспективе корпорације, нагласак је на релацијама између власника, менаџера и осталих заинтересованих страна – запослених, потрошача, понуђача, инвеститора и друштва<sup>233</sup>. Корпоративно управљање обухвата приватне и друштвене институције, укључујући законе, регулативу и прихваћену пословну праксу, које у тржишној економији заједно управљају релацијама између менаџера и инвеститора,<sup>234</sup> али и механизме којима се ствара клима која инвеститорима омогућава да остваре зараду на своја улагања.<sup>235</sup>

Могу се издвојити следећа четири заједничка елемента бројних дефиниција корпоративног управљања:<sup>236</sup>

- корпоративно управљање је процес контроле менаџмента,
- потребно је интересе интерних и екстерних интересних група узети у обзир приликом доношења одлука,
- неопходно је обезбедити одговорно понашања и пословања корпорације и
- крајњи циљ корпоративног управљања је остварење максималног ниво ефикасности и профитабилности корпорације.

Два су комплементарна циља преко којих се најбоље може разумети сврха концепта корпоративног управљања.<sup>237</sup> Као први циљ истиче се унапређење економских перформанси, који се постиже путем стварања и одржавања пословног окружења у коме ће менаџери и предузетници бити заинтересовани да остваре максимално ефикасно и ефективно пословање, профит и дугорочни раст продуктивности. Други је поштовања законитости, а остварује се низом мера којима се штите интереси инвеститора и друштва и којима је потребно спречити или казнити злоупотребу моћи, беспотребно трошење средстава и хазардерске активности.

---

<sup>233</sup> Iskander, R.M. & Chamlou, N. (2000). *Corporate Governance: A Framework for Implementation*. World Bank Group, Washington, D.C. према Бабић, В. (2003). Корпоративно управљање – кључни елемент реформи у земљама транзиције. У И. Росић (ред.), *Корпоративно управљање у условима транзиције*. Економски факултет, Крагујевац, стр. 291.

<sup>234</sup> Бабић, В. (2004). Значај институција корпоративног управљања за економије у транзицији. У В. Бабић (ред.), *Корпоративно управљање у условима транзиције*, Економски факултет, Крагујевац, стр. 22.

<sup>235</sup> Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52, 737-783.

<sup>236</sup> Plessis, D., Jacques, J., McConvill, J. & Bagaric M. (2005). *Principles of Contemporary Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press. pp. 13-14

<sup>237</sup> Бабић, В. (2006). Корпоративно управљање у условима концентрације и дисперзије власништва. У В. Бабић (ред.), *Корпоративно управљање у условима транзиције – власништво, контрола, менаџерске компетенције*, Економски факултет, Крагујевац, стр. 5.

Значајан утицај на постављање ефикасног система корпоративног управљања имају кодекси корпоративног управљања, којима се утврђује „скуп принципа или начела, стандарда или најбоље праксе која се односи на унутрашње управљање корпорацијом“.<sup>238</sup> Значајни су и принципи корпоративног управљања, међу којима су најзначајнији и најсвеобухватнији принципи ОЕЦД-а, који су подељени у шест поглавља:<sup>239</sup> 1) Обезбеђење основе за ефикасан оквир корпоративног управљања, 2) Права и равноправан третман акционара и кључне функције власништва, 3) Институционални инвеститори, берзе и други посредници, 4) Улога стејкхолдера у корпоративном управљању, 5) Обелодањивање и транспарентност података и 6) Одговорност управног одбора. Ови принципи посебно су значајни за корпорације чијим хартијама од вредности се тргује на берзи, а глобално гледано значајни су за развој добре управљачке праксе, иако су правно необавезујући.

У корпоративној пракси су развијени бројни модели корпоративног управљања који се међу собом разликују претежно услед разлика у историји, законима и економском окружењу појединих земаља. У релевантној литератури<sup>240</sup> су се, међутим, издвојила два основна - англосаксонски (*one-tier*, једнодомни, акционарски, отворени, аутсајдерски модел) и континентално-европски (*two-tier*, дводомни, стејкхолдер, затворени, инсајдерски модел), и два изведена модела - јапански (кеиретсу, једнодомни модел) и мешовити.

Англосаксонски модел је карактеристичан за земље као што су САД, Велика Британија, Канада, Аустралија и Нови Зеланд. Основна карактеристика овог модела је дисперзирана структура власништва, при чему акционари не учествују активно у пословању корпорације због чега имају слаб утицај на менаџмент. Акционари су најважнији стејкхолдери. Стога главна преокупација англосаксонског модела корпоративног управљања је заштита интереса и права акционара. У основи овог модела се налази корпоративни концепт фидуцијарне одговорности менаџмента.<sup>241</sup> Развијеним правним оквиром су дефинисана права и одговорности менаџмента,

---

<sup>238</sup> Вукадиновић, Р. (2004). Институционални оквир корпоративног управљања у ЕУ. У В. Бабић (ред.), *Корпоративно управљање у условима транзиције*, Економски факултет, Крагујевац, стр. 40.

<sup>239</sup> OECD, (2015). G20/OECD Principles of Corporate Governance. *OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*.

<sup>240</sup> Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). оп. цит. Weimer, J. & Pape, C. J. (1999). A Taxonomy of Systems of Corporate Governance. *Corporate Governance*, 7(2), pp. 152-166; Васиљевић, С. М. (2007). *Корпоративно управљање – правни аспекти*, Правни факултет, Универзитета у Београду и Tricker, В. (2009). оп. цит.

<sup>241</sup> Bhasa, M. P. (2004). Understanding the Corporate Governance Quadrilateral. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 4(4), pp. 7-15.

директора и акционара. Због добре заштите инвеститора ликвидност тржишта капитала је висока. Развијено је тржиште корпоративне контроле и непријатељска преузимања су честа.<sup>242</sup> Начин управљања је једнодомни, односно контрола и управљање поверено је управном одбору који има генералног директора (*Chief Executive Officer – CEO*), извршне (*executive directors*) и неизвршне (*non-executive directors*) директоре, а може имати и независне (*outside or independent directors*) директоре.<sup>243</sup> Председник управног одбора је уједно и генерални директор, па оваква дуална лидерска позиција значи велику концентрацију моћи у рукама једног лица, што је уједно и главни недостатак оваквог начина управљања. Висок степен транспарентности у погледу финансијског извештавања својствен је овом моделу, што утиче на смањење проблема информационе асиметрије.

Како је снага акционара да одаберу менаџмент и гласају на скупштини акционара лимитирана израженом дисперзијом власништва, тако деловање менаџмента супротно интересима акционара може довести до значајног раста агенцијских трошкова, па регулаторна тела морају акционарима понудити адекватне инструменте заштите и обезбедити им исти приступ информацијама. Заштита акционара обезбеђена је, пре свега, развијеним и ефикасним правним системом и регулативама финансијског тржишта.<sup>244</sup> Посебно изражену улогу у заштити акционара има тржиште корпоративне контроле, као специфичан аспект деловања тржишта капитала. С тим у вези, у случају пада цене акција корпорације непријатељска преузимања представљају уобичајену појаву.

Континентално-европски или немачки модел је карактеристичан за земље континенталне Европе као што су Немачка, Аустрија, Холандија, Данска, Норвешка, Швајцарска, Шведска, Финска. Основна карактеристике овог модела је концентрисана структура власништва, при чему мали број великих акционара контролише доношење важних стратегијских одлука. Укрштено власништво, такође, је карактеристично за овај модел корпоративног управљања. Главни стејкхолдери су банке, акционари и запослени. Специфичност овог модела су јако синдикално организовање и учешће запослених у одлучивању. Због недовољне развијености

---

<sup>242</sup> La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150.

<sup>243</sup> Mallin, C. A. (2010). *Corporate Governance*. Oxford University Press. Inc. New York, pp. 162 и Николић, J. & Ерић, J. (2011). Улога и врсте управних одбора у корпоративном управљању. *Менаџмент – часопис за теорију и праксу менаџмента*, 16(60), 69-75.

<sup>244</sup> Waddington, N. (2004). The Europeanisation of Corporate Governance in Germany and the UK. In *UNSPECIFID*, Sheffield, UK, pp. 1-26.

тржишта капитала, корпорације су усмерене на финансирање коришћењем банкарских кредита. У таквом амбијенту пословања банке имају:

- улогу акционара по основу значајног удела акција који поседују,
- улогу кредитора као финансијери корпорације и
- функције дисциплиновања и надзора активности менаџмента као доминантног акционара и кредитора.

Сходно томе, банака могу омогућити корпорацијама повољније услове кредитирања у односу на услове које могу добити корпорације из земаља где се примењује англосаксонски модел корпоративног управљања. Поред банака као доминантни акционар појављују се и холдинг компаније.<sup>245</sup>

За разлику од англосаксонског модела са израженим основним агенцијским проблемом на релацији акционари-менаџери, за континентални модел је карактеристична појава конфликта интереса мањинских и већинских акционара и слаба институционална заштита мањинских акционара, тако да висок степен концентрације власништва може довести до експропријације права мањинских акционара.<sup>246</sup> Управљање код овог модела је дводомно, што значи да поред управног одбора постоји и надзорни одбор, па концентрација моћи у рукама једног лица није карактеристична за овај модел корпоративног управљања.<sup>247</sup>

Континентални модел је својствен корпорацијама које послују у привредама са недовољно развијеним тржиштем корпоративне контроле. У континенталном моделу већински власници имају бољи приступ информацијама од мањинских акционара и осталих стејкхолдера. Проблем информационе асиметрије израженији је у континенталном моделу у односу на англосаксонски модел, због смањене транспарентност пословања корпорација. Имајући у виду да тржиште корпоративне контроле није активно, непријатељска преузимања су ретка, па интерни инструменти корпоративног управљања имају већи значај од екстерних.

Јапански модел корпоративног управљања (кеиретсу) је најсличнији немачком моделу, али има и неке одлике англосаксонског модела које су почеле да се

---

<sup>245</sup> Tricker, B. (2009). *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*. Oxford University Press, Inc. New York, pp. 182

<sup>246</sup> Бабић, В. & Николић, Ј. (2011). Утицај структуре власништва на перформансе корпорација: поређење тржишних и транзиционих економија. У Јанићијевић, Н. & Ловрета, С. (ред.), *Нови модели менаџмента и маркетинга у подизању конкурентности српске привреде*, Економски факултет, Београд, стр. 75-85.

<sup>247</sup> Rose, C. (2005). The Composition of Semi-Two-Tier Corporate Boards and Firm Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 13(5), 691-701.

испољавају последњих десетак година са повећањем броја институционалних инвеститора са територије САД-а који улажу капитал у јапанске корпорације.<sup>248</sup> Основне карактеристике овог модела су:<sup>249</sup> контролни власници су банке, улога осталих мањинских акционара је маргинализована, укрштено акционарство (*cross-shareholdings*) је на високом нивоу, непријатељска преузимања су ретка, систем доживотног запослења тзв. хумани капитализам је изражен, тржиште запослених и менаџера је затворено, корпоративни синдикализам је развијен, уместо надзорног одбора ревизор има надзорну улогу, веома бројан управни одбор састављен је углавном од инсајдера.

Укрштено власништво је главна одлика овог модела, подразумева власничку повезаност великог броја корпорација које пословно сарађују, при чему се као већински и доминантни власник корпорације појављује главна банка или кеиретсу партнер.<sup>250</sup> Управо, стабилан систем укрштеног власништва обезбеђује појачан осећај одговорности менаџера и висок ниво солидарности између корпорација у случају лоших пословних резултата неке од корпорација, при чему је улога главне банке посебно изражена уколико се корпорација налази у озбиљној финансијској кризи. Проблем информационе асиметрије значајно је ублажен директним приступом информацијама већинских власника, али и строгим захтевима за обелодањивање информација о пословању корпорације.

Мешовити модел је карактеристичан за латинске земље, Италију, Шпанију, Француску, Белгију. Представља комбинацију англосаксонског и немачког модела, с тим да је ближи немачком моделу. Концентрација власништва једна је од главних карактеристика овог модела, а укључује више модалитета власништва, попут укрштеног, државног, породичног<sup>251</sup> и власништва банака.<sup>252</sup> Утицај акционара је јачи него у немачком моделу, али слабији него у англосаксонски модел. Значајан утицај на обликовање овог модела имају култура и традиција конкретне земље, тржиште капитала је мање значајно него у англосаксонским земљама, тржиште

---

<sup>248</sup> Ефекат глобализације и тежња америчких инвестиционих инвеститора ка поштовању принципа ОЕЦД-а довела је до промене система компензација менаџера, односно постављање система компензација заснованог на цени акција.

<sup>249</sup> Васиљевић, С. М. (2007). оп. цит.

<sup>250</sup> Jackon, G. & Moerke, A. (2005). Continuity and Change in Corporate Governance: Comparing Germany and Japan. *Corporate Governance*, 13(3), 351-361.

<sup>251</sup> Породично власништво је посебно изражено и има јако важну улогу у Италији.

<sup>252</sup> Moerland, P. W. (1995). Corporate Ownership and Control Structure: An International Comparison. *Review of Industrial Organization*, 10, 443-464.

корпоративне контроле није активно, али је број непријатељских преузимања већи у односу на земље које имплементирају немачки модел.<sup>253</sup>

## 2. Инструменти корпоративног управљања

Агенцијски проблем може бити ублажен применом различитих интерних и екстерних инструмената корпоративног управљања, што ће условити смањење агенцијских трошкова.<sup>254</sup> Примарни интерни инструменти су структура власништва и управни одбор,<sup>255</sup> док примарне екстерне инструменте чине тржиште корпоративне контроле и правни систем.<sup>256</sup> Значај и примена појединих инструмената зависи преваходно од модела корпоративног управљања<sup>257</sup> и инструменте треба схватити као систем јер нису међусобно независни, већ делују као супститути.<sup>258</sup>

### 2.1. Интерни инструменти корпоративног управљања

Структура власништва одређује начин деловања екстерних инструмената. Код дисперзиране структуре власништва, тржиште корпоративне контроле има најзначајнији улогу, док код концентрисане структуре власништва значај корпоративне контроле је умањен и контрола менаџмента се врши помоћу управног одбора.<sup>259</sup>

#### 2.1.1. Структура власништва

Када је власништво дисперзирано, тако да појединачни акционари поседују мали проценат учешћа у власништву и имају мало или нимало подстицаја да троше значајна средства на надзор и контролу рада менаџмента и остваре утицај на процес одлучивања, могу настати агенцијски проблем на релацији акционари-менаџери и проблем колективног избора или слепог путника (*collective choice* или *free-rider problem*). Са друге стране, када је власништво концентрисано, односно када мали број акционара поседује висок проценат акција у власништву, спремност и снага

---

<sup>253</sup> Ибид.

<sup>254</sup> Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983). оп. цит.

<sup>255</sup> Поред структуре власништва и управног одбора, структура капитала, такође, може бити ефикасан интерни инструмент корпоративног управљања о чему ће бити више речи у трећем делу доктората.

<sup>256</sup> Denis, D. & McConnell, J. (2003). International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-36.

<sup>257</sup> Weimer, J. & Pape, C. J. (1999). оп. цит.

<sup>258</sup> Weir, C. Laing, D. & McKnight, J. P. (2002). Internal and External Governance Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large UK Public Companies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 29(5&6), 579-611.

<sup>259</sup> Бабић, В. (2006). оп. цит.

акционара да надзиру и контролишу рад менаџмента је на високом нивоу па може настати агенцијски проблем у односу већинских и мањинских акционара.

У амбијенту које карактерише неефикасност екстерних инструмената корпоративног управљања, концентрација власништва може бити ефикасан инструмент мониторинга и дисциплиновања менаџмента, као и начин да се ублажи проблем слепог путника, па представља и један од најважнијих инструмената за максимирање вредности корпорације.<sup>260</sup> Такође, концентрација власништва представља и инструмент за редукцију основног агенцијског проблема, као и трошкова повезаних са тим проблемом. Како је степен контроле над активностима менаџмента на високом нивоу, тако велики акционари обезбеђују поштовање њихових интереса. Већински акционари имају бољи приступ информацијама о пословању корпорације, поседују већу моћ у процесу избора менаџмента и укључени су у процес одлучивања.

Са друге стране, концентрација власништва доводи до појаве агенцијског проблема у односу већинских и мањинских акционара, па се сматра да ефекат експропријације права мањинских акционара и агенцијски трошкови повезани са њима, последично доводе до смањења вредности корпорације.<sup>261</sup> Решење овог проблема превасходно лежи у већем степену правне заштите мањинских акционара. Висок степен концентрације власништва може условити још проблема због смањења транспарентност пословања, повезивања кроз различите облике пирамидалног власништва и мање могућност диверсификације ризика, која доводи до тога да су већински акционари изложени непотребно високом ризику. Сходно томе, имајући у виду ефекат мониторинга и експропријације, сматра се да није могуће *a priori* предвидети однос између концентрације власништва и перформанси корпорације.<sup>262</sup>

Џенсен и Меклинг истичу да инсајдерско власништво (учешће менаџера у власништву) има централну улогу у смањењу агенцијских трошкова акцијског капитала и да се сукоб интереса смањује са повећањем инсајдерског власништва.<sup>263</sup> Другим речима, инсајдерско власништво помаже у усклађивању интереса акционара и менаџера, а пораст процента учешћа менаџмента у власништву доводи до бољих

---

<sup>260</sup> Stiglitz, J. E. (1985). Money, Credit and Banking Lecture: Credit Market and the Control of Capital. *Journal of Money Credit and Banking*, 17(1), 133-152.

<sup>261</sup> Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). оп. цит.

<sup>262</sup> Бабић, В. & Николић, Ј. (2011). оп. цит.

<sup>263</sup> Jensen, M. C. & Meckling, W. (1976). оп. цит.



перформанси корпорације.<sup>264</sup> Са друге стране, већи удео менаџерског власништва може довести до ефекта укопавања (*entrenchment effect*), који има негативан утицај на вредности корпорације.<sup>265</sup> Међутим, ефекат инсајдерског власништва на вредност корпорације детерминисан је односом између ефекта усклађивања интереса власника и менаџера и ефекта укопавања.<sup>266</sup>

Акционари који поседују пет и више процената учешћа у власништву уобичајено се називају крупни акционари или блокхолдери, док се акционари са више од 20% учешћа у власништву називају контролни акционари. У поређењу са акционарима који поседују мали проценат учешћа у власништву, блокхолдери имају подстицај да врше надзор над менаџментом, јер користи од надзора превазилазе његове трошкове.<sup>267</sup> Код корпорација које имплементирају англосаксонски модел корпоративног управљања, одсутан је утицај акционара који држе блокове акција дужи период и активно прате перформансе корпорације.<sup>268</sup>

Учешће блокхолдера у власништву карактерише релативно константан мониторинг менаџмента. Постизање заједничке и приватне користи од контроле менаџмента истиче се као главни разлог за улагање у велике блокове акција.<sup>269</sup> Заједничка корист од контроле се остварује када користи од активног мониторинг и коришћења утицаја на менаџере имају сви остали акционара, а не само блокхолдери, док се приватна корист од контроле остварује када корист од контроле имају само блокхолдери. Приватна корист коју остварују блокхолдери потенцијално умањује вредност корпорације, па крајњи утицај блокхолдера на вредност корпорације зависи од компромиса између заједничких и приватних користи од контроле.<sup>270</sup> Дума и остали су открили да у условима концентрације власништва и присуства екстерних блокхолдера највећа је корелација са супериорним перформансама корпорације.<sup>271</sup>

---

<sup>264</sup> Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831-880. и Ang, S. J., Cole, A. R. & Wun Lin, J. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, 55(1), 81-106.

<sup>265</sup> Dedman, E. (2003). Executive Turnover in UK Firms: The Impact of Cadbury. *Accounting and Business Research*, 33(1), 33-50.

<sup>266</sup> Бабић, В. & Николић, Ј. (2011). оп. цит.

<sup>267</sup> Shleifer, A. & Vishny, R. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.

<sup>268</sup> Bhagat, S. & Jefferis, Jr. H. R. (2005). *The Econometric of Corporate Governance Studies*. The MIT Press, Cambridge.

<sup>269</sup> Holderness, C. G. (2003). A Survey of Blockholders and Corporate Control. *Economic Policy Review*, 9(1), 51-64.

<sup>270</sup> Ибид. и Denis, D. & McConnell, J. (2003). оп. цит.

<sup>271</sup> Douma, S. Rejie, G. & Kabir, R. (2006). Foreign and Domestic Ownership, Business Group and Firm Performance: Evidence from a Large Emerging Market. *Strategic Management Journal*, 27, 637-657.

Међутим, учешће блокхолдера може за резултат имати злоупотребу моћи и претерани мониторинг што може довести до спутавања запослених и менаџера, гушења иницијативе, креативности и иновативности.<sup>272</sup>

### 2.1.2. Управни одбор

Управни одбор има три основне улоге: 1) контрола пословања корпорације и активности извршних директора, односно ефективни мониторинг и контролу менаџмента, 2) одржавање добрих односа између акционара и менаџмента, односно одговорност према акционарима и свим осталим интересним групама и 3) стратегијско управљање корпорацијом.<sup>273</sup>

Структура и величина, као основне две карактеристике управног одбора, превасходно зависе од модела корпоративног управљања. Двостепени управни одбор који подразумева раздвојеност функција надзора и управљања на два тела: надзорни одбор, састављен од неизвршних чланова, и управни одбор састављен од искључиво извршних чланова својствен је континентално-европском моделу. Са друге стране, код англосаксонског модела, функције надзора и управљања обавља једно тело, управни одбор састављен од извршних, неизвршних и независних чланова. У неким земљама, као што је Јапан, често се успоставља додатно статутарно тело задужено за ревизију које врши надзор уместо надзорног одбора.

Структура управног одбора се односи на удео извршних, неизвршних и независних директора у одбору. Фама и Џенсен истичу да присуство независних чланова у управном одбору води унапређењу перформанси корпорације, ублажавању агенцијског проблема и смањењу агенцијских трошкова.<sup>274</sup> Они сматрају да су независни директори мотивисани да врше надзор над менаџментом, јер на тај начин стичу и унапређују свој углед, мотивисани су да изразе своје независно мишљење по питању значајних догађаја у корпорацији као што су именовање или смена менаџмента, именовање или смена генералног директора, догађаја који се сматрају штетним по интересе мањинских акционара и слично. Неизвршни директори, такође, се сматрају корисним зато што могу да врше надзор и контролу опортунистичког понашања извршних директора.<sup>275</sup> Присуство неизвршних директора води већем степену независности одбора и бољим перформансама корпорације, доприноси

---

<sup>272</sup> Бабић, В. (2006). оп. цит.

<sup>273</sup> OECD, (2015). оп. цит.

<sup>274</sup> Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983). оп. цит.

<sup>275</sup> Jensen, M.C. & Meckling, W. (1976). оп. цит.

подизању стручности извршних директора и због тога неизвршни директори имају стратешку и надзорну улогу.<sup>276</sup>

Посматрано из угла информационе асиметрије, може се рећи да присуство независних и неизвршних директора обезбеђује бољи квалитет финансијског извештавања и већу транспарентност, чиме се умањују потенцијалне користи менаџера од скривених информација. С тим у вези, значајан удео неизвршних и независних директора у управном одбору обезбеђује ефикаснију контролу и заштиту интереса акционара од девијантног деловања извршних чланова (менаџера), који директно учествују у свакодневном управљању корпорације. У прилог томе иде и реакција Кедберијевог комитета (*Cadbury Committee*) који је 1992. године након неочекиваног банкротства неколико корпорација у Великој Британији, промовисао принцип „примени или објасни“ (*comply or explain*), и препоручио повећање броја неизвршних и независних чланова у управном одбору и раздвајање функције генералног директора и председника управног одбора у циљу побољшања корпоративног управљања у Великој Британији.<sup>277</sup>

Битан аспект структуре управног одбора представља лидерска структура. Заправо, сматра се да је дуалитет позиција председника управног одбора и генералног директора важна детерминанта ефикасности управног одбора. У складу са агенцијском теоријом је схватање да раздвојеност позиције генералног директора и председника управног одбора унапређује ефективност надгледања менаџерских одлука и решавање конфликта личних интереса.<sup>278</sup> Међутим, ако претпоставимо да ће менаџмент радити у најбољем интересу корпорације и акционара,<sup>279</sup> дуална лидерска позиција омогућиће боље разумевање пословног окружења корпорације.<sup>280</sup>

Величина управног одбора доводи се у везу са озбиљношћу агенцијског проблема, односно агенцијски проблем постаје озбиљнији како расте величина управног одбора.<sup>281</sup> Надзорна улога управног одбора са великим бројем чланова је

---

<sup>276</sup> Cadbury, A. (1992). оп. цит. и Hampel, R. (1998). *Committee on Corporate Governance: Final Report*. Gee, London. p. 25

<sup>277</sup> Cadbury, A. (1992). оп. цит.

<sup>278</sup> Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983). и Jensen, M. C. (1993). оп. цит.

<sup>279</sup> Хипотеза Теорије услужности (*Stewardship theory*). Теорија услужности заједно са Агенцијском теоријом, Стејкхолдер теоријом и Теоријом зависности од ресурса (*Resource dependence theory*) представља теоријску основу корпоративног управљања.

<sup>280</sup> Weir, C. Laing, D. & McKnight, J. P. (2002). оп. цит.

<sup>281</sup> Jensen, M. C. (1993). оп. цит.

символична и као такав управни одбор је све мање део процеса управљања.<sup>282</sup> Хси и остали тврде да управни одбори са малим бројем чланова имају мање бирократских проблема и могу вршити бољи надзор над финансијским извештавањем корпорације.<sup>283</sup> Истиче се да би чланови малобројног управног одбора активно надзирали активности менаџмента и настале проблеме критички, реално и интелектуално разматрали, што би довело до ефикаснијег и вредносно оријентисаног корпоративног одлучивања.<sup>284</sup> Другим речима, управни одбори са мањим бројем чланова могу обезбедити ефикасније надгледање процеса одлучивања и, на тај начин, допринети минимизирању агенцијских трошкова и бољим перформансама корпорације.

Литература указује на то да оптимална величина управног одбора треба да буде на нивоу који одражава компромис између користи корпорације од повећаног надзора и трошкова таквог надзора.<sup>285</sup> Стога, када су приватне користи које менаџмент може остварити веће од трошкова надзора, управни одбор треба да има више чланова. Кедберијев комитет препоручује између 8 и 10 чланова, као и једнак број извршних и неизвршних директора.<sup>286</sup> Џенсен као оптималну величину одбора предлаже 7 или 8 директора, јер сматра да су управни одбори са великим бројем чланова мање ефикасни и више подложни утицају генералног директора.<sup>287</sup> Просечно гледано, 10 представља оптималан број чланова, јер свако даље повећање броја чланова отежава комуникацију и координацију у раду управног одбора, мада је одређивање идеалне величине управног одбора и даље контроверзно питање.<sup>288</sup>

## 2.2. Екстерни инструменти корпоративног управљања

Развој квалитетног корпоративног управљања подразумева компатибилан систем интерних и екстерних инструмената. Стога, примена екстерних инструмената посебно долази до изражаја у условима неефикасне интерне контроле. Тржиште корпоративне контроле је кључни екстерни инструмент у земљама са тржишно

---

<sup>282</sup> Lipton, M. & Lorsch, J. (1992). A Model Proposal for Improved Corporate Governance. *Business Lawyer*, 48(1), 59-77.

<sup>283</sup> Xie, B., Davidson, W. N. & DaDalt, P. J. (2003). Earnings Management and Corporate Governance: The Role of the Board and Audit Committee. *Journal of Corporate Finance*, 9(3), 295-316.

<sup>284</sup> Lawal, B. (2012). Board Dynamics and Corporate Performance: Review of Literature and Empirical Challenges. *International Journal of Economics and Finance*, 4(1), 22-35.

<sup>285</sup> Harris, M. & Raviv, A. (2008). A Theory of Board Control and Size. *Review of Financial Studies*, 21(4), 1797-1832.

<sup>286</sup> Cadbury, A. (1992). оп. цит.

<sup>287</sup> Jensen, M. C. (1993). оп. цит.

<sup>288</sup> Lawal, B. (2012). оп. цит.

оријентисаним финансијским системом, док правни систем има есенцијалну улогу у свим земљама без обзира на њену оријентацију финансијског система и степен развијености.

### 2.2.1. Тржиште корпоративне контроле

Тржиште корпоративне контроле се може схватити као ефикасан екстерни инструмент корпоративног управљања, који може бити супститут интерним инструментима<sup>289</sup> и који утиче на смањење менаџерског опортунизма и ублажавање основног агенцијског проблема на начин који омогућава стварање економске вредности путем трансфера ресурса од неефикасног ка ефикасном менаџменту. Другим речима, тржиште корпоративне контроле представља арену у којој се алтернативни тимови менаџера надмећу за право управљања над ресурсима корпорације.<sup>290</sup> Поред тога, тржиште корпоративне контроле се може разумети и као израз сталне претње од преузимања корпорација које не раде у интересу акционара, при чему тржиште капитала шаље информације о квалитету рада менаџмента преко цене акција корпорације.<sup>291</sup>

Позитивна корелација ефикасности менаџмента и цена акција, представља фундаменталну претпоставку на којој почива тржиште корпоративне контроле. Ако је менаџмент неефикасан, тако да се вредност корпорације смањује, акционари ће изгубити поверење у менаџмент и продати акције корпорације. Последишно, цена акције ће се смањити и сигнализирати да је конкретна корпорација потенцијални циљ за преузимање, што може за резултат имати смену неефикасног менаџмента ефикасним. Другим речима, тржиште корпоративне контроле дисциплинује менаџмент, ублажава конфликт интереса акционара и менаџмента и утиче на смањење агенцијских трошкова.<sup>292</sup> При томе, менаџери не повећавају увек свесно своју корист на рачун акционара, већ погрешно бирају стратегије пословања.<sup>293</sup> У таквој ситуацији, тржиште капитала, путем пада цене акција, шаље менаџменту поруку да је направљена грешка и да је потребно изабрану стратегију променити.

---

<sup>289</sup> Weir, C. Laing, D. & McKnight, J. P. (2002). оп. цит.

<sup>290</sup> Jensen, M. C. & Ruback, R. S. (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.

<sup>291</sup> Manne, H. G. (1965). Mergers and the Market for Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, 73(2), 110-120.

<sup>292</sup> Бабић, В. (2006). оп. цит.

<sup>293</sup> Jensen, M. C. (1988). Takeovers: Their Causes and Consequences. *The Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 21-48.

Непријатељско преузимање, као главни механизам тржишта корпоративне контроле, реализује се када менаџмент циљне корпорације одбије понуду а понуђач не одустаје од преузимања или када понуђач упути понуду за преузимање без знања менаџмента циљне корпорације.<sup>294</sup> Основни циљ непријатељског преузимања је дисциплиновање неефикасног менаџмента и унапређење квалитета корпоративног управљања.<sup>295</sup> Иако непријатељско преузимање може бити користан инструмент за реализацију крупних промена у корпорацији као што су реорганизација и стечај, оно може бити и јако скуп инструмент.<sup>296</sup> Полазећи од тога да је главни подстицај за преузимање одређене корпорације разлика стварне и очекиване цене акција, непријатељско преузимање се може третирати и као „цивилизована алтернатива за банкрот“<sup>297</sup> која обезбеђује трансфер ресурса од неуспешне ка успешној корпорацији.

### 2.2.2. Правни систем

Правни систем представља кључни инструмент заштите интереса акционара и кредитора. Заправо, спремност акционара и кредитора на улагање зависи од квалитета правног оквира. Основна улога правног система је пружање сигурности инвеститорима, заштита мањинских акционара и једнак третман свих акционара.<sup>298</sup> Правним и институционалним оквиром дефинишу се права и одговорности свих тржишних актера, структура власништва и функционисање финансијског тржишта. Услови пословања које карактерише правна заштита и правна сигурност инвеститора, посебно малих инвеститора, основа су за развој квалитетног корпоративног управљања. Ефикасна правна заштита подразумева како свеобухватне и строго постављене законске одредбе, тако и њихову квалитетну примену. Спремност свих страна на поштовање законских одредби је пресудна за њихову успешну имплементацију, а то захтева социјално и културолошки компатибилан и шири правни систем.<sup>299</sup> Адекватне законске одредбе и њихова

---

<sup>294</sup> Doytch, N. & Cakan, E. (2011). Growth Effects of Mergers and Acquisitions: A Sector Level Study of OECD Countries. *Journal of Applied Economics and Business Research*, 1(3), 120-129.

<sup>295</sup> Домановић, В. (2004). Тржиште корпоративне контроле – механизми преузимања и стратегије одбране. У В. Бабић (ред.) *Корпоративно управљање у условима транзиције*, Економски факултет, Крагујевац, 128-148.

<sup>296</sup> Превасходно због високих трошкова примене различитих стратегија одбране од преузимања.

<sup>297</sup> Dewey, D. (1961). Mergers and Cartels: Some Reservations About Policy. *The American Economic Review*, 51(2), pp. 260.

<sup>298</sup> Раденковић-Јоцић, Д. & Секулић, В. (2012). *Корпоративно управљање*, Економски факултет, Ниш, стр. 373.

<sup>299</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, W. R. (1998). оп. цит.

примена од стране судова су есенцијални елементи корпоративног управљања и финансијског система земље.<sup>300</sup> Ефикасно функционисање правног и институционалног оквира доприноси повећању извесности пословања, стварању повољне инвестиционе климе и развоју тржишта капитала и економском развоју земље.<sup>301</sup>

Потврда значаја правног и институционалног оквира дата је ОЕЦД принципима.<sup>302</sup> У уводном тексту је наглашено да је сврха принципа да помогну владама земаља у њиховим напорима да процене и побољшају правни, институционални и регулаторни оквир за корпоративно управљање, у циљу подршке економској ефикасности, одрживом расту и финансијској стабилности земље. Код првог поглавља истакнуто је да ефикасно корпоративно управљање захтева одговарајући и ефикасни правни, регулаторни и институционални оквир на који се тржишни учесници могу ослонити при успостављању својих приватних уговорних односа. Структуру овог оквира корпоративног управљања стандардно чине елементи законодавства, регулативе, саморегулативних аранжмана, добровољних обавеза и пословне праксе, који су резултат специфичних околности, историје и традиције конкретне земље. У циљу обезбеђења примене ОЕЦД принципа неопходно је анализирати и надzirати постојећи правно-институционални оквир и праксу корпоративног управљања, и перманентно их побољшавати у складу са међународним искуствима.

Разлике у моделима корпоративног управљања који се примењује у различитим земљама условљене су природом правне одговорности коју менаџери имају према акционарима, њеном интерпретацијом и применом.<sup>303</sup> Поред тога, крајњи ефекат који правни систем има на квалитет корпоративног управљања зависи и од структуре власништва. Уочено је да земље обичајног права, карактерише дисперзирана структура власништва и боља заштита права акционара, што значи да тржиште корпоративне контроле представља кључни инструмент за дисциплиновање менаџмента, па се значај правне регулативе огледа у дефинисању и поштовању прописа који ће омогућити олакшан трансфер контроле уз ниже трошкова

---

<sup>300</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, W. R. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170.

<sup>301</sup> La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). оп. цит.

<sup>302</sup> OECD, (2015). оп. цит.

<sup>303</sup> Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). оп. цит.

непријатељског преузимања.<sup>304</sup> У земљама континенталног права већински власници представљају кључни инструмент за дисциплиновање менаџмента, па правна регулатива треба да обезбеди заштиту интереса мањинских акционара, поверилаца и запослених. Међутим, без обзира на одређене разлике, правни систем има важну улогу у побољшању ефикасности пословања, редукцији агенцијских трошкова и расту вредности корпорације.

### **3. Компаративна анализа система корпоративног управљања**

Ефикасан систем корпоративног управљања подразумева чврсто повезану мрежу екстерних и интерних инструмената која обезбеђује усклађивање интереса између различитих интересних група и редукцију агенцијских трошкова. Често се истиче да на избор система корпоративног управљања доминантно утичу карактеристике земље, односно институционални оквир, политички амбијент, економски и финансијски развој.<sup>305</sup> Карактеристике земље утичу на трошкове и користи од корпоративног управљања и један су од основних разлога за разлике између земаља у погледу корпоративног управљања.<sup>306</sup>

#### **3.1. Системи корпоративног управљања у развијеним земљама**

У развијеним тржишним економијама систем корпоративног управљања се градио постепено кроз векове, и данас се може дефинисати као комплексан мозаик који се састоји од закона, прописа, политика, јавних институција, професионалних удружења и етичких кодова.<sup>307</sup> Као основни модели корпоративног управљања у развијеним земљама се обично истичу англосаксонски и континентално-европски, при чему се због сличности у принципима на којима почивају као модалитет континентално-европског модела наводи јапански модел. Разлике између ових модела су условљене различитим културолошким, историјским и политичким околностима, али на првом месту различитим финансијским и правним системом. Заправо, основна разлика између англосаксонског и континентално-европског

---

<sup>304</sup> Georgen, M. Martynova, M. & Renneboog, L. (2005). Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation Reform in Europe. *Oxford Review of Economic Policy*, 21(2), 243-268.

<sup>305</sup> Mayer, C. (1996). Corporate Governance, Competition and Performance. *OECD Economic Studies No. 27*; Gedajlovic, R. E. & Shapiro, D. (1998). Management and Ownership Effects: Evidence from Five Countries. *Strategic Management Journal*, 19(6), 533-553 и Allen, F. & Gale, D. (2000). *Comparing Financial Systems*. MIT Press, Cambridge, MA

<sup>306</sup> Doidge, C., Anderw Karolyi, G. & Stulz, M. R. (2007). Why Do Countries Matter So Much for Corporate Governance? *Journal of Financial Economics*, 86, 1-39.

<sup>307</sup> Babić, V. (2010). Corporate Governance in Transition Economies. *Teme*, 34(2), 555-568.



модела одређена је карактеристикама финансијског система, што утиче на разлику у инструментима који карактеришу поменуте моделе. Другим речима, кључна разлика између корпорација у погледу постигнутих финансијских перформанси и у погледу корпоративног управљања одређена је карактеристикама банкарске (карактеристичне за Немачку и Јапан) или тржишне (карактеристичне за САД и Велику Британију) оријентисаности финансијског система земље.<sup>308</sup>

Финансијска тржишта у САД-у и Великој Британији много су више развијенија него у Немачкој.<sup>309</sup> У САД-у и Великој Британији тржиште корпоративне контроле је развијено, има дисциплинујућу улогу у погледу понашања менаџера и разне врсте преузимања су честе. Земље чији правни систем почива на обичајном праву, као што су САД и Велика Британија, пружају бољу заштиту инвеститора него земље чији правни систем почива на скандинавском и немачком континенталном праву.<sup>310</sup> Правни систем заснован на обичајном праву обезбеђује ефикаснију заштиту права мањинских акционара, једноставнији пренос акција и обимна овлашћења акционарима за тужбу уколико менаџери не поштују своју фидуцијарну дужност. Заштита кредитора је нешто слабија у САД с обзиром на јаку заштиту корпорација од стечаја.

Корпорације које послују у земљама са јаком правном заштитом инвеститора имају ефикасније корпоративно управљање и бољи приступ различитим изворима капитала.<sup>311</sup> С тим у вези, САД и Велику Британију карактерише дисперзирана структура власништва, развијено тржиште корпоративне контроле и већа капитализација и ликвидност тржишта капитала, тако да је лепеза извора која је на располагању корпорацијама шира.<sup>312</sup> Због природе правне заштите инвеститора и законских ограничења у вези са концентрацијом власништва и учешћем банака у власништву корпорација, корпорације са већинским власником су релативно ретке у САД-у. Компаније у САД-у и Великој Британији углавном су у власништву институционалних инвеститора, односно пензионих фондова и осигуравајућих

---

<sup>308</sup> Rajan, R. & Zingales, L. (1995). оп. цит.

<sup>309</sup> Allen, F. & Gale, D. (2000). оп. цит.

<sup>310</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, W. R. (1998). Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.

<sup>311</sup> Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V (2002). Funding Growth in Banking-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm-Level Data, *Journal of financial Economics*, 65, 337-363.

<sup>312</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, W. R. (1997). Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150.

компанија.<sup>313</sup> Док су карактеристике власничке структуре у САД-у и Великој Британији у складу са Берл-Минсовим моделом модерне корпорације, у већини осталих земаља је власничка структура корпорације обично концентрисана.<sup>314</sup>

За САД, Велику Британију и већину европских земаља карактеристичан је једнодомни модел управљања.<sup>315</sup> Међутим, док је у САД-у управни одбор важан у дисциплиновању менаџмента, где неизвршни директори имају посебно изражену улогу, у Великој Британији управни одбор је слаб инструмент корпоративног управљања, а неизвршни директори немају јак утицај на менаџмент корпорације.<sup>316</sup> Јако ниско постављени стандарди „пажње доброг домаћина“ од стране судова су један од разлога зашто је фидуцијарна одговорност менаџера у Великој Британији слабија него у САД-у и директори у Великој Британији имају више саветодавну него контролну улогу.

За разлику од САД, где је банкарски сектор веома концентрисан и фрагментиран, у Немачкој су банке доминантне у алокацији средстава корпоративном сектору. На финансијским тржиштима у Немачкој се углавном тргује државним вредносним папирима, док се корпорације доминантно ослањају на банкарске кредите као извор финансирања. У Немачкој и Јапану тржиште корпоративне контроле и непријатељско преузимање није развијено и контролу над менаџерским понашањем врше углавном банке. У Немачкој је правна заштита кредитора веома ефикасна, што банкама омогућава да остваре контролу над корпорацијом. Правна заштита акционара и кредитора у Јапану представља комбинацију правне заштите у Немачкој и САД.<sup>317</sup>

Немачку и Јапан карактерише недовољно ликвидно тржиште капитала и развијен банкарски систем.<sup>318</sup> У Немачкој су власништво и контрола концентрисани, односно већински власници и банке врше надзор над понашањем менаџера.<sup>319</sup> Френкс и Мајерс истичу да већина немачких корпорација имају власника са више од

---

<sup>313</sup> Babić, V. & Nikolić, J. (2016). Key Factors of Corporate Governance Models' Development in Transition Economies. *Теме*. 15(2), 747-761.

<sup>314</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). оп. цит.

<sup>315</sup> Denis, D. & McConnell, J. (2003). оп. цит.

<sup>316</sup> Franks, J. & Mayer, C. (2002). Corporate Governance in the UK – Contracted With the US System. *CEsifo Forum*, 3(3), 13-22.

<sup>317</sup> Shleifer, A. & Vishny, W. R. (1997). оп. цит.

<sup>318</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.

<sup>319</sup> Georgen, M. Manjon, M. C. & Renneboog, L. (2008). Recent Development in German Corporate Governance. *International Review of Law and Economics*. 28(3), 175-193.

50% капитала.<sup>320</sup> За разлику од Немачке, структура власништва у Јапану је мање концентрисана и значајно се променила од 1990. године, јер је удео у власништву домаћих финансијских институција драстично опао, а удео домаћих и страних институционалних инвеститора знатно порастао.<sup>321</sup> Посебна специфичност јапанских корпорација су кеиретсу партнери.<sup>322</sup> На први поглед тешко је рећи да ли је дисперзирано власништво боље од концентрисаног, и обрнуто, без укључивања у анализу и осталих карактеристика корпоративног управљања, али се сматра да је за добар систем корпоративног управљања потребно комбиновати јаку правну заштиту инвеститора и неки облик концентрисаног власништва.<sup>323</sup>

У немачкој корпорације обавезно примењују дводомни модел управљања, који укључује управни одбор (*Vorstand*) и надзорни одбор (*Aufsichtsrat*), при чему чланови управног одбора не могу да буду чланови надзорног одбора.<sup>324</sup> У Јапану се, такође примењује дводомни начин управљања, при чему се чланови управног одбора углавном бирају из редова запослених, док надзорни одбор (*shacho-kai*) чине екстерни експерти и представници главних кеиретсу партнера.<sup>325</sup>

Може се закључити да је свакој земљи својствен специфичан систем корпоративног управљања, односно да се не може говорити о универзалном моделу корпоративног управљања. При томе, различите инструменте корпоративног управљања треба схватити као економске и правне институције које се временом мењају. Дугорочно посматрано, тржишна конкуренција тера корпорације да минимизирају трошкове и да усвоје и примене најефикасније инструменте корпоративног управљања како би оствариле приступ екстерном финансирању по нижим трошковима.

---

<sup>320</sup> Franks, J. & Mayers, C. (2001). Ownership and Control in Germany. *Review of Financial Studies*, 14, 943-977.

<sup>321</sup> Miyajima, H. & Hoda, T. (2015). Ownership Structure and Corporate Governance: Has an Increase in Institutional Investors' Ownership Improved Business Performance? *Public Policy Review*, Policy Research Institute, Ministry of Finance, 11(3), 361-393.

<sup>322</sup> Gedajlovic, E. & Shapiro, M. D. (2002). Ownership Structure and Firm Profitability in Japan. *Academy of Management Journal*, 45(2), 565-575.

<sup>323</sup> Shleifer, A. & Vishny, W. R. (1997). оп. цит.

<sup>324</sup> Georgen, M. Manjon, M. C. & Renneboog, L. (2008). оп. цит.

<sup>325</sup> Kaplan, S.N. & Milton, B. (1994). Appointment of Outsiders To Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers. *Journal of Financial Economics*, 36, 225-258.

### 3.2. Системи корпоративног управљања у земљама у развоју

Разлике између корпоративног управљања између развијених земаља и земаља у развоју могу се приписати разликама у развијености финансијског тржишта и власничкој структури предузећа.<sup>326</sup> У земљама у развоју широко су распрострањена мала предузећа, док су велика предузећа најчешће у власништву породица, државе или страних инвеститора чијим се акцијама готово и не тргује. Сходно томе, корпоративно управљање је било дуго занемаривано у земљама у развоју, јер се сматрало да корпоративно управљање углавном има значај за корпорације чијим се акцијама јавно тргује. Као три примарна разлога за примену добре праксе корпоративног управљања у транзиционим земљама и земљама у развоју, истичу се: формирање институција неопходних за развој тржишне економије, ефикасна алокација капитала и развој тржишта капитала, као и атрактивност земље за страна улагања.<sup>327</sup>

Развој корпоративног управљања у земљама у развоју представља комплексан задатак због мноштва баријера, као што су приватне користи од контроле (менаџери раде у своју корист, а не у корист корпорације), слаба заштита мањинских акционара, „буразерски капитализам“ (*crony capitalist*),<sup>328</sup> лоша примена имовинског права.<sup>329</sup> Додатно, проблем прави и готово потпуно одсуство финансирања путем тржишта капитала које би заменило државно финансирање, задржавање ефективне контролне позиције менаџера, чак и у ситуацији када је процесом приватизације извршен трансфер власништва на стране инвеститоре, као и утицај државе на корпоративно одлучивање кроз субвенције, регулаторне повластице и опрост пореског дуга.<sup>330</sup> Међутим, и поред низа баријера, развој корпоративног управљања не сме бити занемарен јер је од виталног значаја за земље у развоју и транзицији, пре свега због његовог дугорочног ефекта на њихов развој и успешан прелазак са

---

<sup>326</sup> Amar, G. (2003). Corporate Governance Issues and Returns in Emerging Markets, in Litan, E. R., Pomerleano, M. & Sundarajan, V. (eds.), *The Future of Domestic Capital Markets in Developing Countries*, Washington, Brookings Institute Press, 305-316.

<sup>327</sup> Nestor, S., Yasui, T. & Guy, M. (2000). The Relevance of Corporate Governance To Eurasian Transition Economies. 1-13. *electronic version* at: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/1930716.pdf>

<sup>328</sup> Crony capitalist или „буразерски капитализам“ представља фразу која се у литератури користи за економски систем који карактеришу блиски и узајамно повезани и лукративни односи између менаџера и владиних званичника.

<sup>329</sup> Oman, C., Fries, S. & Buitter, W. (2003). Corporate Governance in Developing, Transition and Emerging-Market Economies. OECD Development Center, Policy Brief No. 23, 1-49.

<sup>330</sup> Pistor, K., Raiser, M. & Gelfer, S. (2000). Law and Finance in Transition Economies. *Economics of Transition*, 8(2), 325-368.

тромог, на разним везама заснованог управљања, на ефикасно управљање засновано на правилима. С тим у вези, земље у развоју треба да моделе корпоративног управљања који се примењују у развијеним земљама схвате само као почетну тачку, јер је неопходно конкретан модел прилагодити специфичностима економских услова.<sup>331</sup>

Корпоративно управљање у земљама у развоју карактерише недостатак основних елемената доброг система, који се у ствари своди на недостатак механизма за правну заштиту инвеститора.<sup>332</sup> При томе је потребно уочити разлику између правне (*de jure*) и стварне (*de facto*) заштите права и интереса инвеститора у земљама у развоју. Другим речима, иако у земљама у развоју постоји задовољавајући регулаторни оквир, који у неким земљама обезбеђује чак и јачу заштиту акционара и кредитора него што је то у неким развијеним земљама Европе, главни проблем је његова примена, односно неефикасност правних институција.<sup>333</sup> Овај проблем може бити и један од узрочника изражене информационе асиметрије између контролних и мањинских акционара. Постојање закона не само на папиру него и посвећеност регулаторних тела њиховом спровођењу и практично и морално поштовање унапред утврђених прописа и правила од стране економских и финансијских актера, одређује квалитет корпоративног управљања и развој финансијског тржишта. У том контексту, може се пре рећи да тржиште корпоративне контроле не постоји, него да је неразвијено, па непријатељско преузимање није карактеристично за земље у развоју.

Шлајфер и Вишни наглашавају да ће, у ситуацији када примена закона од стране регулаторних тела није на адекватном нивоу, корпорације показати наклоност ка концентрацији власништва. У прилог томе говоре и резултати истраживања Лапорте и осталих, да корпорације у земљама у развоју имају веома концентрисану структуру власништва.<sup>334</sup> Иако се концентрација власништва посебно истиче као ефикасан инструмент за ублажавање основног агенцијског проблема, већински власници, у овом случају уобичајено менаџери, могу злоупотребити своју позицију контролног власника и, на тај начин, стећи приватне користи од контроле на штету мањинских акционара, односно проузроковати ПП агенцијски проблем који је посебно изражен

---

<sup>331</sup> Babić, V. & Nikolić, J. (2016). оп. цит.

<sup>332</sup> Shleifer, A. & Vishny, W. R. (1997). оп. цит.

<sup>333</sup> Pistor, K., Raiser, M. & Gelfer, S. (2000). оп. цит.

<sup>334</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). оп. цит.

код земаља у развоју.<sup>335</sup> У власништву корпорације у земљама у развоју често учествују запослени, извршни менаџери корпорације или чланови управног одбора, породица, држава, али и стране и домаће компаније.<sup>336</sup> Веома важна детерминанта структуре власништва, али и целокупног система корпоративног управљања у земљама у транзицији је начин на који је извршен процес приватизације. Заправо, избор модела и развој релевантних инструмената корпоративног управљања треба ускладити са моделом приватизације.

Због очигледне неразвијености екстерних инструмената корпоративног управљања у земљама у развоју, интерни инструменти добијају на значају, па је унапређење ефикасности управних одбора посебно важно. Сходно региону којем земља припада и јачини утицаја неког од два основна модела корпоративног управљања, али и институционалног оквира саме земље, корпорације примењују једнодомни или дводомни начин управљања. Посебан проблем земаља у развоју је неефикасност управних одбора, најчешће узрокована следећим разлозима: неразвијен процес регрутовања и недостатак искуства менаџера, лоша подела одговорности између чланова управног одбора или управног одбора и генералног директора, недостатак информација, пре свега неизвршних директора о ситуацији и проблемима у корпорацији, грани којој припадају, али и привреди у целини.<sup>337</sup>

Имајући у виду изнето, може се закључити да је за земље у развоју карактеристично следеће: лоша примена регулаторног система, непостојање тржишта корпоративне контроле, концентрисано власништво и неефикасни управни одбори корпорација, мада свака земља за себе има неке специфичности које се најчешће могу сублимирати по регионима. Земље Латинске Америке налазе се у различитим фазама развоја корпоративног управљања, што је директно повезано са начином политичког вођења земље. Правни системи земаља Латинске Америке у основи имају континентално правну традицију која се превасходно ослања на статуте и свеобухватне прописе,<sup>338</sup> мада су у новије време закони о хартијама од

---

<sup>335</sup> Renders, A. & Gaeremynck, A. (2012). Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts and Firm Value in European Listed Companies. *Corporate Governance: An International review*, 20(2), 125-143.

<sup>336</sup> Cankar, N. (2005). Transition Economies and Corporate Governance Codes: Can Self-Regulation of Corporate Governance Really Work? *Journal of Corporate Law Studies*, 5(2), 285-304.

<sup>337</sup> Barton, D. & Wong, S. C. Y. (2006). Improving Board Performance in Emerging Markets. *The McKinsey Quarterly*, 1, 35-43.

<sup>338</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, W. R. (1998). оп. цит.

вредности моделирани према англоамеричкој традицији.<sup>339</sup> Поред тога, примена закона није конзистентна и равномерна, финансијски системи појединачних земаља су недовољно развијени, пословне групе имају значајан утицај не само на цео регион, присутан је висок степен концентрације власништва корпорација, при чему су породице и држава главни власници, па је заштита мањинских права главни агенцијски проблем.<sup>340</sup> Управљање је једнодомно, број чланова управног одбора се креће у просеку између седам и осам, а удео независних чланова је око 40%.<sup>341</sup>

Афрички континент карактерише велика разноликост етничких група, култура, политичких система, висок степен сиромаштва, ниски стандарди образовања и високо изражен степен институционализоване корупције. Сходно томе, морају се посебно узети у разматрање економски, социјални и политички проблеми сваке земље.<sup>342</sup> У већини афричких земаља су развијени кодекси корпоративног управљања засновани на ОЕЦД принципима, институцији директора и међународним рачуноводственим стандардима.<sup>343</sup> Порекло правне регулативе није јединствено, јер постоји утицај и континенталног и обичајног права, што се приписује колонијалној историји овог континента.<sup>344</sup> Додатно, примена законске регулативе није ефикасна.<sup>345</sup> Удео независних чланова у управним одборима није велики, структура власништва је концентрисана, већински власници понекад не живе у земљи седишта корпорација због политичких и социјалних разлога, што води географској дислокацији власништва, а често и управног одбора.<sup>346</sup>

Две трећине азијских земаља има кодексе добре праксе. Правни системи углавном у основи имају обичајно право (као што су: Хонг Конг, Индија, Малезија, Тајланд, Индонезија, Сингапур и друге), па је англоамерички модел референтна тачка за развој система корпоративног управљања. Међутим, неке земље (као што су: Кина, Јапан, Кореја и Тајван) у основи имају континентално право и теже

---

<sup>339</sup> Aguilera, V. R. (2008). A Comparative Analysis of Corporate Governance Systems in Latin America: Argentina, Brazil, Chile, Colombia and Venezuela, in McGee, R. (eds.), *Corporate Governance in Developing Economies – Country Studies of Africa, Asia and Latin America*, New York: Springer, 151-171.

<sup>340</sup> Ибид.

<sup>341</sup> OECD (2003). *Corporate Governance in Latin America*, Paris, OECD.

<sup>342</sup> Chatles, C. O. (2004). Corporate Governance and Disclosure in Africa: Issues and Challenges. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 12(4). 359-370.

<sup>343</sup> Nganga, S., Jain, V. & Artivor, M. (2003). *Corporate Governance in Africa: A Survey of Publicly Listed Companies*. London Business School, London.

<sup>344</sup> Klerman, M. D., Mahoney, G. P., Spamann, H. & Weinstein, I. M. (2011). Legal Origin or Colonial History. *Journal of Legal Analysis*, 3(2), 379-409.

<sup>345</sup> Nganga, S., Jain, V. & Artivor, M. (2003). оп. цит.

<sup>346</sup> Kyereboah-Coleman, A. (2007). Corporate Governance and Shareholder Value Maximization: An African Perspective. *African Development Review*, 19(2), 350-367.

примени континентално-европског модела.<sup>347</sup> Високо концентрисано власништво и доминантно породично или државно власништво је уобичајено, па је експропријација мањинских права изражена.<sup>348</sup> Додатно, новије студије указују да постоје одређени фактори који могу нанети штету развоју корпоративног управљања у азијском региону, као што су недостатак ефикасних система компензација менаџера, концентрација власништва у рукама неколико акционара, неразвијен систем екстерног надзора и недостатак квалификованих људских ресурса за избор независних директора.<sup>349</sup>

Европске земље у развоју, у глобалу, карактерише велики утицај континентално-европског модела корпоративног управљања, владавина континенталног права, висок степен концентрације власништва, недовољна развијеност тржишта капитала и кратка историја корпоративног управљања јер већина кодова добре праксе датира са почетка 21. века. Међутим, свака земља има неку специфичност која је детерминисана политичким, културно-историјским, економским и социјалним околностима. Висок степен концентрације власништва присутан је у Русији, где су већински власници често непосредно укључени у управљање предузећем.<sup>350</sup> За Русију је, такође, карактеристична тежња да се развије јединствен модел корпоративног управљања без превеликог ослањања на карактеристике основна два модела у развијеним земљама.<sup>351</sup> Турска представља земљу са боље развијеним корпоративним управљањем у односу на већину европских земаља у развоју. Корпорације у Турској примењују једнодомни модел управљања, често имају веома концентрисано власништво, а као већински власници појављују породице и појединци, па се може рећи да је управљачки систем инсајдерски.<sup>352</sup> Румунију карактерише непотпуна примена правне регулативе, управљање корпорацијама је једнодомно и број чланова управног одбора је између три и једанаест. Бугарску, такође, карактерише непотпуна примена правне

---

<sup>347</sup> Tsui, J. & Shieh, T. (2003). Corporate Governance in Emerging Markets: An Asian Perspective. In Choi, D. C. F. (eds.). *International Finance and Accounting Handbook*, 3<sup>rd</sup> Edition, John Wiley and Sons Ltd., 244-258.

<sup>348</sup> David, K. & Phillip, L. (2005). Corporate Governance and Business Ethics in the Asia-Pacific Region. *Business and Society*, 44(2), 178-210.

<sup>349</sup> Rajagopalan, N. & Yhang, Y. (2008). Corporate Governance Reforms in China and India: Challenges and Opportunities. *Business Horizons*, 51(1), 55-64.

<sup>350</sup> Dolgopiatova, T. (2007). Ownership Concentration and Russian Company Development. *Problems of Economic Transition*, 50(5), 7-23.

<sup>351</sup> McCarthy, D. & Puffer, S. (2002). Corporate Governance in Russia: Towards a European, US, or Russian Model? *European Management Journal*, 20(6), 630-640.

<sup>352</sup> Nilsson, O. G. (2007). Corporate Governance in Turkey. *European Business Organization Law Review*, 8, 195-236.



регулативе, али корпорације могу да бирају између једнодомног и дводомног начина управљања и имају управне одборе са малим бројем чланова.<sup>353</sup>

Из претходног излагања се може закључити да се модели корпоративног управљања у земљама у развоју значајно разликују. Глобална конвергенција модела је ограничена и преношење идеја из једног система у други веома је комплексно и тешко, јер такав процес захтева политичке, друштвене и институционалне промене које се не могу лако имплементирати. Сходно томе, земље у развоју треба да реформишу и унапреде корпоративно управљање превасходно кроз делотворнију примену закона и прописа, али и избором одговарајућег модела корпоративног управљања који ће бити прилагођен правној оријентацији, финансијској структури и политичкој култури конкретне земље, а све у циљу остварења максималне користи од функционисања ефикасног система корпоративног управљања.

---

<sup>353</sup> Feleaga, N., Feleaga, L., Dragomir, V. D. & Bigioi, A. D. (2011). Corporate Governance in Emerging Economies: The Case of Romania, *Theoretical and Applied Economics*, 9, 5-16. и Cigna, G. P., Kobel, Y. & Sigheartau, A. (2016). *Corporate Governance in Transition Economies Bulgaria Country Report*. The European Bank for Reconstruction and Development.

## **ДЕО III**

# **УТИЦАЈ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА НА ОДЛУКЕ О ОПТИМАЛНОЈ СТРУКТУРИ КАПИТАЛА**

## 1. Теоријски ставови о односу корпоративног управљања и структуре капитала

Као одговор на корпоративне скандале са почетка 21. века, регулаторна тела САД-а и Велике Британије настојала су да путем измена различитих закона, кодова и правила унапреде корпоративно управљање и повећају ниво поверења јавности. Због свог далекосежног утицаја, посебно се истиче реформа коју је спровео амерички Конгрес променом правила Њујоршке Берзе и усвајање Закона о реформи рачуноводствене праксе из 2002. године, познатијег као Сарбејнс-Окслијев закон (*Sarbanes-Oxley Act* или *SOA*). *SOA* је донео значајне промене, како степена одговорности за састављање финансијских извештаја, тако и обима и природе одговорности ревизора, које могу имати утицај на доношење финансијских одлука.<sup>354</sup>

Избор оптималног односа дуг/сопствени капитал, односно структуре капитала која минимизира трошкове финансирања и смањује вероватноћу покретања стечаја, у литератури се истиче као пресудан за успех корпорације.<sup>355</sup> Имајући у виду да корпорацију карактерише раздвојеност контроле од власништва, присуство агенцијских конфликта између акционара и менаџера, акционара и поверилаца, као и већинских и мањинских акционара, детерминише корпоративно управљање, доношење финансијских одлука и вредност корпорације. Сматра се, да корпоративно управљање, уз помоћ стабилног система надзора и контроле, води повећању ефикасности и ефективности пословања корпорације и, на тај начин, доприноси усклађивању интереса различитих интересних страна и смањењу броја агенцијских конфликта.<sup>356</sup> Додатно, корпорације са ефикасним корпоративним управљањем обезбеђују већи степен транспарентности и смањен ризик од губитка због опортунитета менаџмента, што их чини пожељнијим за инвестирање и омогућава корпорацији приступ тржишту капитала по повољнијим условима. Сходно томе, одлуке о структури капитала и ефикасан систем корпоративног управљања имају фундаменталну улогу у процесу максимирања вредности корпорације.<sup>357</sup>

---

<sup>354</sup> Zhang, I. X. (2007). Economic Consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1), 74-115.

<sup>355</sup> Harris, M., & Raviv, A. (1991). оп. цит.

<sup>356</sup> Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). оп. цит.

<sup>357</sup> Bhagat, S. & Jefferis, R. (2002). *The Econometrics of Corporate Governance Studies*. The MIT Press, Cambridge, MA. p.71

## **1.1. Корпоративно управљање у контексту савремених теорија структуре капитала**

Савремене теорије структуре капитала у основи имају теорему Модилјанија и Милера (ММ) из 1958. године, у чијој је основи схватање да је, у условима одсуства тржишних несавршености, структура капитала ирелевантна за трошкове капитала и вредност корпорације. Заправо, ММ су обезбедили почетну тачку за савремено теоријско виђење проблематике избора оптималне структуре капитала, и фактора који могу пружити објашњење зашто су одлуке о начину финансирања битне. Уопштено говорећи постављене су две, на неки начин конкурентске, савремене теорије структуре капитала: компромисна теорија и теорија хијерархијског редоследа.<sup>358</sup> Упркос сличности у претпоставкама и закључку са теоријом хијерархијског редоследа, теорија доброг тајминга се може сматрати трећим савременим теоријским становиштем.

Имајући у виду закључке поменутих теорија структуре капитала, може се рећи да јединственог става по питању нивоа дуга у структури капитала који максимира вредност корпорације, још увек нема. Поред тога, нереално је очекивати да ће у будућности бити прецизиран ниво дуга у структури капитала који ће увек максимирати вредност корпорације, исто као и очекивати да се пронађе лек који може излечити све болести. Међутим, не може се оспорити да избор структуре капитала представља једну од виталних одлука у корпорацији, приликом чијег доношења треба увек имати на уму њену условљеност мноштвом различитих микро и макро фактора. Посебно се истиче корпоративно управљање због, може се рећи, специфичног односа са структуром капитала.

### ***1.1.1. Корпоративно управљање у контексту компромисне теорије структуре капитала***

Полазећи од закључка компромисне теорије, као најстарије савремене теорије структуре капитала, да се максимална тржишна вредност корпорације постиже у тачки или интервалу где постоји баланс између користи и трошкова дуга, тржишна вредност корпорације ( $V$ ) може бити представљена на следећи начин:

$$V = V_A + SVNPU - SVTS - SVAT \quad (2)$$

---

<sup>358</sup> Fama, F. E. & French, R. K. (2002). оп. цит.

где је:

$V_A$  – тржишна вредност корпорације која у структури капитала нема дуг,

$SVNPU$  – садашња вредност нето пореских уштеда,

$SVTS$  – садашња вредност трошкова стечаја и

$SVAT$  – садашња вредност агенцијских трошкова.

Имајући у виду Џенсеново и Меклингово<sup>359</sup> виђење агенцијских трошкова као збира агенцијских трошкова акцијског капитала и агенцијских трошкова дуга, израз (2) се може записати на следећи начин:

$$V = V_A + SVNPU - SVTS - (SVAT_A + SVAT_D) \quad (3)$$

где је:

$SVAT_A$  – садашња вредност агенцијских трошкова акцијског капитала и

$SVAT_D$  – садашња вредност агенцијских трошкова дуга.

Сходно томе, приликом постављања структуре капитала не треба само уважавати основне тржишне карактеристике, као што су опорезивање, трошкови стечаја и трошкови рефинансирања,<sup>360</sup> већ и озбиљност агенцијског проблема, нарочито зато што виђење оптималне структуре капитала није исто из угла акционара и из угла менаџера.<sup>361</sup> Заправо, у зависности од перформанси корпорације и притиска од стране тржишта корпоративне контроле, менаџери се могу определити за структуру капитала која је испод или изнад *ex ante* оптималног нивоа за акционаре.<sup>362</sup> О значају и јачини утицаја инструмената корпоративног управљања на структуру капитала говоре и резултати истраживања који указују да само претња непријатељског преузимања приморава менаџере да повећају дуг у структури капитала, али без одређења колико је таква структура капитала близу или далеко од структуре капитала коју акционари сматрају оптималном.<sup>363</sup> Додатно, Багат и

---

<sup>359</sup> Jensen, M.C. & Meckling, W. (1976). оп. цит.

<sup>360</sup> Fischer, E. O., Heinkel, R. & Zechner, J. (1989). Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests. *The Journal of Finance*, 44(1), 19-40.

<sup>361</sup> Novaes, W. & Zingales, L. (1995). Capital Structure Choice When Managers Are in Control: Entrenchment versus Efficiency. *NBER Working Paper 5384*.

<sup>362</sup> *Ex ante* оптимални ниво задужености (за акционаре) представља ниво задужености без уважавања различитог пореског третмана дуга и акцијског капитала, а уз уважавање ризика од финансијских неприлика.

<sup>363</sup> Harris, M. & Raviv, A. (1988). Corporate Control Contests and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), 55-86.

Џеферс указују на то да акционари настоје да максимирају вредност корпорације путем дисциплинујућих инструмената, приморавајући менаџере да бирају ниво дуга који максимира вредност корпорације.<sup>364</sup>

Дуг се све чешће помиње као ефикасан инструмент за дисциплиновање и мотивисање менаџера. Полазећи од хипотезе агенцијских трошкова, висок степен задужености ограничава и подстиче менаџере да више раде у интересу акционара, односно утиче на смањење агенцијских трошкова акцијског капитала и повећање вредности корпорације.<sup>365</sup> Сходно томе, у интеракцији са осталим инструментима корпоративног управљања, структура капитала би могла да заштити добро организован процес стварања вредности одређивањем начина на који ће касније бити извршена дистрибуција вредности.<sup>366</sup> Заправо, из угла агенцијских трошкова, присуство дуга у структури капитала не генерише само агенцијске трошкове дуга већ ствара и агенцијске користи дуга, па се према томе израз (3) може прилагодити на следећи начин:

$$V = V_A + SVNPU - SVTS - (SVAT_A + SVAT_D - SVAK_D) \quad (4)$$

где је:

$SVAK_D$  – садашња вредност користи дуга

Наиме, приликом доношења одлуке о структури капитала, менаџери праве компромис између пореских користи и укупних трошкова дуга, који укључују, не само трошкове стечаја, него и нето агенцијске трошкове, који представљају разлику укупних агенцијских трошкова и користи дуга (дисциплинујући ефекат дуга).

Моралек и остали истичу да агенцијски проблем и трошкови имају утицај првог реда на одлуке о структури капитала, чији се оптимум постиже при изједначавању маргиналних користи и трошкова дуга, који за менаџере и акционаре није на истом нивоу.<sup>367</sup> За објашњење оваквог става, истичу две категорије трошкова дуга: трошкове дуга на терет менаџера и трошкове дуга на терет акционара. Трошкови дуга на терет менаџера обухватају трошкове стечаја, трошкове рефинансирања и

---

<sup>364</sup> Bhagat, S. & Jefferis, R. (2002). оп. цит. pp. 73-74.

<sup>365</sup> Harris, M., & Raviv, A. (1991). оп. цит.

<sup>366</sup> Zhang, G. (1998). Ownership Concentration, Risk Aversion and the Effect of Financial Structure on Investment Decisions. *European Economics Review*, 42(9), 1751-1778.

<sup>367</sup> Morellec, E., Nikolov, B. & Schurhoff, N. (2012). Corporate Governance and Capital Structure Dynamics. *The Journal of Finance*, 67(3), 803-848.

дисциплинујући ефекат дуга, где половина ових трошкова потиче од дисциплинујућег ефекта дуга. Трошкови дуга на терет акционара обухватају трошкове стечаја и трошкове осигурања. Као посебну категорију, овим трошковима додају трошкове пословања субоптималном структуром капитала из перспективе акционара.

Поред тога, Моралек и остали праве разлику између бруто и нето користи дуга, где бруто користи обухватају пореске уштеде и дисциплинујући ефекат дуга, а нето користи обухватају нето користи за менаџере и нето користи за акционаре, које зависе од вредности њихових потраживања када је дуг присутан у структури капитала. За разлику од нето користи дуга за акционаре, нето користи дуга за менаџере, поред потраживања приликом расподеле нето добитка обухватају и њихове приватне користи. Они, такође, указују на то да вредност разлике бруто и нето користи дуга утичу на вредност трошкова дуга, односно уколико су бруто користи мање од нето користи дуга, вредност укупних трошкова дуга ће се повећати и обрнуто. Стога, израз (4) се може записати на следећи начин:

$$V = V_A + SVBK_D - SVNK_D - SVTD_A - SVTD_M - SVTSK_A \quad (5)$$

где је:

$SVBK_D$  – садашња вредност бруто користи дуга,

$SVNK_D$  – садашња вредност нето користи дуга,

$SVTD_A$  – садашња вредност трошкова дуга на терет акционара,

$SVTD_M$  – садашња вредност трошкова дуга на терет менаџера и

$SVTSK_A$  – садашња вредност трошкова субоптималне структуре капитала сходно виђењу акционара.

Имајући у виду овако модификован почетни израз (2) компромисне теорије, може се закључити да ефикасан систем инструмената корпоративног управљања заједно са дугом утиче на смањење приватних користи менаџера, а тиме и на смањење нето користи дуга за менаџере. Поред тога, систем инструмената корпоративног управљања доприноси смањењу трошкова субоптималне структуре капитала према виђењу акционара, јер подстиче менаџере да више користе дуг и постепено мењају структуру капитала, што са друге стране, доприноси расту бруто

користи дуга и вредности корпорације, наравно уз уважавање ризика од стечаја. Заправо, може се рећи из агенцијске перспективе, да је избор оптималне структуре капитала блиско повезан са ефикасношћу корпоративног управљања.<sup>368</sup>

У прилог објашњењу значаја корпоративног управљања из угла компромисне теорије структуре капитала, може послужити регресиони модел прилагођавања циљаној структури капитала, представљен формулом 6, који су дали Шајам-Сандер и Мајерс.<sup>369</sup> Они су пошли од тога да уколико корпорација има постављен циљани рацио дуга у структури капитала, менаџери би требало да теже таквој оптималној структури капитала. Међутим, због утицаја различитих фактора, ниво дуга често није на циљаном нивоу због чега је неопходно предузети одређене активности усмерене ка враћању на оптимални ниво. Уколико постоји стабилност у нивоу дуга за који је структура капитала оптимална, могло би се сагледати понашање менаџера приликом враћања структуре капитала на жељени оптимални ниво:

$$\Delta D_{it} = a + b_{TA}(D_{it}^* - D_{it-1}) + e_{it} \quad (6)$$

где је:

$D_{it}^*$  - циљани ниво дуга за предузеће  $i$  у времену  $t$  и

$b_{TA}$  – коефицијент циљаног прилагођавања.

У моделу се промене у нивоу дуга ( $\Delta D_{it}$ ) објашњавају одступањем тренутног нивоа дуга ( $D_{it-1}$ ) од циљаног. Вредност коефицијента циљаног прилагођавања указује на степен прилагођавања циљаном нивоу дуга у одређеном периоду (брзина прилагођавања) и може имати вредности између 0 и 1. Уколико је  $b_{TA} = 1$  тада је прилагођавање циљаном нивоу дуга у потпуности постигнуто, односно тренутна структура капитала одговара циљаној. Често се вредност коефицијента циљаног прилагођавања користи као репрезент трошкова прилагођавања циљаном нивоу дуга са којима се предузеће суочава.

Међутим, имајући у виду различито виђење оптималне структуре капитала од стране акционара и менаџера, са интензивирањем сукоба између њих, циљани ниво дуга у структури капитала се мења (смањује), односно интервал у ком би оптимална структура требало да се креће постаје шири и финансијска инерција менаџера

---

<sup>368</sup> Brown, P., Beekes, W. & Verhoeven, P. (2011). Corporate Governance, Accounting and Finance: A Review. *Accounting and Finance*, 51(1), 96–172.

<sup>369</sup> Shyam-Sunder, L. & Myers, S. C. (1999). оп. цит.



израженија.<sup>370</sup> Стога је за постизање оптимума у структури капитала неопходно функционисање ефикасног система инструмената корпоративног управљања који би утицао на смањење менаџерске финансијске инертности, јер избор субоптималне структуре капитала води расту трошкова капитала и смањењу вредности корпорације.

### ***1.1.2. Корпоративно управљање у контексту теорије хијерархијског редоследа***

За разлику од компромисне теорије, као њена алтернатива, теорија хијерархијског редоследа стоји на становишту да корпорације не теже постизању оптималне структуре капитала, већ преферирају одређене изворе више од других приликом доношења финансијских одлука, односно да менаџери имају изражену преференцију према одређеним (интерним) изворима финансирања и активну улогу приликом избора структуре капитала. Полазећи од модела теорије хијерархијског редоследа Франка и Гојала, као и Шајам-Сандера и Мајерса, промене у нивоу дуга у структури капитала могу се објаснити финансијским дефицитом, као разликом између нивоа инвестиција у стална и обртна средства и интерно генерисаних извора, што се може представити следећим изразом:<sup>371</sup>

$$DEF_{it} = DIV_{it} + I_{it} + \Delta W_{it} - C_{it} = \Delta D_{it} + \Delta E_{it} \quad (7)$$

где су:

$DEF_{it}$  = финансијски дефицит предузећа  $i$  у времену  $t$ ,

$DIV_{it}$  = исплате дивиденде предузећа  $i$  у времену  $t$ ,

$I_{it}$  = нето инвестиције у сталну имовину предузећа  $i$  у времену  $t$ ,

$\Delta W_{it}$  = промене у нето потребним обртним средствима предузећа  $i$  у времену  $t$ ,

$C_{it}$  = готовина генерисана након камате и пореза предузећа  $i$  у времену  $t$ ,

$\Delta D_{it}$  = нето промене нивоа дуга предузећа  $i$  у времену  $t$  и

$\Delta E_{it}$  = нето промене у нивоу акцијског капитала предузећа  $i$  у времену  $t$ ,

односно:

<sup>370</sup> Morellec, E., Nikolov, B. & Schurhoff, N. (2012). оп. цит.

<sup>371</sup> Shyam-Sunder, L. & Myers, S. C. (1999). и Frank, Z. M. & Goyal, K. V. (2003). оп. цит.

$$\Delta D_{it} = \alpha + \beta DEF_{it} + \varepsilon_i. \quad (8)$$

Детерминанте финансијског дефицита у моделу (7) су под директном ингеренцијом менаџмента или су последица њиховог деловања, што јасно упућује на њихову активну улогу приликом избора структуре капитала. Међутим, приликом доношења одлука и реализације поверених задатака, менаџери могу тежити повећању сопствених користи произашлих из контроле пословања корпорације, односно укопавању. Ефекат укопавања менаџера може се остварити на више начина; неки од њих су доношење субоптималних инвестиционих одлука и стратешки раст њихове гласачке моћи, што може имати утицај на избор извора финансирања.<sup>372</sup> Заправо, менаџери који су склони коришћењу ефекта укопавања, чешће бирају опортунистичке и ризичније инвестиције које нису у интересу акционара.<sup>373</sup> Агенцијски ризик који произлази из таквог понашања и могућност да тај ризик буде ублажен растом задужености, финансирање путем дуга чини бољом алтернативом у односу на финансирање путем емисије акција.<sup>374</sup>

Теорија хијерархијског редоследа у основи има претпоставку о неравнотежи у обиму и квалитету расположивих информација менаџера и акционара, односно претпоставку да менаџери имају на располагању више информација о ризику пословања и правој вредности корпорације у поређењу са акционарима, што може резултирати појавом агенцијског проблема. У таквим условима, корпорације преферирају дуг у односу на акцијски капитал, јер акционари, имајући у виду агенцијске трошкове, мање вреднују акције, што акцијски капитал чини мање атрактивним извором финансирања за корпорацију.<sup>375</sup>

Међутим, ефикасан система корпоративног управљања, који доводи до ублажавања агенцијског проблема услед ефекта укопавања менаџера и информационе асиметрије, може допринети промени хијерархије избора извора финансирања, односно може учинити да финансирање путем емисије акција постане атрактивно за корпорацију. Поред тога, висок квалитет корпоративног управљања обезбеђује и висок квалитет финансијског извештавања, што утиче на смањење

<sup>372</sup> Shleifer, A. & Vishny, R. (1989). Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123-139.

<sup>373</sup> Dittmar, A. & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate Governance and the Value of Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 83(3), 599-634.

<sup>374</sup> Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). оп. цит.

<sup>375</sup> Mande, V. Park, K. Y. & Son, M. (2012). Equity or Debt Financing: Does Good Corporate Governance Matter ? *Corporate Governance : An International Review*, 20(2), 195-211.

информационе асиметрије, трошкова мониторинга акционара, као и повећање њихове спремности да свој капитал инвестирају у корпорацију.<sup>376</sup> Према теорији хијерархијског редоследа, информациона асиметрија има мањи, готово занемарљив утицај на финансирање путем дуга, односно акцијски капитал је осетљивији на смањење информационе асиметрије у односу на дуг,<sup>377</sup> па највећу корист од имплементације ефикасног система корпоративног управљања имају акционари. Према томе, може се очекивати да корпорације које имају високо ефикасан систем корпоративног управљања, мање преферирају дуг у односу на акцијски капитал или су индиферентне према избору извора финансирања.

### ***1.1.3. Корпоративно управљање у контексту теорије доброг тајминга***

Иако су ставови теорије доброг тајминга исти као ставови теорије хијерархијског редоследа по питању оптималне структуре капитала и приоритетног третмана одређених извора финансирања (најскупљи извори се користе на самом крају), разлози за овакве ставове се разликују. Наиме, у основи теорије доброг тајминга су претпоставке о нерационалном понашању менаџера и акционара и схватање да су могућа повремена и привремена одступања цене акција од њихове суштинске вредности. Сходно томе, менаџери покушавају да открију када цене акција одступају од њихове суштинске вредности у циљу временског прилагођавања тржишној ситуацији што води доношењу одлуке о откупу или емисији акција, односно привремене флукуације у тржишној вредности корпорације воде трајним променама у структури капитала.<sup>378</sup>

Слично теорији хијерархијског редоследа, менаџмент има активну улогу приликом избора структуре капитала, а његово опортунистичко понашање се може редуковати ефикасним системом корпоративног управљања. Међутим, проблем је овде већи, јер се менаџери приликом одлучивања понашају ирационално, па се поставља питање да ли на такво понашање корпоративно управљање може утицати. Другим речима, да ли инструменти за ублажавање рационалног агенцијског проблема могу дати исти ефекат и на решавање ирационалног агенцијског проблема. Дејонг истиче да је улога корпоративног управљања врло ограничена у процесу

---

<sup>376</sup> Cohen, J., Krishnamoorthy, G. & Wright, A. (2004). The Corporate Governance Mosaic and Financial Reporting Quality. *Journal of Accounting Literature*, 23, 87-152.

<sup>377</sup> Fulghieri, P. & Lukin, D. (2001). Information Production, Dilution Costs and Optimal Security Design. *Journal of Financial Economics*, 61(1), 3-42.

<sup>378</sup> Baker, M. & Wurgler, J. (2002). оп. цит.

ублажавања ирационалног агенцијског проблема.<sup>379</sup> Заправо, због ирационалности менаџера, неки инструменти као што су правни оквир и структура власништва немају значајан утицај, док структура управљања и тржиште корпоративне контроле могу имати индиректан позитиван утицај на понашање менаџера. Међутим, без обзира на ограничен утицај, у условима примене неефикасног система корпоративног управљања, менаџери ће доносити одлуке и преузимати ризик, преваходно, према сопственој перцепцији и уверењу, што може имати негативан ефекат на вредност корпорације.

## 1.2. Корпоративно управљање и трошкови капитала

Пословање корпорације карактерише увек присутан агенцијски проблем, па се истиче да је циљ корпоративног управљања заштита интереса екстерних инвеститора – акционара и кредитора, од експропријације њихових права од стране менаџера или контролних акционара.<sup>380</sup> Заправо, сматра се да квалитетан систем корпоративног управљања може ублажити агенцијски проблем на релацији акционари-менаџери и ограничити експропријацију права мањинских акционара и, тако, утицати на повећање вредности корпорације.<sup>381</sup>

Сходно савременим схватањима избора структуре капитала, за компоновање структуре капитала је битно познавање цене сваког извора финансирања, како би се успоставио баланс између маргиналних трошкова и користи дуга, или изабрали најјефтинији извори финансирања и максимирала вредности корпорације. Како суштинска вредност корпорације, утврђена дисконтовањем будућих новчаних токова, расте само када корпорација инвестира капитал по стопама приноса већим од цене капитала, може се очекивати да са смањењем цене капитала расте вредност корпорације и обрнуто.<sup>382</sup>

Већина корпорација ангажује различите изворе финансирања, који имају различите захтеване стопе приноса од стране инвеститора због њихове различите перцепције ризика. Заправо, за конкретан извор финансирања, цена капитала зависи

---

<sup>379</sup> De Jong, A. (2009). Irrational Executive and Corporate Governance. *International Journal of Corporate Governance*, 1(3), 285-297.

<sup>380</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, W. R. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170.

<sup>381</sup> Pham, K. P., Suchard, J. & Yein, J. (2012). Corporate Governance and the Cost of Capital: Evidence from Australian Companies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(3), 84-93.

<sup>382</sup> Copeland, E. T., Koller, T. & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 3<sup>rd</sup> Edition, McKinsey & Company Inc. p. 157

од стопе приноса коју корпорација мора обезбедити за власника тог капитала, а тржишна вредност од стопе приноса који власник очекује да оствари. Како је стопа приноса коју корпорација мора обезбедити за власника капитала једнака стопи приноса коју тај власник очекује да оствари, тако се тржишна вредност хартије од вредности и цена капитала конкретног извора финансирања могу посматрати као две стране исте медаље (Слика 7).<sup>383</sup>



**Слика 7: Међузависност тржишне вредности и цене капитала**

Извор: Станчић, П (2006). *Савремено управљање финансијама предузећа*. Економски факултет Универзитета у Крагујевцу, Крагујевац, стр. 202.

У релевантној литератури се обично претпоставља да ефикасно корпоративно управљање доприноси унапређењу пословних перформанси и смањењу цене капитала, а самим тим повећању вредности корпорације.<sup>384</sup> Другим речима, квалитетно корпоративно управљање води смањењу пословног ризика корпорације и премије за ризик власника капитала, а самим тим ниже трошкове појединачних извора капитала и ниже укупне трошкове капитала. Додатно, истиче се да „ефикасан систем корпоративног управљања, имплементиран на нивоу корпорације и широм целокупне економије једне земље, помаже да се обезбеди степен поверења који је

<sup>383</sup> Arnold, G. (2012). *Corporate Financial Management*. 5<sup>th</sup> edition, Pearson p. 693

<sup>384</sup> Donker, H. & Yahir, S. (2008). Towards an Impartial and Effective Corporate Governance Rating System. *Corporate Governance*, 8(1), 83-93.

неопходан за правилно функционисање тржишне економије; с тим у вези ће трошкови капитала бити нижи, а корпорације подстакнуте да средства користе што ефикасније“.<sup>385</sup> Заправо, сматра се да квалитетно корпоративно управљање може позитивно утицати на вредност корпорације на два начина:<sup>386</sup>

- повећањем очекиваног слободног новчаног тока, јер квалитетно корпоративно управљање може довести до усаглашавања различитих интереса, смањења нивоа приватних користи које могу остварити менаџери или контролни акционари на штету осталих стејкхолдера, као и повећања могућности за раст
- смањењем трошкова капитала, јер квалитетно корпоративно управљање може смањити ризик информационе асиметрије и експропријацију имовине акционара/мањинских акционара од стране менаџера и контролних акционара.

Хејл и Лојз истичу да се квалитет корпоративног управљања може одразити на висину премије за ризик.<sup>387</sup> Тако би од две корпорације у свему једнаке осим у квалитету корпоративног управљања, а стога и у степену ризика пословања, корпорација са бољим корпоративним управљањем и мањим ризиком требало да има ниже трошкове капитала и већу вредност. Поред тога, истичу да ефикасно корпоративно управљање, у смислу високе транспарентности и бољег обелодањивања, доприноси смањењу информационе асиметрије и неизвесности остварења будућег новчаног тока.

Инструменти корпоративног управљања могу утицати на смањење трошкова акцијског капитала на више начина. Ефикасан систем инструмената корпоративног управљања може допринети смањењу трошкова мониторинга од стране акционара и смањењу захтеване стопе приноса, јер је раст трошкова мониторинга компензован растом захтеване стопе приноса.<sup>388</sup> Поред тога, системом инструмената корпоративног управљања може се ограничити опортунистичко инсајдерско трговање<sup>389</sup> и смањити информациону асиметрија што последично води мањим

---

<sup>385</sup> OECD (2004). оп. цит. стр. 11.

<sup>386</sup> Zhu, F. (2014). Corporate Governance and the Cost of Capital: An International Study. *International Review of Finance*, 14(3), 393-429.

<sup>387</sup> Hail, L. & Leuz, C. (2006). International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter? *Journal of Accounting Research*, 44(3), 485-531.

<sup>388</sup> Pham, K. P., Suchard, J. & Yein, J. (2012). оп. цит.

<sup>389</sup> Опортунистичка инсајдерска трговина подразумевала би ситуацију када би, на пример, менаџери или контролни акционари, на основу поверљивих информација о пословању корпорације (на основу приватних информација о томе да ли се очекује раст или пад вредности акција и обвезница у наредном периоду) вршили куповину или продају акција и обвезница.

трошковима акцијског капитала.<sup>390</sup> Додатно, имајући у виду хипотезу о инверзном односу тржишних услова пословања и опортунистичког понашања менаџера или контролних акционара, лошији тржишни услови водиће повећању степена експропријације имовине акционара/мањинских акционара. Оваква ситуација може довести до повећања систематског и несистематског ризика корпорације који ће бити праћен растом захтеване стопе приноса од стране акционара. С тим у вези, ефикасан систем инструмената корпоративног управљања, у мери у којој може обесхрабрити експропријацију имовине акционара/мањинских акционара од стране менаџера или контролних акционара, доприноси ублажавању инверзног односа између степена експропријације и тржишних услова и, самим тим, смањењу захтеване стопе приноса од стране акционара.<sup>391</sup>

Ешбах-Скајф и остали су на узорку корпорација из САД-а у периоду од 1996. до 2002. године испитивали условљеност трошкова акцијског капитала различитим карактеристикама корпоративног управљања.<sup>392</sup> Открили су да квалитет финансијских информација, власничка структура, заштита права акционара и структура управљања одређују трошкове акцијског капитала, односно да јак систем корпоративног управљања има негативан утицај на трошкове акцијског капитала. Дервол и Вервијмерен су на узорку од 3.800 корпорација из САД-а открили да квалитетно корпоративно управљање условљава нижи систематски и несистематски ризик и ниже трошкове акцијског капитала.<sup>393</sup>

Мацота и Велтри су утврдили да управни одбори италијанских корпорација имају значајан утицај на ублажавање агенцијског проблема и информационе асиметрије између већинских и мањинских акционара, као и да корпорације које имплементирају ефикасан систем корпоративног управљања имају за 5% ниже трошкове акцијског капитала у односу на корпорације са неефикасним системом корпоративног управљања.<sup>394</sup> Закључак да квалитетније корпоративно управљање води нижим трошковима акцијског капитала такође је изведен и на основу резултата

---

<sup>390</sup> Easley, D. & O'Hara, M. (2004). Information and Cost of Capital. *Journal of Finance*, 59(4), 1553-1583.

<sup>391</sup> Chen, C. W. K., Chen, Z. & Wei, K. C. J. (2009). Legal Protection of Investors, Corporate Governance and the Cost of Equity Capital. *Journal of Corporate Governance*, 15(3), 273-289.

<sup>392</sup> Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W. & LaFond, R. (2004). Corporate Governance and the Cost of Equity Capital. *Working Paper*. University of Wisconsin, University of Iowa and MIT.

<sup>393</sup> Derwall, J. & Verwijmeren, P. (2007). Corporate Governance and the Cost of Equity Capital: Evidence from GMI's Governance Rating. *European Centre for Corporate Engagement (ECCE) Research Note 06-01*.

<sup>394</sup> Mazzotta, R. & Veltri, S. (2014). The Relationship Between Corporate Governance and the Cost of Equity Capital: Evidence from the Italian Stock Exchange. *Journal of Management and Governance*, 18(2), 419-448.

истраживања на узорку корпорација из Шпаније.<sup>395</sup> При томе, истакнуто је да агенцијски ризик у вези са квалитетом корпоративног управљања не може да буде диверсификован, па акционари код корпорација са неквалитетним корпоративним управљањем не само да очекују нижи будући новчани ток, већ га и дисконтују по вишој захтеваној стопи приноса.

Резултати истраживања на узорку корпорација из Кореје указују да је добра пракса корпоративног управљања негативно повезана са трошковима акцијског капитала.<sup>396</sup> Додатно, заштита права акционара истиче се као карактеристика праксе корпоративног управљања која има најзначајнији утицај на смањење трошкова акцијског капитала, с тим да управни одбор и политике обелодањивања, такође, имају значајан утицај. Сличан закључак изводе Чен и остали, јер резултати њиховог истраживања указују да акционари вреднују више корпорације са бољим корпоративним управљањем тј. будуће новчане токове дисконтују по нижој стопи.<sup>397</sup> При томе, у земљама у развоју, које карактерише слаба правна заштита инвеститора, корпорације које желе да смање трошкове акцијског капитала треба да посебно поведу пажњу о инструментима корпоративног управљања.

Код трошкова дуга, често се поставља питање колико је важан квалитет корпоративног управљања за повериоце, будући да они могу директно преко уговорних одредби и заштитних клаузула ограниче опортунистичко деловање менаџера. Заправо, сматра се да је ефекат корпоративног управљања мање директан код заштите интереса поверилаца због директних заштитних клаузула.<sup>398</sup> У литератури се истиче да ефекти корпоративног управљања на трошкове дуга посебно долазе до изражаја у ситуацији када су агенцијски трошкова дуга јако висока и када се корпорација налази пред стечајем.<sup>399</sup> Заправо, повериоци знају да вреднују квалитет корпоративног управљања, јер из њихове перспективе, квалитетно

---

<sup>395</sup> Reverte, C. (2009). Do Better Governed Firm Enjoy a Lower Cost of Equity Capital? Evidence from Spanish Firms. *Corporate Governance*, 9(2), 133-145.

<sup>396</sup> Byun, H. Kwak, S. & Hwang, L. (2008). The Implied Cost of Equity Capital and Corporate Governance Practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 37(1), 139-184.

<sup>397</sup> Chen, C. W. K., Wei, K. C. J. & Chen, Z. (2003). Disclosure, Corporate Governance and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Markets. *Unpublished working paper*, Hong Kong University of Science and Technology, Available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.422000>

<sup>398</sup> Bhojraj, S. & Sengupta, P. (2003). Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and the Outside Directors. *The Journal of Business*, 76(3), 455-475.

<sup>399</sup> Tran, H. D. (2014). Multiple Corporate Governance Attributes and the Cost of Capital – Evidence from Germany. *The British Accounting Review*, 46(2), 179-197.



корпоративно управљање може утицати на смањење агенцијских трошкова дуга и смањење каматне стопе на више начина.<sup>400</sup>

- имплементација јаког система корпоративног управљања може умањити вероватноћу да ће се корпорација суочити са финансијским неприликама, подстичући менаџере да ефикасно и ефективно располажу имовином корпорације,
- кредибилитет рачуноводствених информација на бази којих кредитори могу проценити квалитет пословања корпорације може значајно бити побољшан у условима примене ефикасног система корпоративног управљања и
- квалитетно корпоративно управљање може допринети ублажавању проблема информационе асиметрије између корпорације и кредитора.

Емпиријски је више пута тестирана претпоставка о негативној корелацији квалитета корпоративног управљања и захтеване премије за ризик поверилаца. Андерсен и остали износе доказе да су власници обвезница спремни да смање захтевану премију за ризик за корпорације са ефективним мониторингом од стране управног одбора и одбора за ревизију, јер се тако повећава интегритет рачуноводственог обелодањивања корпорације.<sup>401</sup> Потврду да је јачи степен надгледања менаџмента од стране управног одбора повезан са високим кредитним рејтингом и нижим трошковима дуга, дали су Ешбах-Скајф и остали на узорку корпорација из САД-а.<sup>402</sup> Они су истакли да је кредитни рејтинг корпорације негативно повезан са бројем блокхолдера и степеном моћи генералног директора, а позитивно повезан са степеном финансијске транспарентности, заштитом права акционара у погледу одбране од преузимања, свеопштом независношћу и стручношћу управног одбора.

На узорку корпорација које су се у периоду од 1987. до 1991. године нашле у извештају Фондације за финансијско рачуноводство (*Financial Accounting Foundation - FAF*), Сенгупта је уочио да корпорације са високим квалитетом обелодањивања имају ниже ефективне каматне стопе приликом емисије обвезница, што је објаснио чињеницом да политика благовременог и детаљног обелодањивања смањује

---

<sup>400</sup> Brown, P., Beekes, W. & Verhoeven, P. (2011). оп. цит.

<sup>401</sup> Anderson, C. R., Mansi, A. S. & Reeb, M. D. (2004). Board Characteristics, Accounting Reporting Integrity and the Cost of Debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315-342.

<sup>402</sup> Ashbaugh-Skaife, H. Collins, W. D. & LaFond, R. (2006). The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Rating. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1), 203-243.

перцепцију поверилаца о ризику од неизвршења обавеза.<sup>403</sup> Блом и остали су на узорку од 300 европских корпорација открили да корпорације са јаким системом корпоративног управљања имају за 1,4% ниже трошкове дуга у односу на корпорације са slabим системом корпоративног управљања.<sup>404</sup> Код француских корпорација је уочено да квалитет корпоративног управљања и ревизије имају значајан ефекат на смањење трошкова дуга.<sup>405</sup> Наиме, степен надзора менаџера од стране управног одбора заједно са степеном независности управног одбора и институционалном заштитом инвеститора, значајно утичу на редукцију трошкова дуга.

У бразилским корпорацијама је ефикасније корпоративно управљање повезано са нижим трошковима дуга и већим уделом дуга у структури капитала.<sup>406</sup> Слично, у јужнокорејским корпорацијама је унапређење праксе корпоративног управљања повезано са смањењем ризика неизмирења обавеза и трошкова дуга.<sup>407</sup> У Јужној Кореји је, такође, потврђено да политика дивиденде, заштита интереса акционара и ревизорски одбор, као карактеристике праксе корпоративног управљања, имају значајну улогу у смањењу трошкова дуга.

Имајући у виду горе наведено, може се рећи да корпоративно управљање има значајан утицај на смањење трошкова акцијског капитала и дуга. Овај утицај може бити различитог интензитета због разлике у квалитету корпоративног управљања на нивоу корпорације и заштите инвеститора на нивоу земље. Наиме, уочено је да квалитетно корпоративно управљање и јака заштита инвеститора на нивоу земље служе као допуна једно другом у утицају на трошкове акцијског капитала, односно слаба заштита инвеститора на нивоу земље може умањити ефикасност корпоративног управљања у смањењу премије за ризик акционара.<sup>408</sup> Када су у питању трошкови дуга, уочено је да квалитетно корпоративно управљање утиче на

---

<sup>403</sup> Sengupta, P. (1998). Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The Accounting Review*, 73(4), 459-474.

<sup>404</sup> Blom, J. & Schauten, B. J. M. (2006). Corporate Governance and the Cost of Debt. *Unpublished Working Paper*, Rotterdam: Erasmus University and ABN-Amro Bank, Available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.933615>

<sup>405</sup> Piot, C. & Missonier-Piera, F. (2007). Corporate Governance, Audit Quality and the Cost of Debt Financing of French Listed Firms. *Social Science Research Network*, Available at <http://ssrn.com/abstract=960681>.

<sup>406</sup> Funchal, B., Galdi, C. F. & Lopes, B. A. (2008). Interaction Between Corporate Governance, Bankruptcy Law and Firms' Debt Financing: The Brazilian Case. *Brazilian Administration Review*, 5(3), 245-259.

<sup>407</sup> Byun, H. Y. (2007). The Cost of Debt Capital and Corporate Governance Practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 36(5), 765-806.

<sup>408</sup> Zhu, F. (2014). оп. цит.

смањење трошкова дуга у земљама са слабом заштитом инвеститора, али не и у земљама са јаким правним системом, квалитетном праксом обелодањивања и супериорним квалитетом функционисања владе.

Теоријски ставови и резултати емпиријских студија сугеришу да корпорације са квалитетним системом корпоративног управљања имају нижи процењени ризик пословања па могу остварити приступ различитим изворима финансирања по нижим трошковима. Из угла акционара, низак ризик пословања корпорације одразиће се на дисконтну стопу коју ће они применити приликом дисконтовања будућих новчаних токова, па ће корпорација имати на располагању акцијски капитал по нижој цени. Такође, ако корпоративно управљање допринесе смањењу ризика неизмирења обавеза и стечаја корпорације, повериоци ће бити спремни да смање захтевану премију за ризик па ће корпорација имати на располагању јефтиније финансирање путем дуга.

## **2. Модераторска улога корпоративног управљања**

С обзиром на то да је процес одлучивања у надлежности менаџмента и да агенцијски проблем уобичајено расте са менаџерском тенденцијом да приликом доношења одлука занемаре интересе акционара и дају приоритет сопственим интересима, корпоративно управљање представља значајан фактор у процесу минимизирања агенцијског проблема, оптимизације структуре капитала и максимирања вредности корпорације. Већ је истакнуто да корпоративно управљање може допринети повећању вредности корпорације смањењем трошкова капитала. У том контексту, за боље разумевање односа структуре капитала и вредности корпорације, неопходно је анализирати однос корпоративног управљања и структуре капитала, као и модераторску улогу корпоративног управљања у испољавању утицаја структуре капитала на вредност корпорације.

## 2.1. Општи модел модераторске улоге корпоративног управљања

Ако се пође од ставова теорија структуре капитала и емпиријских студија о примењивости теоријских хипотеза у реалности, може се закључити да ниво дуга у структури капитала расте у следећим ситуацијама:<sup>409</sup>

- корпорација има високу вредност опорезивог добитка, а ниске агенцијске трошкове;
- недостају могућности за раст корпорације и/или корпорација има на располагању значајан износ слободног новчаног тока;
- профитабилност корпорације је висока, а амбијент пословања карактерише смањена информациона асиметрија;
- корпорација послује у амбијенту који карактерише јак институционални оквир и
- репутација корпорације на тржишту је јака.

При том, уколико дође до промене висине агенцијских трошкова, могућности за раст корпорације, износа расположивог новчаног тока, степена информационе асиметрије, ефикасности институционалног оквира и репутације корпорације на тржишту, ефикасност система корпоративног управљања може имати импликације на ниво дуга у структури капитала. Другим речима, одлуке о структури капитала треба схватити као резултат активног процеса одлучивања који је у надлежности менаџмента, а не као резултат *ex-post* анализе.<sup>410</sup>

Зингалес истиче да репутација корпорације није само функција претходног понашања менаџера него и система који трансформише такво понашање у јавно доступне информације.<sup>411</sup> Наиме, уколико корпорација која послује у условима високог ризика опортунистичког понашања менаџера имплементира квалитетан систем корпоративног управљања, ефикасност и поузданост корпорације расте, што утиче на раст поверења инвеститора и тржишне репутације. Другим речима, у таквим условима се капитал може прибавити лакше и по повољнијим условима, чиме се подржава процес стварања вредности. Заправо, корпоративно управљање може имати ограничавајуће-балансирајућу улогу на релацији структура капитала-

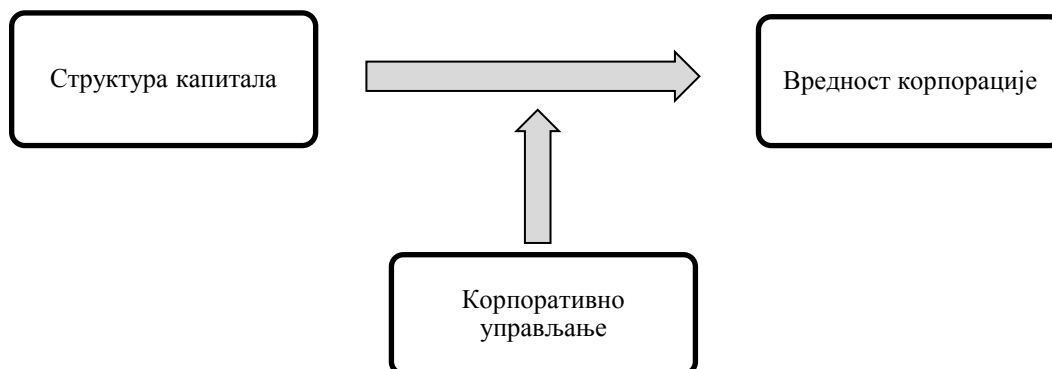
---

<sup>409</sup> Harris, M. & Raviv, A. (1991). оп. цит.

<sup>410</sup> La Rocca, M. (2007). The Influence of Corporate Governance on the Relation Between Capital Structure and Value. *Corporate Governance*, 7(3), 312-325.

<sup>411</sup> Zingales, L. (2000). In Search of New Foundations. *The Journal of Finance*, 54(4), 1623-1653.

вредност корпорације,<sup>412</sup> односно корпоративно управљање се може посматрати као модераторска варијабла (Слика 8).



**Слика 8: Корпоративно управљање као модератор односа структуре капитала и вредности корпорације – концептуални приказ**

Испитивање модераторског ефекта подразумева анализу треће варијабле која делује као контролни фактор утицаја једне варијабле на другу.<sup>413</sup> Најчешће се спроводи када је однос две варијабле или утицај једне варијабле на другу неконзистентан.<sup>414</sup> Модераторска варијабла, у суштини, представља квалитативну или квантитативну варијаблу која утиче на смер и/или снагу односа независне и зависне варијабле.<sup>415</sup> Другим речима, то је варијабла која кроз интеракцију са независном варијаблом утиче на њен однос са зависном варијаблом. Модераторски ефекат се често назива и интеракцијски ефекат, иако се теоријски ови ефекти разликују због тога што се интеракцијски ефекат остварује када се трећа варијабла налази у интеракцији са односом између зависне и независне варијабле.<sup>416</sup>

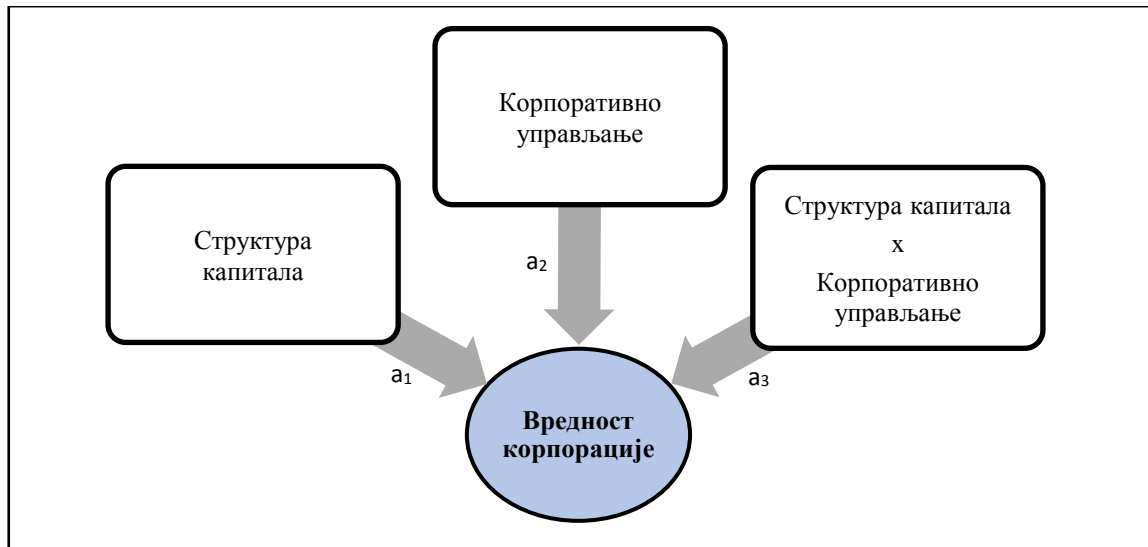
<sup>412</sup> Heinrich, P. R. (2000). Complementarities in Corporate Governance: Ownership Concentration, Capital Structure, Monitoring and Pecuniary Incentives. *Working Paper No. 968*, Kiel Institute of World Economics, Kiel; Bhagat, S. & Jefferis, R. (2002). оп. цит. pp.76-82; Mahrt-Smith, J. (2005). The Interaction of Capital Structure and Ownership Structure. *Journal of Business*, 78(3), 787-816.; Berger, N. A. & Bonaccorsi di Patti, E. (2006). Capital Structure and Firm Performance: A New Approach To Testing Agency Theory and an Application To the Banking Industry. *Journal of Banking and Finance*, 30(4), 1065-1102. и La Rocca, M. (2007). оп. цит.

<sup>413</sup> Horwood, J. C. (2007). Moderation and Mediation in Structural Equation Modeling: Applications for Early Intervention Research. *Journal of Early Intervention*, 29(3), 262-272.

<sup>414</sup> Baron, M. R. & Kenny, A. D. (1986). The Moderator-Mediator Variable Distinction Is Social Psychological Research: Conceptual, Strategic and Statistical Considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173-1182.

<sup>415</sup> Ибид.

<sup>416</sup> MacKinnon, P. D. (2011). Integrating Mediators and Moderators in Research Design. *Research on Social Work Practice*, 21(6), 675-681.



**Слика 9: Модел модераторског ефекта корпоративног управљања**

Тестирање модераторског ефекта корпоративног управљања подразумева постављање статистичког модела (Слика 9) са иницијалном независном варијаблом – структура капитала, модераторском варијаблом – корпоративно управљање и конструисаном додатном независном варијаблом - производ структура капитала и корпоративног управљања. За тестирање модераторског ефекта може се користи вишеструка или хијерархијска регресиона анализа, при чему је пожељно да не постоји проблем мултиколинearности. Међутим, у случајевима када мултиколинearност постоји, потребно је центрирати варијабле, односно од њихове аритметичке средине одузети оригиналне податке пре отпочињања регресионе анализе. Путем конструисања додатне независне варијабле омогућава се тестирање модераторског ефекта, па модераторску хипотезу не треба одбацити уколико је интеракција  $a_3$  статистички значајна и имплицира да корпоративно управљање детерминише природу и јачину утицаја структуре капитала на вредност корпорације.

## **2.2. Структура капитала и структура власништва**

Генерално посматрано, корпорацији за финансирање инвестиционих алтернатива на располагању стоје три извора: интерно генерисани, дуг и акцијски капитал. Избор неке комбинација ова три извора финансирања од стране менаџмента осликава не само структуру капитала, него и структуру власништва. Стога је повезаност структуре капитала и структуре власништва неминовна. У даљем разматрању овог односа акцента је стављен на две кључне карактеристике структуре власништва – степен концентрације власништва и тип већинског власника.

### 2.2.1. Структура капитала и степен концентрације власништва

Акционари као власници могу активно учествовати у надгледању активности менаџера, с тим да је ниво до ког могу бити укључени у надгледање и надзор директно пропорционалан њиховом уделу у акцијском капиталу.<sup>417</sup> Тако, дистрибуција власништва између различитих акционара може утицати на јачање менаџерског опортунитета, што даље може имати импликације на крајње менаџерско понашање и корпоративне перформансе.<sup>418</sup> Другим речима, менаџерска слобода одлучивања и концентрација власништва се налазе у негативној корелацији.<sup>419</sup>

Сходно хипотези да се менаџери приликом доношења одлука руководе сопственим интересима, може се закључити да менаџерске побуде и слобода одлучивања могу имати негативан утицај на одлуке о структури капитала. Међутим, менаџерски опортунитет може бити под утицајем структуре власништва, тако да дистрибуција власништва може бити повезана са структуром капитала.<sup>420</sup> У том контексту, може се претпоставити да крупни, а посебно контролни акционари, имају огроман утицај на менаџерско понашање и на избор структуре капитала. Бреилсфорд и остали истичу да уколико блокхолдери врше активни мониторинг над радом менаџера, менаџери неће моћи да прилагоде ниво дуга у структури капитала сопственим интересима (нижем степену задужености у односу на виђење блокхолдера), као што би то могли учинити да не постоје такви инвеститори.<sup>421</sup> То је у складу са хипотезом активног мониторинга према којој присуство блокхолдера утиче на смањење менаџерског опортунитета.<sup>422</sup> Сходно томе, менаџери корпорација са високим степеном концентрације власништва ће бити приморани од стране блокхолдера да повећају ниво дуга у структури капитала на ниво који је у складу са њиховим интересима.<sup>423</sup>

---

<sup>417</sup> Grossman, S. J. & Hart, O. D. (1982). Corporate Financial Structure and Managerial Incentives. McCall, J. J. (ed.) *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago press, 107-140. и Thomsen, S. & Pedersen, T. (2000). Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.

<sup>418</sup> Putterman, L. (1993). Ownership and the Nature of the Firm. *Journal of Comparative Economics*, 17(2), 243-263.

<sup>419</sup> Gedajlovic, R. E. & Shapiro, D. (1998). оп. цит.

<sup>420</sup> Shleifer, A. & Vishny, R. (1986). оп. цит.

<sup>421</sup> Brailsford, J. T., Oliver, R. B. & Pua, L. H. S. (2002). On the Relationship Between Ownership Structure and Capital Structure. *Accounting and Finance*, 42(1), 1-26.

<sup>422</sup> Shleifer, A. & Vishny, R. (1986). оп. цит.

<sup>423</sup> Morellec, E., Nikolov, B. & Schurhoff, N. (2012). оп. цит.

Међутим, могуће је очекивати и инверзан однос концентрације власништва и нивоа дуга. Наиме, како блокхолдери имају изражену гласачку моћ и мотивацију да прате и дисциплинују менаџере, тако могу утицати на то да се смени неефикасан и лош менаџмент.<sup>424</sup> Поред тога, присуство крупних акционара може послужити као сигнал за остале екстерне инвеститоре да је проблем менаџерског опортунизма ублажен, па корпорације са високим степеном концентрације можда неће имати висок степен задужености.<sup>425</sup>

Већина емпиријских истраживања потврђује позитивну везу концентрације власништва и степена задужености. Тако је позитивна веза потврђена истраживањима на узорцима предузећа из базе COMPUSTAT,<sup>426</sup> Аустралије,<sup>427</sup> САД-е,<sup>428</sup> Кине<sup>429</sup> и Индије.<sup>430</sup> Ипак, иако су ређа, резултати неких истраживања спроведених у Малезији<sup>431</sup> и дванаест западноевропских земаља<sup>432</sup> откривају негативну везу ове две варијабле.

### **2.2.2. Структура капитала и тип већинског власника**

Поред степена концентрације, за потпуније сагледавање односа структуре капитала и структуре власништва значајно је размотрити утицај типа власника. Како раст нивоа дуга прати раст ризика од финансијских неприлика, тако су менаџери вођени сопственим интересима склони да ниво дуга држе на нивоу који је испод оптималног, јер у случају да се корпорација суочи са финансијским неприликама може доћи до смањења или укидања бонуса и осталих привилегија менаџерима, а у неким случајевима и до смене менаџмента. Учешће менаџера у власништву корпорације (инсајдерско власништво) може бити подстицај за менаџере да изаберу оптималну структуру капитала. Заправо, у оваквој ситуацији, менаџери се могу

---

<sup>424</sup> Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). оп. цит.

<sup>425</sup> Wiwattanakantang, Y. (1999). An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7(3-4), 371-403.

<sup>426</sup> Merhan, H. (1992). Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(4), 539-560.

<sup>427</sup> Brailsford, J. T., Oliver, R. B. & Pua, L. H. S. (2002). оп. цит.

<sup>428</sup> Fosberg, R. H. (2004). Agency Problem and Debt Financing: Leadership Structure Effects. *Corporate Governance*, 4(1), 31-38.

<sup>429</sup> Zuoping, X. (2009). Large Shareholders, Legal Institution and Capital Structure Decision: Empirical Evidence from Chinese Listed Companies. *Nankai Business Review International*, 1(1), 59-86.

<sup>430</sup> Ganguli, S. K. (2013). Capital Structure – Does Ownership Structure Matter? Theory and Indian Evidence. *Studies in Economics and Finance*, 30(1), 56-72.

<sup>431</sup> Suto, M. (2003). Capital Structure and Investment Behavior of Malaysian Firms in the 1990s: A Study of Corporate Governance Before the Crisis. *Corporate Governance: An International Review*, 11(1), 25-39.

<sup>432</sup> Santos, M. S. Moreira, A. C. & Vieira, E. S. (2014). Ownership Concentration, Contestability, Family Firms and Capital Structure. *Journal of Management and Governance*, 18(3), 1063-1107.



суочити са губитком богатства, као и остали акционари, уколико ангажују дуг на нивоу који је испод оптималног.<sup>433</sup> Као образложење позитивног утицаја инсајдерског власништва на структуру капитала истиче се јачање контроле, будући да се она задржава у рукама менаџера и расте са растом њиховог удела у акцијском капиталу, што им обезбеђује дискреционо право у доношењу одлука и остварењу приватних користи.<sup>434</sup> С тим у вези, менаџери могу користити дуг као средство за додатно јачање контроле и одбрану од преузимања.<sup>435</sup>

Ким и Соренсен су открили да корпорације са високим уделом инсајдерског власништва имају већи ниво дуга него оне са ниским уделом инсајдерског власништва.<sup>436</sup> Они истичу да менаџери тако желе да задрже контролу над корпорацијом, избегну агенцијске трошкове акцијског капитала и редукују агенцијске трошкове дуга, јер повериоци преферирају позајмљивање корпорацијама са израженим инсајдерским власништвом. Студије спроведене у САД-у подржавају аргумент да са растом инсајдерског власништва менаџери имају подстицај да више користе дуг како би повећали вредност корпорације и своје богатство.<sup>437</sup> Позитивну везу између нивоа дуга и инсајдерског власништва потврдили су резултати студија спроведених на узорцима корпорација из Тајланда<sup>438</sup> и Гане.<sup>439</sup>

Са друге стране, постоје емпиријски докази који говоре у прилог инверзне везе између инсајдерског власништва и структуре капитала, јер је уочено да са растом инсајдерског власништва расте број заштитних клаузула поверилаца који више нису сигурни када су менаџери приликом доношења одлука вођени сопственим интересима, а када интересима акционара.<sup>440</sup> Због тога висок ниво инсајдерског власништва може водити нижем нивоу дуга како би се избегао раст финансијских трошкова и смањено ризик стечаја. Френд и Ланг су пружили доказе да ниво дуга у структури капитала опада са растом инсајдерског власништва, што објашњавају

---

<sup>433</sup> Abor, G. (2008). Agency Theoretic Determinants of Debt Levels: Evidence from Ghana. *Review of Accounting and Finance*, 7(2), 183-192.

<sup>434</sup> Kim, W. S. & Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(2), 131-144.

<sup>435</sup> Harris, M. & Raviv, A. (1988). оп. цит.

<sup>436</sup> Kim, W. S. & Sorensen, E. H. (1986). оп. цит.

<sup>437</sup> Merhan, H. (1992). оп. цит. и Berger, P. G., Ofek, E. & Yermack, D. L. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438.

<sup>438</sup> Wiwattanakantang, Y. (1999). оп. цит.

<sup>439</sup> Abor, G. (2008). оп. цит.

<sup>440</sup> Begley, J. & Feltham, G. A. (1999). An Empirical Examination of the Relation Between Debt Contracts and Management Incentives. *Journal of Accounting and Economics*, 27(2), 229-259.

менаџерском аверзијом према ризику финансијских неприлика.<sup>441</sup> Поред позитивне и негативне везе, уочена је нелинеарна веза између инсајдерског власништва и структуре капитала.<sup>442</sup> Наиме, када је ниво инасајдерског власништва на ниском нивоу преовлађује ефекат конвергенције интереса менаџера и акционара, што води расту дуга у структури капитала. Међутим, када ниво инсајдерског власништва достигне одређени ниво (49% у капиталу) постоји потенцијал за раст менаџерског опортунитета који је повезан са смањењем нивоа дуга у структури капитала.

У ситуацији када се држава појављује као већински власник, може се очекивати да корпорација има приступ различитим изворима финансирања и значајне могућности да прибави позајмљени капитал по повољним условима, јер је због гаранције државе ризик од стечаја корпорације смањен.<sup>443</sup> Код таквих корпорација, менаџери су мотивисани да више користе дуг, јер не морају да брину о губитку посла и ризику од финансијских неприлика уколико не остваре позитивни резултат. Поред тога, корпорације чији се велики број акција налази у рукама државе, преферирају дуг како би се избегло разводњавање власништва и очувала контрола над корпорацијом. Додатно, због раздвојености гласачких права и права на слободни новчани ток акција у државном власништву,<sup>444</sup> као и велике дисперзије власништва, агенцијски проблем између акционара и менаџера може бити значајан, а дуг се може појавити као инструмент за редукацију агенцијских трошкова акцијског капитала.<sup>445</sup>

Позитивну везу државног власништва и структуре капитала потврђују резултати истраживања на узорцима корпорација из Кине. Наиме, корпорације у већинском државном власништву, због меких буџетских ограничења и „спасилачких“ средстава владе, имају повољан приступ различитим облицима позајмљеног капитала и могу смањити агенцијске трошкове акцијског капитала повећањем степена задужености.<sup>446</sup> Резултати студије спроведене на узорку корпорација из Русије од 2000. до 2004. године, такође, потврђују позитивну везу, што се објашњава

---

<sup>441</sup> Friend, I & Lang, L. (1988). An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. *Journal of Finance*, 43(2), 271-281.

<sup>442</sup> Brailsford, J. T., Oliver, R. B. & Pua, L. H. S. (2002). оп. цит.

<sup>443</sup> Ezeoha, A. E. & Okafor, F. O (2010). Local Corporate Ownership and Capital Structure Decision in Nigeria: A Developing Country Perspective. *Corporate Governance*, 10(3), 249-260.

<sup>444</sup> Крајњи власници акција у државном власништву су грађани, док право гласа имају државна одељења или бирократија чије зараде нису директно повезане са перформансама корпорације због чега и нису мотивисани да ефикасно врше надзор и контролу рада менаџмента.

<sup>445</sup> Zou, H. & Xiao, J. Y. (2006). The Financing Behavior of Listed Chinese Firms. *The British Accounting Review*, 38(3), 239-58.

<sup>446</sup> Li, K., Yue, H. & Zhao, L. (2009). Ownership, Institutions and Capital Structure: Evidence from China. *Journal of Comparative Economics*, 37(3), 471-490.

предностима које корпорације са државним власништвом имају у погледу приступа тржишту дугова и кредитима државних банака.<sup>447</sup>

Корпорације у већинском породичном власништву представљају врсту контролисаних корпорација, у којима се посебан значај придаје задржавању контроле. С тим у вези, породичне корпорације преферирају дуг као извор финансирања који не утиче на разводњавање власништва.<sup>448</sup> Код породичних корпорација, већински власници, често и извршни директори и/или генерални директор су чланови породице, због чега се очекује да они имају боље информације о инвестиционим могућностима корпорације и будућим новчаним токовима од осталих акционара. Сходно томе, како су породичне корпорације мање транспарентне за екстерне инвеститоре, а емисија акција више осетљива на проблем информационе асиметрије, цена акцијског капитала породичне корпорације биће релативно висока, па емисија акција представља мање атрактиван извор финансирања.<sup>449</sup> Поред тога, породице у корпорацију често улажу велики део свог богатства, па су заинтересоване за дугорочно преживљавање и репутацију корпорације. Ова чињеница је у складу са интересима поверилаца, па је финансирање путем дуга, због нижих агенцијских трошкова дуга, привлачније за породичне корпорације. Заправо, могло би се рећи да код корпорација у већинском породичном власништву, одлука о структури капитала зависи од компромиса између потребе да се власништво не разводњава и потребе смањења ризика пословања.<sup>450</sup>

Кинг и Сантор су на узорку 613 канадских корпорација у периоду од 1998. до 2005. године потврдили позитивну везу породичног власништва и степена задужености. Међутим, указују на то да корпорације које емитују једну врсту акција имају 17% виши ниво дуга у структури капитала од корпорација које емитују две врсте акција.<sup>451</sup> Према резултатима истраживања спроведеног у периоду од 1998. до 2008. године на узорку корпорација из континенталне Европе, породичне корпорације имају већи удео дуга у структури капитала од корпорација које нису у

---

<sup>447</sup> Pöyry, S. & Maury, B. (2010). Influential Ownership and Capital Structure. *Managerial and Decision Economics*, 31(5), 311-324.

<sup>448</sup> Anderson, C. R., Sattar, A. M. & Reeb, M. D. (2003). Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263-285.

<sup>449</sup> Croci, E. Doukas, A. J. & Gonenc, H. (2011). Family Control and Financing Decisions. *European Financial Management*, 17(5), 860-897.

<sup>450</sup> De La Bruslerie, H. & Latrous, I. (2012). Ownership Structure and Debt Leverage: Empirical Test of a Trade-Off Hypothesis on French Firms. *Journal of Multinational Financial Management*, 22(4), 111-130.

<sup>451</sup> King, R. M. & Santor, E. (2008). Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms. *Journal of Banking and Finance*, 32(11), 2423-2432.

власништву породице.<sup>452</sup> Андерсон и остали су открили да породичне корпорације имају за 0,32% ниже трошкове дуга у односу на корпорације које нису породичне, па је за њих дуг атрактивнији извор финансирања.<sup>453</sup>

Због вишег нивоа информационе асиметрије са којом се суочавају страни акционари у односу на домаће, пре свега, због географске удаљености и језика, страни власници могу подстицати раст дуга у структури капитала како би боље дисциплиновали менаџере.<sup>454</sup> Са друге стране, претпоставља се да корпорације у већинском страном власништву имају квалитетан систем корпоративног управљања како би задовољиле очекивања страних инвеститора,<sup>455</sup> па страно власништво може бити супститутивни инструмент за дуг у процесу ублажавања агенцијског проблема између менаџера и акционара. Стога се може очекивати да корпорације у већинском страном власништву имају нижи ниво дуга у структури капитала.<sup>456</sup>

Истраживања на узорцима корпорација из Турске<sup>457</sup> и Малезије<sup>458</sup> су потврдила статистички значајна негативна везе процента страног власништва и структуре капитала. Са друге стране, код корпорација из Вијетнама<sup>459</sup> је откривен позитиван ефекат страног власништва на структуру капитала, док код кинеских<sup>460</sup> корпорација није пронађено довољно доказа да проценат страног власништва има значајан утицај на структуру капитала.

Имајући у виду претходну анализу односа структуре власништва и структуре капитала, неспорно је да структура власништва има значајне импликације на избор структуре капитала. Концентрација власништва, као и државно и породично власништво, по правилу, имају позитиван ефекат на структуру капитала. Са друге стране, утицај учешћа менаџера и страних инвеститора у власништву на структуру капитала није јасније одређен. Међутим, формирању крајњег закључка о односу

---

<sup>452</sup> Croci, E. Doukas, A. J. & Gonenc, H. (2011). оп. цит.

<sup>453</sup> Anderson, C. R., Sattar, A. M. & Reeb, M. D. (2003). оп. цит.

<sup>454</sup> Huafang, X. & Jianguo, Y. (2007). Ownership Structure, Board Composition and Corporate Voluntary Disclosure. *Managerial Auditing Journal*, 22(6), 604-619.

<sup>455</sup> Leuz, C. Lins, K. V. & Warnock, F.E. (2010). Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms. *The Review of Financial Studies*, 23(3), 3245-3285.

<sup>456</sup> Jensen, M.C. (1986). оп. цит.

<sup>457</sup> Gurunlu, M. & Gursoy, G. (2010). The Influence of Foreign Ownership on Capital Structure of Non-Financial Firms: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *The IUP Journal of Corporate Governance*, 9(4), 21-29.

<sup>458</sup> Suto, M. (2003). оп. цит.

<sup>459</sup> Phung, N. D. & Le, V. P. T. (2013). Foreign Ownership, Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnamese Listed Firms. *The IUP Journal of Corporate Governance*, 12(2), 40-58.

<sup>460</sup> Zou, H. & Xiao, J. Y. (2006). оп. цит.

структуре власништва и структуре капитала треба прићи са дозом резерве, због потребе да се увек има на уму амбијент пословања конкретне корпорације и квалитет осталих инструмената корпоративног управљања.

### 2.3. Структура капитала и структура управног одбора

Фама и Џенсен истичу да управни одбор има одговорност за постављање циљева, праћење и контролу активности менаџмента корпорације.<sup>461</sup> Управни одбор се сматра инструментом корпоративног управљања од пресудног значаја, који првенствено има за циљ да испуни своју законску дужност, односно надгледа процес управљања и штити интересе, на првом месту акционара, али и свих осталих интересних група.<sup>462</sup> Другим речима, сматра се једним од најефикаснијих инструмената корпоративног управљања за надзор менаџерског понашања и смањење агенцијских трошкова, који значајно утиче на конвергенцију интереса менаџера и акционара.<sup>463</sup>

Проблем информационе асиметрије између менаџера и екстерних инвеститора представља битну детерминанту избора структуре капитала, а његово ублажавање води смањењу трошкова емисије дуговних и власничких хартија од вредности. Ефикасно деловање управног одбора утиче на повећање квалитета обелодањивања и смањење информационе асиметрије, што управни одбор чини битном детерминантом структуре капитала.<sup>464</sup> У прилог значају управног одбора приликом избора структуре капитала говори чињеница да америчка Комисија за хартије од вредности (SEC), Одбор за стандарде финансијског рачуноводства (FASB) и најзначајније берзе редовно наглашавају улогу управног одбора у надгледању финансијско-рачуноводственог процеса.<sup>465</sup> Дуговни аранжмани обично захтевају финансијске извештаје са ревизорским мишљењем па је повериоцима битно да знају колики утицај управни одбор има на финансијско-рачуноводствени процес и кредибилитет рачуноводствених информација.<sup>466</sup> Стога, управни одбор има утицај на

---

<sup>461</sup> Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). оп. цит.

<sup>462</sup> Brown, P., Beekes, W. & Verhoeven, P. (2011). оп. цит.

<sup>463</sup> Jensen, M. C. (1993). оп. цит.

<sup>464</sup> Klein, A. (2002). Audit Committee, Board of Director Characteristics and Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375-400.

<sup>465</sup> Anderson, C. R., Mansi, A. S. & Reeb, M. D. (2004). оп. цит.

<sup>466</sup> Dichev, I. & Skinner, D. (2002). Large-Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis. *Journal of Accounting research*, 40(4), 1091-1124. и Klein, A. (2002). оп. цит.

цену дуга, број и снагу заштитних клаузула и на однос дуг-капитал.<sup>467</sup> За свеобухватније сагледавање природе односа управног одбора и структуре капитала, неопходно је анализирати утицај кључних карактеристика управног одбора - структуру, величину и лидерство.

### **2.3.1. Структура капитала и структура управног одбора**

Као апроксимација структуре управног одбора најчешће се користи степен независности управног одбора или процентуално учешће неизвршних и независних (спољних) директора у укупном броју чланова управног одбора.<sup>468</sup> Управни одбори са високим учешћем извршних директора могу бити спремни да сакрију негативне информације о пословању како би стекли приватне користи или ограничили интервенцију интересних група.<sup>469</sup> Финансијска штампа, чак указује на то да су неки управни одбори са високим учешћем извршних директора затварали очи на јавно објављене информације које су садржале сумњиве и лажне податке, што је водило познатим корпоративним скандалима.<sup>470</sup> Генерално се сматра да је веће учешће неизвршних и независних директора у управном одбору синоним за поштено и фер обелодањивање, ефикасан надзор менаџера, смањење неизвесности пословања, бољи статус и бољу репутацију корпорације на тржишту, као и приступ повољнијим изворима финансирања.<sup>471</sup> Виши степен независности управног одбора имплицира да се деловање менаџера ефикасно надзире, што за кредиторе значи већи кредибилитет објављених информација о пословању корпорације. Сходно томе, може се очекивати да корпорације са независнијим управним одбором имају већи удео дуга у структури капитала. Међутим, када је деловање менаџера превише контролисано од стране управног одбора, јер већину чине неизвршни и независни чланови, менаџери могу бити подстакнути да бирају нижи ниво дуга како би умањили ризик од финансијских неприлика.<sup>472</sup>

---

<sup>467</sup> Smith, C. & Warner, J. (1979). On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 117-161.

<sup>468</sup> Fama, E.F. (1980). и Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). оп. цит.

<sup>469</sup> Ajinkya, B., Bhojraj, S. & Sengupta, P. (2005). The Association Between Outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research*, 43(3), 343-376.

<sup>470</sup> *New York Times* (1/26/03) pages B1 and B12 (The Revolution That Wasn't)

<sup>471</sup> Alves, P., Couto, B. E. & Francisco, M. P. (2015). Board of Directors' Composition and Capital Structure. *Research in International Business and Finance*, 35, 1-32.

<sup>472</sup> Wen, Y., Rwegasira, K. & Bilderbeek, J. (2002). Corporate Governance and Capital Structure Decisions of the Chinese Listed Firms. *Corporate governance: An International Review*, 10(2), 75-83.

Резултати већине емпиријских истраживања откривају позитиван утицај структуре управног одбора на ниво задужености. Бергер и остали су анализирали корелацију процента неизвршних и независних директора и нивоа задужености 452 америчке корпорације и пронашли статистички значајну позитивну везу.<sup>473</sup> Они истичу да су генерални директори под активном контролом и надзором неизвршних и независних директора ангажују више дуга у структури капитала. Позитивна веза је потврђена за корпорације из Велике Британије, што је објашњено лакшим приступом позајмљеном капиталу корпорација код којих је степен независности управног одбора висок.<sup>474</sup> Полазећи од претпоставке да већи удео неизвршних и независних чланова у управном одбору обезбеђује виши ниво надзора менаџера и повећава вероватноћу да ће објављени финансијски извештаји бити кредибилни, Андерсон и остали тестирали су хипотезу да између цене дуга и удела неизвршних и независних директора у управном одбору постоји инверзан однос.<sup>475</sup> Добијени резултати су потврдили постављену хипотезу и додатно указали на то да степен независности управног одбора позитивно утиче на ниво задужености. Резултати анализе спроведене на узорку корпорација из Гане, такође, указују да корпорације са високим процентом неизвршних и независних директора у управном одбору прате политику високе задужености.<sup>476</sup> Супротно овим резултатима, пронађени су докази који потврђују негативну везу независности управног одбора и рација дуга код корпорација у Ирану<sup>477</sup> и Кини,<sup>478</sup> што се објашњава повезаношћу неизвршних и независних директора са менаџерима корпорације или превише ригорозним надзором менаџера од стране неизвршних и независних директора.

### **2.3.2. Структура капитала и величина управног одбора**

Утицај величине управног одбора на информациону асиметрију и кредибилитет обелодањивања, може се окарактерисати као двосмислен, што се одражава и на степен задужености. Са једне стране, сматра се да су велики одбори мање ефикасни у надзору активности менаџера уз образложење да координација, комуникација и

---

<sup>473</sup> Berger, P. G., Ofek, E. & Yermack, D. L. (1997). оп. цит.

<sup>474</sup> Al-Najjar, B. & Hussainey, K. (2011). Revisiting the Capital Structure Puzzle: UK Evidence. *Journal of Risk Finance*, 12(4), 329-338.

<sup>475</sup> Anderson, C. R., Mansi, A. S. & Reeb, M. D. (2004). оп. цит.

<sup>476</sup> Abor, J. (2007). Corporate Governance and Financing Decisions of Ghanaian Listed Firms. *Corporate Governance: International Journal of Business in Society*, 7(1), 83-92.

<sup>477</sup> Abdoli, M., Lashkary, M. & Dehghani, M. (2012). Corporate Governance and Its Effect on the Corporate Financial Leverage. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 2(9), 8552-8560.

<sup>478</sup> Wen, Y., Rwegasira, K. & Bilderbeek, J. (2002). оп. цит.

доношење одлука могу бити компликовани, што ће за резултат имати смањење ефикасности надзорне улоге управног одбора, па менаџери могу изабрати нижи ниво дуга од оптималног.<sup>479</sup> Додатно, генерални директор може лакше да доминира великим управним одбором, што ограничава могућност ефикасног надзора менаџера и има негативни ефекат на кредибилитет обелодањивања, што може утицати на смањење финансијског левериџа.<sup>480</sup> Са друге стране, управни одбори са већим бројем чланова поседују више разноликости у погледу искуства и вештина, што позитивно утиче на ниво обелодањивања, а тиме и на ниво дуга у структури капитала корпорације.<sup>481</sup>

Емпиријска истраживања у већини случајева откривају статистички значајну позитивну везу величине управног одбора и структуре капитала. Вен и остали истичу да су велики управни одбори чвршће успостављени и обезбеђују виши ниво надзора, што утиче на повећање нивоа дуга са циљем максимирања вредности корпорације.<sup>482</sup> Абор, Колс и остали су учили да велике корпорације са високим нивоом задужености имају управне одборе са великим бројем чланова.<sup>483</sup> Андерсон и остали истичу да су трошкови дуга мањи код корпорација које имају управне одборе са већим бројем чланова, јер повериоци сматрају да корпорације имају ефикасније надгледан финансијско-рачуноводствени процес.<sup>484</sup> Бергер и остали су, међутим, дошли до доказа да корпорације са великим управним одбором генерално имају нижи ниво дуга, што објашњавају тиме да велики управни одбори имају већи степен надзора над активностима и могу вршити притисак на менаџере да се опредељују за нижи ниво дуга како би осигурали остварење бољих перформанси корпорације.<sup>485</sup>

### **2.3.3. Структура капитала и лидерство**

Често се истиче да корпорације са дуалитетом позиција генералног директора и председника управног одбора, због вишег степена надзора активности извршних директора и генералног директора и редуковања њиховог опортунистичког

---

<sup>479</sup> Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies With a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.

<sup>480</sup> Jensen, M. C. (1993). оп. цит.

<sup>481</sup> Goodstein, J., Gautam, K. & Boeker, W. (1994). The Effects of Board Size and Diversity on Strategic Change. *Strategic Management Journal*, 15(3), 241-250.

<sup>482</sup> Wen, Y., Rwegasira, K. & Bilderbeek, J. (2002). оп. цит.

<sup>483</sup> Abor, J. (2007). оп. цит. и Coles, J. L., Daniel, N. D. & Naveen, L. (2008). Boards: Does One Size Fit All? *Journal of Financial Economics*, 87, 329-356.

<sup>484</sup> Anderson, C. R., Mansi, A. S. & Reeb, M. D. (2004). оп. цит.

<sup>485</sup> Berger, P. G., Ofek, E. & Yermack, D. L. (1997). оп. цит.



понашања, вероватно имају повољнију структуру капитала него корпорације са централизованом лидерском структуром.<sup>486</sup> Заправо, код централизоване лидерске структуре генерални директор има велики утицај на одлуке управног одбора, што утиче на смањење надзорне улоге управног одбора приликом избора оптималне структуре капитала. Како су менаџери више склони избору структуре капитала испод нивоа који се сматра оптималним за акционаре, тако се може очекивати инверзан однос концентрације лидерске структуре и структуре капитала.

Потпору позитивног односа нивоа дуга у структури капитала и децентрализоване лидерске структуре, дали су резултати неколико студија.<sup>487</sup> Као могућа објашњења за добијене резултате наводи се да децентрализована лидерска структура утиче на ублажавање проблема проузрокованог раздвајањем власништва и контроле. Као и да корпорације са децентрализованом лидерском структуром имају бољи приступ дуговним изворима финансирања. Међутим, постоје емпиријски докази који откривају негативну везу децентрализоване лидерске структуре и степена задужености,<sup>488</sup> као и позитивну везу која није на статистички значајном нивоу.<sup>489</sup>

Очигледно, ефикасност управног одбора представља значајну детерминанту структуре капитала. Може се рећи да већа независност управног одбора и децентрализација лидерске позиције воде већем нивоу задужености, док утицај величине управног одбора на структуру капитала може бити двојак, мада код емпиријске провере овог односа позитивна веза преовлађује. Међутим, приликом изношења закључака увек треба имати на уму карактеристике институционалног оквира конкретне земље, њен социолошки амбијент и културолошко наслеђе.

## **2.4. Структура капитала и институционални оквир**

Финансијске одлуке корпорације се не могу посматрати изоловано од институционалног оквира, јер правно и институционално окружење ствара мрежу

---

<sup>486</sup> Fosberg, R. H. (2004). Agency Problems and Debt Financing: Leadership Structure Effects. *Corporate Governance: International Journal of Business in Society*, 4(1), 31-38.

<sup>487</sup> Ибид.; Abor, J. (2007). оп. цит. и Emamgholipour, M., Ramezani, A., Behzadnia, Z. & Rekabdarkolaei, A. E. (2013), The Effect of CEO Duality on the Capital Structure: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *International Journal of Basic Sciences and Applied research*, 2(4), 332-336.

<sup>488</sup> Kyereboah-Coleman, A. & Biekpe, N. (2006). Corporate Governance and Financing Choice of Firms: A Panel Data Analysis. *South African Journal of Economics*, 74(4), 670-681.

<sup>489</sup> Abobakar, G. M. & Elgiziry, K. (2016). The Effect of Board Characteristics and Ownership Structure on the Corporate Financial Leverage. *Accounting and Finance research*, 5(1), 1-14.

односа између корпорација и финансијских институција.<sup>490</sup> За разумевање разлика у структури капитала између земаља и корпорација, неопходно је имати на уму порекло правног система земље, јер оно представља фактор који одређује битне карактеристике амбијента у ком корпорације послују, као што су: ниво заштите инвеститора, спровођење закона, концентрација власништва, квалитет извештавања и обелодањивања и др.

У свету постоје два доминантна правна система - правни систем заснован на обичајима који своје корене има у енглеском праву и правни систем заснован на континенталном праву који у основи има римско право. Континентални правни систем се даље дели на три групације: француско, немачко и скандинавско континентално право. Захваљујући колонијализацији или процесу угледања приликом успостављања правних система, може се рећи да су обичајно право, француско и немачко континентално право најшире распрострањени.<sup>491</sup> Из угла агенцијске теорије, сматра се да земље обичајног права карактерише изражен агенцијски проблем између менаџера и акционара, а земље континенталног права агенцијски проблем између већинских и мањинских акционара.<sup>492</sup> Разлика у квалитету закона и заштити инвеститора између обичајног и континенталног права лежи у значају законодавства, регулативе и примене, при чему је степен корупције препознат као кључни фактор који обликује правни систем,<sup>493</sup> алокацију ресурса и понашање корпорација у једној земљи.<sup>494</sup>

Ла Порта и остали су дошли до закључка да земље које примењују обичајно право инвеститорима генерално нуде виши степен заштите од земаља које примењују континентално право.<sup>495</sup> Сходно томе, може се очекивати да земље обичајног права више користе сопствени капитал у односу на дуг, што потврђују и резултати истраживања, који указују да земље континенталног права имају виши ниво дуга у структури капитала од земаља обичајног права и да корпорације код земаља које карактерише слаба заштита инвеститора и висок степен корупције,

---

<sup>490</sup> Alves, P. F. P. & Francisco, P. (2015). The Impact of Institutional Environment on the Capital Structure of Firms During Crises. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 57(3), 129-146.

<sup>491</sup> У поређењу са континенталним правом, обичајно право је правни систем код мањег броја земаља.

<sup>492</sup> Lopez-de-Foronda, O., Lopez-Iturriaga, J. F. & Santamaria-Mariscal, M. (2007). Ownership Structure, Sharing of Control and Legal Framework: International Evidence. *Corporate Governance*, 15(6), 1130-1143.

<sup>493</sup> Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (2003). Courts. *Quarterly Journal of Economics*, 118(2), 453-517.

<sup>494</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, W. R. (1999). The Quality of Government. *Journal of Law, Economics and Organization*, 15(1), 222-279.

<sup>495</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, W. R. (1998). оп. цит.

имају висок ниво дуга у структури капитала.<sup>496</sup> Дубљом анализом структуре капитала корпорација из земаља континенталног права, уочено је да корпорације из земаља француског континенталног права имају виши ниво дуга у структури капитала од корпорација из земаља обичајног права, али и да корпорације из земаља немачког континенталног права имају најнижи ниво дуга у структури капитала.<sup>497</sup>

Поред правног система који се примењује у конкретној земљи, за разумевање утицаја институционалног оквира на структуру капитала, од значаја је и разматрање степена развоја тржишта капитала или целокупног финансијског система.<sup>498</sup> Традиционално, финансијски системи, у зависности од оријентације или значаја финансијских посредника, деле се на континенталне или банкарске и англосаксонске или тржишно оријентисане системе.<sup>499</sup> Полазећи од ове класификације финансијских система, резултати истраживања указују да постоји значајна разлика у структури капитала између банкарски и тржишно оријентисаних система.<sup>500</sup> Такође, истраживања откривају да корпорације које послују у земљама са тржишном оријентацијом обично имају мањи ниво дуга у структури капитала од корпорација које послују у земљама са банкарском оријентацијом,<sup>501</sup> иако ово емпиријски није у потпуности потврђено.<sup>502</sup> Антониоу и остали истичу да је утицај карактеристика корпорације на структуру капитала условљен праксом корпоративног управљања, пореским системом, улогом тржишта капитала, односом корпорације и банака и заштитом инвеститора.<sup>503</sup> Додатно, постоје чврсти докази да је приступ изворима финансирања позитивно повезан са квалитетом заштите инвеститора<sup>504</sup> и да тренутни избор структуре капитала одражава стварне и претпостављене трансакционе трошкове решавања проблема асиметричне информисаности.<sup>505</sup>

---

<sup>496</sup> Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V. (1999). Institutions, Financial Markets and Firm Debt Maturity. *Journal of Financial Economics*, 54(3), 295-336.

<sup>497</sup> Lopez-Iturriaga, F. & Rodriguez-Sanz, J-A. (2008). Capital Structure and Institutional Settings: A Decompositional and International Analysis. *Applied Economics*, 40(14), 1851-1864.

<sup>498</sup> Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V. (1999). оп. цит.

<sup>499</sup> Allen, F. & Gale, D. (2000). оп. цит.

<sup>500</sup> Rajan, R. & Zingales, L (1995). оп. цит. и Rajan, R. & Zingales, L (1998). Debt, Folklore and Cross-Country Differences in Financial Structure. *Journal of Applied Corporate Finance*, 10(4), 102-107.

<sup>501</sup> Mayer, C. (1990). Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development. Hubbard, R. G. (Ed.). *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*. The University of Chicago press, Chicago, 307-332.

<sup>502</sup> Rajan, R. & Zingales, L (1998). оп. цит.

<sup>503</sup> Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K. (2008). оп. цит.

<sup>504</sup> Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2002). Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm Level Data. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 337-364.

<sup>505</sup> Aggarwal, R. & Goodell, J. (2014). Culture, Institutions and Financing Choices: How and Why Are They Related? *Research in International Business and Finance*, 31(1), 101-111.

У контексту теорије хијерархијског редоследа, Котеи и остали<sup>506</sup> указују да се у земљама континенталног права, које карактерише банкарски оријентисан финансијски систем, слаба развијеност тржишта капитала, одсуство добрих корпоративних и рачуноводствених стандарда, ниска заштита инвеститора, нижи степен транспарентности и, стога, виши степен информационе асиметрије, корпорације више ослањају на интерно генерисане изворе и дуг како би обезбедиле изворе за затварање финансијског дефицита. Због тога сматрају да је веза између дуга и финансијског дефицита код земаља континенталног права позитивна.

Из угла компромисне теорије, аутори истичу да у мери у којој утиче на користи и трошкове дуга, правни систем утиче на брзину прилагођавања структуре капитала оптималном нивоу. Сходно томе, очекује се да ће прилагођавање бити брже код земаља са јачом заштитом инвеститора и бољом применом права, односно код земаља обичајног права. То је у складу са резултатима истраживања Ла Порте и осталих, који указују да примена права у домену заштите инвеститора представља ефикасан инструмент за смањење трошкова екстерног финансирања.<sup>507</sup>

Ниворозкин истиче да се корпорације из Бугарске, Чешке, Пољске, Румуније и Естоније спорије прилагођавају циљаној структури капитала у односу на корпорације из Велике Британије, чиме су потврдили хипотезу да је брзина прилагођавања циљаној структури капитала већа код земаља са развијеним тржиштем капитала у односу на земље у развоју.<sup>508</sup> Посматрајући брзину прилагођавања циљаној структури капитала код корпорација из Америке, Велике Британије, Француске, Немачке и Јапана, Антонио и остали су дошли до закључка да се просечна брзина разликује између земаља и да се француске корпорације прилагођавају најбрже, а немачке и јапанске најспорије.<sup>509</sup> Као разлог споријег прилагођавања немачких и јапанских корпорација, Антонио и остали наводе релативно ниске трошкове прилагођавања и блиске везе са банкама.

Истраживањем на узорку корпорација из осам европских земаља дошло се до закључка да је способност добијања кредита позитивно повезана са степеном

---

<sup>506</sup> Cotei, C., Farhat, J. & Abugri, A. B. (2011). Testing Trade-Off and Pecking Order Models of Capital Structure: Does Legal System Matter? *Managerial Finance*, 37(8), 715-735.

<sup>507</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, W. R. (1997). и La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, W. R. (1998). оп. цит.

<sup>508</sup> Nivorozhkin, E. (2005). Financing Choices of Firms in EU Accession Countries. *Emerging Market Review*, 6(2), 138-169.

<sup>509</sup> Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K. (2008). оп. цит.

заштите поверилаца и степеном остварења ових права.<sup>510</sup> Испитујући трошкове капитала путем модела у ком степен заштите инвеститора одређује озбиљност конфликта интереса менаџера и акционара на узорку корпорација из 38 земаља, Химелберг и остали су открили да је нижи степен заштите инвеститора повезан са вишим степеном концентрације власништва, а он са вишим имплицитним трошковима капитала.<sup>511</sup> Дитмар и остали су указали на то да корпорације из земаља са јаком правном заштитом инвеститора не теже одржању готовинског суфицита, тако да имају ниже агенцијске трошкове слободног новчаног тока.<sup>512</sup> Гул и Чју истичу да је виши степен заштите инвеститора повезан са нижим нивоом информационе асиметрије и мање израженим агенцијским проблемом.<sup>513</sup>

Сходно претходној анализи, може се рећи да земље обичајног права и тржишне оријентације уобичајено карактерише нижи ново задужености у односу на земље континенталног права и банкарске оријентације. Уколико постоји циљана структура капитала корпорације, брзина прилагођавања истој је мања код земаља у развоју у односу на развијене земље, мада и ту постоје одређени изузеци, а јачи степен правне заштите инвеститора повезан је са нижим агенцијским трошковима, смањеном информационом асиметријом и вишим степеном задужености.

### **3. Медијаторска улога корпоративног управљања**

Агенцијски трошкови представљају важан сегмент корпоративног управљања и избора структуре капитала. Способност корпорације да контролише и ублажи агенцијске проблеме и, на тај начин, минимизира агенцијске трошкове, повећава вероватноћу да корпорација опстане на тржишту и своје пословање учини вредносно оријентисаним. Новија литература сугерише да агенцијски трошкови имају кључну улогу приликом избора структуре капитала, па се стога оптимизација структуре капитала не може посматрати одвојено од корпоративног управљања.<sup>514</sup>

---

<sup>510</sup> Giannetti, M. (2003). Do Better Institutions Mitigate Agency Problems? Evidence from Corporate Finance Choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 185-212.

<sup>511</sup> Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G. & Love, I. (2002). Investor Protection, Ownership and Cost of Capital. *Working Paper No.25*, National Bank of Belgium.

<sup>512</sup> Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. & Servaes, H. (2003). International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 111-133.

<sup>513</sup> Gul, F. A. & Qiu, H. (2002). Legal Protection, Corporate Governance and Information Asymmetry in Emerging Financial Markets. *Working Paper*, City University of Hong Kong.

<sup>514</sup> Morellec, E., Nikolov, B. & Schurhoff, N. (2012). и Brown, P., Beekes, W. & Verhoeven, P. (2011). оп. цит.

Већа усмереност менаџера ка максимирању сопствених користи уместо ка максимирању вредности корпорације утиче на то да агенцијски трошкови постану озбиљнија категорија, па инструменти координације унутар корпорације (интерни инструменти) и колективне координације (екстерни инструменти) добијају на важности. У таквој ситуацији дуг може бити ефикасан интерни инструмент корпоративног управљања. Заправо, дуг и акцијски капитал се више не могу посматрати само као финансијски инструменти, већ и као инструменти корпоративног управљања.<sup>515</sup> За разлику од акцијског капитала који менаџменту обезбеђује већу флексибилност и снагу у процесу одлучивања, дуг делује као ограничавајући и дисциплинујући инструмент који подстиче менаџере да више раде у интересу акционара. Другим речима, када структура капитала постане инструмент корпоративног управљања, различитим миксом дуга и акцијског капитала могуће је унапредити ефикасност корпоративног управљања и позитивно утицати на процес максимирања вредности корпорације. Према томе, у односу структуре капитала и вредности корпорације, корпоративно управљање се може посматрати као нека врста моста, односно медијаторска варијабла.

### **3.1. Општи модел медијаторске улоге корпоративног управљања**

Агенцијска теорија сугерише неколико разлога за утицај квалитетног корпоративног управљања на раст вредности корпорације.<sup>516</sup> У основи, квалитетно корпоративно управљање подразумева добар систем надзора, већу транспарентност пословања и јавно обелодањивање између инвеститора и менаџера, што води расту поверења инвеститора, смањењу менаџерске слободе одлучивања и смањењу експропријације интереса акционара. Претпоставља се да су корпорације које имплементирају ефикасан систем корпоративног управљања мање ризичне, да имају ефикасније пословање и ниже трошкове ревизије и надзора. У складу са тим, имају ниже трошкове капитала и могу генерисати већи слободни новчани ток, што условљава повећање вредности корпорације. Међутим, земље и корпорације се међусобно разликују у нивоу усвојене најбоље праксе корпоративног управљања и у ситуацији када други облици дисциплиновања менаџера недостају или постојећи

---

<sup>515</sup> Williamson, O. E. (1988). Corporate Finance and Corporate Governance. *Journal of Finance*, 43(3), 567-591.

<sup>516</sup> Shleifer, A. & Vishny, W. R. (1997). оп. цит.

нису ефикасни, структура капитала може бити инструмент ефикасног корпоративног управљања и очувања вредности корпорације.

Заправо, структура капитала се може посматрати као додатни и супститутивни интерни инструмент корпоративног управљања који може ублажити озбиљност агенцијског проблема. Тачније, избором структуре капитала може се утицати на агенцијске трошкове на више начина:

- дуг у структури капитала подразумева обавезу исплате готовине по основу камате и враћања дела главнице, па се може сматрати дисциплинујућим инструментом који може смањити агенцијске трошкове слободног новчаног тока<sup>517</sup> и ублажити проблем прекомерног инвестирања.<sup>518</sup>
- дуг у структури капитала може повећати степен мониторинга менаџера од стране поверилаца и притисак на менаџере да профитабилније воде корпорацију.<sup>519</sup> С тим у вези, дуг може утицати на смањење агенцијских трошкова мониторинга од стране акционара, јер интерес за надгледање активности менаџера сада имају и повериоци. Додатно, дуговни аранжмани могу укључивати одређене заштитне клаузуле којима се ограничава слобода одлучивања менаџера, односно забрањују специфичне врсте понашања менаџера, што утиче на редукцију агенцијских трошкова проузрокованих сукобом интереса акционара и поверилаца.
- пораст нивоа дуга утиче на раст вероватноће финансијских неприлика, чијим наступањем менаџери могу изгубити одређене финансијске и нефинансијске користи, на првом месту углед и репутацију на менаџерском тржишту. Имајући то у виду менаџери ће бити мотивисани да корпорацију воде одговорније и у интересу акционара, па ће агенцијских трошкови бити мањи.<sup>520</sup>

Поред тога, присуство дуга у структури капитала чини акционаре више склоне агресивној политици замене менаџера, што може подстаћи менаџере да се више залажу приликом извршења поверених задатака.<sup>521</sup> Додатно, структура капитала

---

<sup>517</sup> Grossman, S. J. & Hart, O. D. (1980). Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation. *Bell Journal of Economics*, 11(1), 42-64. Jensen, M. (1986). и Stulz, R. (1990). оп. цит.

<sup>518</sup> Harvey, C., Lins, K. & Roper, A. (2004). The Effect of Capital Structure When Expected Agency Costs are Extreme. *Journal of Financial Economics*, 74(1), 3-30.

<sup>519</sup> Ang, S. J., Cole, A. R. & Wun Lin, J. (2000). оп. цит.

<sup>520</sup> Grossman, S. J. & Hart, O. D. (1982). оп. цит.

<sup>521</sup> Berkovitch, E., Israel, R. & Spiegel, Y. (2000). Managerial Compensation and Capital Structure. *Journal of Economics and Management Strategy*, 9(4), 549-584.

може бити комплементарни инструмент корпоративног управљања усмерен на балансирање склоности акционара ка ризику, која има тенденцију пада у ситуацији изражене концентрације власништва.<sup>522</sup>

Џенсен истиче да менаџери могу добровољно повећати удео дуга у структури капитала као начин везивања за корпорацију када корпорација има суфицит готовине и ниску стопу раста.<sup>523</sup> За разлику од њега, Свиб истиче да менаџери нису склони добровољном повећању дуга.<sup>524</sup> По његовом мишљењу менаџери имају за циљ да избегну дуг, али могу бити приморани осталим инструментима корпоративног управљања да повећају удео дуга у структури капитала, па дуг може постати дисциплинујући инструмент који може утицати на менаџерско понашање приликом доношења инвестиционих одлука због претње од стечаја.

Без обзира на то да ли су менаџери добровољно спремни да користе дуг, како би смањили проблем информационе асиметрије и повећали ефикасност доношења одлука, или су приморани на повећање нивоа дуга од стране акционара, као инструмента за њихово дисциплиновање и осигурање квалитета корпоративног управљања,<sup>525</sup> не може се оспорити да је висок ниво дуга повезан са већом ефикасношћу корпоративног управљања и корпорације.<sup>526</sup> Сходно томе, за боље разумевање односа структуре капитала и вредности корпорације, који се на први поглед можда не може сагледати директно, неопходно је анализирати медијаторску улогу корпоративног управљања (Слика 10).<sup>527</sup>

Када се избором структуре капитала детерминише структура подстицаја и менаџерска контрола, односно ефикасност корпоративног управљања, корпоративно управљање постаје посредник у испољавању утицаја структуре капитала на вредност корпорације. У циљу бољег разумевања медијаторског ефекта корпоративног управљања на однос структуре капитала и вредности корпорације, слично као и код модераторског ефекта, треба објаснити концептуалну и статистичку природу медијаторске варијабле.

---

<sup>522</sup> Heinrich, P. R. (2000). оп. цит.

<sup>523</sup> Jensen, M. (1986). оп. цит.

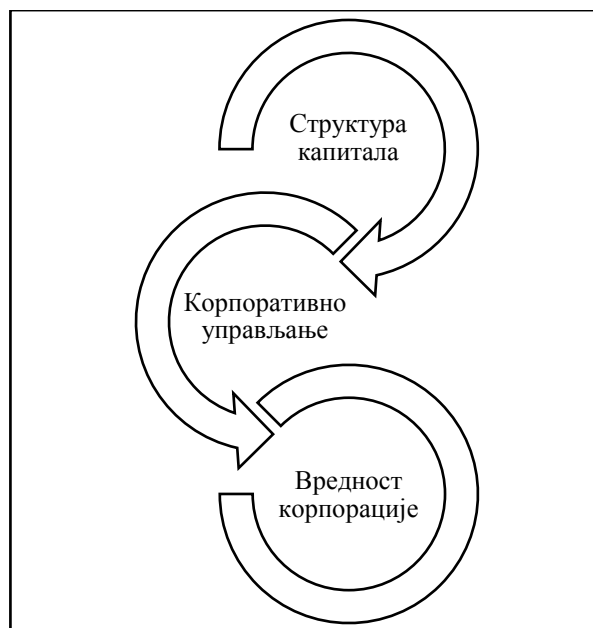
<sup>524</sup> Zwiebel, J. (1996). Dynamic Capital Structure Under Managerial Entrenchment. *American Economic Review*, 86(5), 1197-1215.

<sup>525</sup> La Rocca, M. (2007). оп. цит.

<sup>526</sup> Jensen, M. (1986).; Stulz, R. (1990). оп. цит. и Margaritis, D. & Pisillaki, M. (2007). Capital Structure and Firm Efficiency. *Journal of Business Finance and Accounting*, 34(9-10), 1447-1469.

<sup>527</sup> Heinrich, P. R. (2000).; Bhagat, S. & Jefferis, R. (2002). pp.76-82; Mahrt-Smith, J. (2005).; Berger, N. A. & Bonaccorsi di Patti, E. (2006). и La Rocca, M. (2007). оп. цит.





**Слика 10: Корпоративно управљање као медијатор – концептуални приказ**

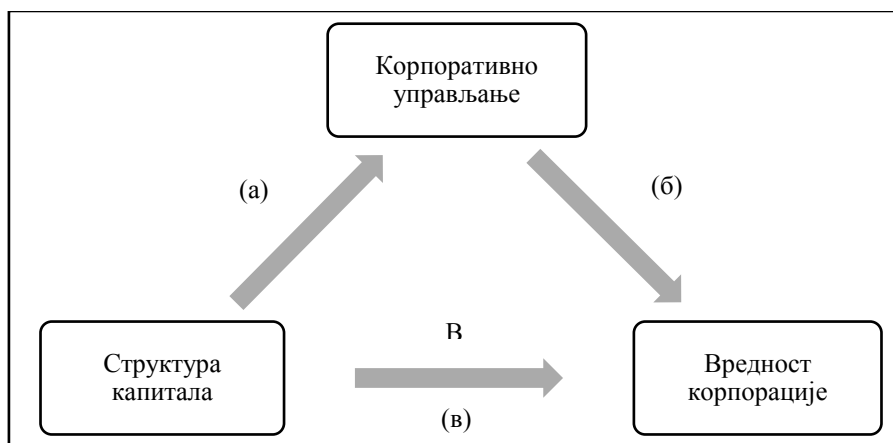
Генерално, за одређену варијаблу се може рећи да је медијаторска (посредничка) у мери у којој преко ње независна варијабла остварује свој утицај на зависну варијаблу.<sup>528</sup> Медијаторска варијабла објашњава начин на који независна варијабла детерминише зависну, односно пружа одговор на питања како и зашто се одређене вредности зависне варијабле појављују. Испитивање медијаторског ефекта најчешће се везује за ситуацију када је очигледно да се деловање медијаторске варијабле налази у позадини односа независне и зависне варијабле. Медијаторски модел (Слика 11) подразумева три варијабле и два утицаја: директни утицај независне варијабле (структуре капитала) на зависну (вредност корпорације) и индиректни утицај независне варијабле на зависну преко медијаторске варијабле (корпоративно управљање).

За тестирање медијаторског ефекта користи се регресиона анализа, а само тестирање одвија се у неколико фаза.<sup>529</sup> У првој фази се проверава да ли постоји однос на који се може остварити медијаторски ефекат, односно да ли независна варијабла утиче на зависну (веза В). Након тога се проверава однос независне варијабле и медијаторске варијабле, односно испитује се ефекат независне варијабле на медијаторску варијаблу (веза а). У трећој фази, испитује се утицај медијаторске

<sup>528</sup> Baron, M. R. & Kenny, A. D. (1986). оп. цит.

<sup>529</sup> Ибид. Horwood, J. C. (2007). оп. цит. и Shrout, P. E. & Bolger, N. (2002). Mediation in Experimental and Nonexperimental Studies: New Procedures and Recommendations. *Psychological Methods*, 7(4), 422-445.

варијабле на зависну варијаблу (веза б). На крају, у четвртој фази испитује се да ли почетна независна варијабла остаје значајна за објашњење кретања зависне варијабле када се у регресиону анализу укључи и медијаторска варијабла као независна варијабла (веза в).



**Слика 11: Медијаторски ефекат корпоративног управљања**

Медијаторска хипотеза је прихваћена уколико долази до смањења вредности регресионог коефицијента у испољавању утицаја почетне независне варијабле на зависну, и тада постоји делимична медијација, или када почетна независна варијабла није више статистички значајна за објашњење кретања зависне варијабле у присуству медијаторске варијабле, када је реч о потпуној медијацији.

### **3.2. Структура капитала као инструмент корпоративног управљања**

Ефикасним функционисањем система корпоративног управљања може се деловати на смањење агенцијских трошкова, чија вредност може варирати у зависности од озбиљности агенцијског проблема. Међутим, због различите развијености, пре свега, екстерних инструмената корпоративног управљања у различитим земљама, поред структуре власништва и управног одбора, у литератури корпоративних финансија и корпоративног управљања, структура капитала је препозната као још један важан интерни инструмент корпоративног управљања за ублажавање агенцијског проблема и редуковање агенцијских трошкова.

Џенсен и неколико других аутора указују на то да дуг може бити ефикасан супститутивно дисциплинујући интерни инструмент који се може стратегијски искористити за обуздавање менаџерских активности које су у супротности са циљем

максимирања вредности.<sup>530</sup> Менаџери због разних подстицаја, као што су повећање менаџерске моћи, престиж, новчани и неновчани бонуси, претендују ка расту величине корпорације, чак иако то није у складу са максимирањем вредности корпорације. Стога, стратегијска употреба дуга, представља потенцијални начин за решавање проблема нерентабилног инвестирања слободног новчаног тока. Наиме, Џенсен, Стулц, Харт и Мур сугеришу да обавеза сервисирања дуга помаже у одвраћању менаџера од прекомерног инвестирања слободног новчаног тока.<sup>531</sup> Дуг, такође, даје менаџменту прилику да сигнализира своју спремност исплате једног дела новчаног тока за покриће унапред преузетих кредитних обавеза или спремност да буде надгледан од стране кредитора.<sup>532</sup> Другим речима, због свог ограничавајућег атрибута, обавезе плаћања камате и главнице, дуг утиче на смањење расположивог слободног новчаног тока за вредносно уништавајуће пројекте оријентисане на раст корпорације и, самим тим, на смањење агенцијских трошкова слободног новчаног тока. Стога је коришћење дуга као инструмента за надзор и дисциплиновање менаџера и унапређење ефикасности корпорације у литератури познато као Џенсенова контролна хипотеза (*control hypothesis*) задуживања.

Управо, полазећи од базичног принципа контролне хипотезе задуживања, по ком корпорације са значајним слободним новчаним током треба да имају већи степен задужености, посебно у ситуацији ограничених могућности за раст, низ студија је емпиријски тестирало улогу дуга у смањењу агенцијских трошкова слободног новчаног тока. Гул и Цуи, као и Џагл и Гул пружили су директну подршку контролној хипотези задуживања, јер су дошли до емпиријских доказа да дуг може значајно смањити вредност слободног новчаног тока под контролом менаџмента.<sup>533</sup> Студије које су директно истраживале утицај дуга на инвестирање корпорација, документовале су да је дуг статистички негативно повезан са инвестирањем обезбеђујући на тај начин подршку теорији да дуг има

---

<sup>530</sup> Jensen, M. (1986).; Jensen, M.C. & Meckling, W. (1976).; Grossman, S. J. & Hart, O. D. (1982).; Stulz, R. (1990). оп. цит. и Hart, O. & Moore, J. (1995). Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management. *American Economic Review*, 85(3), 567-585.

<sup>531</sup> Jensen, M. (1986).; Stulz, R. (1990) и Hart, O. & Moore, J. (1995). оп. цит.

<sup>532</sup> Ross, S. A. (1977). и Leland, H. & Pyle, D. (1977). оп. цит.

<sup>533</sup> Gul, F. A. & Tsui, J. S. (1998). A Test of the Free Cash Flow and Debt Monitoring Hypothesis: Evidence from Audit Pricing. *Journal of Accounting and Economics*, 24(2), 219-237. и Jaggl, B. & Gul, F. A. (1999). An Analysis of Joint Effects of Investment Opportunity Set Free Cash Flows and Size on Corporate Debt Policy. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 12(4), 371-381.

дисциплинујућу улогу.<sup>534</sup> Супротно томе, на узорку корпорација из Кине, Вон није пронашао доказе који иду у прилог контролној хипотези задуживања.<sup>535</sup>

Генерално посматрано, код земаља у развоју, где су тржишта капитала у настајању, правна заштита је неефикасна и тржишта корпоративне контроле су неразвијена, појава „екстремних“ агенцијских проблема представља посебну специфичност.<sup>536</sup> Сматра се да су такви проблеми проистекли из сложених власничких и контролних структура, недовољне раздвојености власништва од контроле и пословања корпорација у окружењу са неразвијеним инструментима корпоративног управљања, тако да очекивани агенцијски трошкови могу бити јако високи.<sup>537</sup> Имајући у виду такав амбијент, уочено је да дуг може бити ефикасан интерни инструмент корпоративног управљања који ће утицати на смањење прекомерног инвестирања, или сигнализирати да није и неће бити извршено прекомерно инвестирање у будућности.<sup>538</sup> У прилог томе говоре емпиријски докази који сугеришући да корпорације карактерише већи ниво дуга у структури капитала када је заштита права акционара ограничена, што је у складу са очекивањима да дуг помаже у ублажавању основног агенцијског проблема.<sup>539</sup>

Мајерс скреће пажњу на то да се у анализи дуга као инструмента корпоративног управљања треба осврнути на чињеницу да превелики степен задужености подстиче менаџере да се одрекну пројеката са позитивном нето садашњом вредношћу.<sup>540</sup> Меконел и Сервас, на основу резултати истраживања спроведеног на узорку од 2.626 америчких корпорација, су уочили да дуг код корпорација са смањеном могућношћу за раст има позитиван ефекат на вредност корпорације, док је тај ефекат негативан у корпорацијама са значајним могућностима за раст, што потврђује у раду постављену хипотезу да дуг може имати и негативан и позитиван ефекат на вредност корпорације у зависности од расположивости пројеката са позитивном нето

---

<sup>534</sup> Lang, L., Ofek, E. & Stulz, R. (1996). Leverage, Investment and Firm Growth. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 3-29. и Aivazian, A. V., Ge, Y. & Qiu, J. (2005). The Impact of Leverage on Firm Investment: Canadian Evidence, *Journal of Corporate Finance*, 11(1), 277-291.

<sup>535</sup> Wang, M. (2004). Empirical Study on Free Cash Flow in Chinese Listed Companies. *Securities Market Introduction*, 8, 50-55.

<sup>536</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, W. R. (1998). оп. цит.

<sup>537</sup> Faccio, M., Lang, L. H. P. & Young, L. (2001). Debt and Corporate Governance. *Working Paper*, [https://www.researchgate.net/publication/228419088\\_Debt\\_and\\_Corporate\\_Governance](https://www.researchgate.net/publication/228419088_Debt_and_Corporate_Governance)

<sup>538</sup> Harvey, C., Lins, K. & Roper, A. (2004). оп. цит.

<sup>539</sup> Jiraporn, P. & Gleason, C. K. (2007). Capital Structure, Shareholders Rights and Corporate Governance. *Journal of Financial Research*, 30(1), 21-33.

<sup>540</sup> Myers, S. C. (1977). оп. цит.

садашњом вредношћу.<sup>541</sup> Маргаритис и Писилаки су у истраживању на узорку корпорација са Новог Зеланда пошли од хипотезе да се са растом задужености може очекивати смањење агенцијских трошкова и неефикасности организације, као и унапређење перформанси пословања. Они истичу да та веза може бити супротна када, због будућег раста задужености, дисциплинујући ефекат дуга почне да слаби или нестане, јер доводи до раста агенцијских трошкова дуга.<sup>542</sup> Резултати њиховог истраживања пружају доказе у корист позитивног ефекта дуга на ефикасност корпорације. Емпиријско истраживање спроведено на узорку 323 енглеске корпорације, потврђује негативну везу дуга и агенцијских трошкова.<sup>543</sup> Међутим, код корпорација са јако високим степеном задужености та веза је позитивна. Код холандских корпорација уочено је да менаџери, када су склони прекомерном инвестирању, имају тенденцију да избегну дисциплинујући ефекат дуга.<sup>544</sup>

Полазећи од претпоставке да менаџери имају контролу над структуром капитала, Гросман и Харт су скренули пажњу на то да је претња да се корпорација може суочити са финансијским неприликама подстицај за унапређење ефикасности менаџмента.<sup>545</sup> Сложили су се око тога да корпорације које имају само сопствени капитал немају довољно подстицаја да максимирају перформансе у одсуству могућности да упадну у финансијске неприлике. Сходно томе, раст задужености може послужити као сигнал тржишту да ће се менаџери више посветити унапређењу перформанси него коришћењу ресурса корпорације за задовољење сопствених интереса. Другим речима, раст ризика да корпорација дође у финансијске неприлике и ризика од непријатељског преузимања изазива већи притисак на менаџере да ефикасније управљају структуром капитала, јер ће у случају ликвидације корпорације бити суочени са губитком разних врста стимулација, престижа и угледа.

Како се акционари корпорације која има дуг у структури капитала могу одредити за ризичне пројекте, тако се повериоци могу ослонити на заштитне клаузуле у циљу ублажавања конфликта са менаџерима који могу фаворизовати

---

<sup>541</sup> McConnell, J. J. & Servaes, H. (1995). Equity Ownership and Two Faces of Debt. *Journal of Financial Economics*, 39(1), 131-157.

<sup>542</sup> Margaritis, D. & Pisillaki, M. (2007). оп. цит.

<sup>543</sup> Zhang, H. & Li, S. (2008). The Impact of Capital Structure on Agency Costs: Evidence from UK Public Companies. Lee C-F (Eds.) in *Proceedings of the 16<sup>th</sup> Annual Conference on Pacific Basin Finances, Economics, Accounting and Management*, Brisbane, Australia, 1-18.

<sup>544</sup> De Jong, A. (2002). The Disciplining Role of Leverage in Dutch Firms. *European Finance Review*, 6(1), 31-62.

<sup>545</sup> Grossman, S. J. & Hart, O. D. (1982). оп. цит.

интересе акционара изнад интереса поверилаца. Заправо, дуг може ограничити слободу одлучивања менаџера укључивањем заштитних клаузула у дуговни аранжман како би се минимизирала изложеност поверилаца ризику.<sup>546</sup> У том случају, заштитне клаузуле представљају сигнале за рано упозорење који повериоцима помажу да поново процене кредитни ризик корпорације у лошијим финансијским условима и ублаже свој евентуални губитак услед кршења клаузула.<sup>547</sup> Сама повреда заштитних клаузула може бити јако скупа, што је најчешће праћено још строжијим ограничењима, нижим границама задуживања и растом каматне стопе, па менаџери имају реалне подстицаје за поштовање постављених клаузула, што доприноси ублажавању агенцијског проблема између акционара и поверилаца.<sup>548</sup>

У корпорацијама са банком као већинским власником, концентрација власништва банке може бити супститут за заштиту интереса поверилаца и смањити агенцијске трошкове дуга у чијој се основи налази конфликт интереса акционара и поверилаца. Докази који потврђују ову везу дали су Гонзалес и Гонзалес, јер су пронашли да удео дуга расте са повећањем степена концентрације банкарског власништва и степена заштите права поверилаца, али опада са јачањем заштите имовинског права.<sup>549</sup> Поред тога, истиче се да банке имају јако важну улогу у преносу информација на тржиште капитала.<sup>550</sup> Заправо, банке стварају или имају приступ информацијама које нису доступне другим учесницима на тржишту капитала, омогућавају да те информације постану јавно доступне и емитују сигнал о кредитној способности корпорације, што последично доводи до смањења проблема информационе асиметрије.

У литератури се истиче да дуг не само да може бити супститутивни и дисциплинујући инструмент, већ може бити и комплементарни инструмент корпоративног управљања.<sup>551</sup> Наиме, код корпорација са растућом концентрацијом власништва, коју прати смањење трошкова мониторинга, долази до појаве

---

<sup>546</sup> Whitehead, K. C. (2012). Creditors and Debt Governance. Hill, A. C. & McDonnell, H. B. (Eds.), *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, Edward Elgar Publishing, 68-84.

<sup>547</sup> Dichev, D. I. & Skinner, J. D. (2002). Large-Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 1091-1123.

<sup>548</sup> Nini, G., Smith, C. D. & Sufi, A. (2009). Creditor Control Rights and Firm Investment Policy. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 400-420.

<sup>549</sup> González, V. M. & González, F. (2008). Influence of Bank Concentration and Institutions on Capital Structure: New International Evidence. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 363-375.

<sup>550</sup> Lummer, L. S. & McConnell, J. J. (1989). Further Evidence on the Bank Lending Process and the Capital-Market Response To Bank Loan Agreements. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 99-122.

<sup>551</sup> Heinrich, P. R. (2000). и Mahrt-Smith, J. (2005). оп. цит.

опортунитетних трошкова услед смањене толеранције према ризику од стране већинских власника и мање склоности да користе информације које су им на располагању из процеса мониторинга. У том случају, дуг може бити додатни, односно комплементарни инструмент који ће неутралисати смањену склоност ка ризику контролних акционара. Заправо, могућност да повериоци контролишу менаџере је комплементарна са могућношћу да акционари контролишу менаџере. Другим речима, уколико степен контроле од стране поверилаца расте, степен контроле од стране акционара, такође, расте.

Међутим, битно је скренути пажњу на то да је улога дуга као интерног инструмента корпоративног управљања условљена структуром власништва и контроле. Заправо, док дуг, са једне стране, може ограничити менаџерско опортунистичко понашање код дисперзираног власништва, са друге стране, може условити експропријацију мањинских права код изражено концентрисаног власништва.<sup>552</sup> Уочено је да се вероватноћа експропријације повећава са повећањем гласачких права инсајдера и повећањем удела дуга у структури капитала.<sup>553</sup> Такође, развијеност корпоративног управљања и тржишта капитала има важну улогу у повећању ефикасности дуга као дисциплинујућег инструмента или у ублажавању експропријације мањинских права код изражено концентрисаног власништва. Наглашавајући улогу структуре власништва и институција код разматрања дуга као инструмента корпоративног управљања, Саркар и Саркар су на узорку корпорација из Индије открили да у раним годинама институционалних промена дуг нема дисциплинујући ефекат, те да се он јавља са јачом тржишном оријентацијом институција.<sup>554</sup> Докази о коришћењу дуга као инструмента за експропријацију мањинских права су ограничени и код корпорација где је вероватноћа експропријације висока, јер и у таквим околностима дуг има дисциплинујући ефекат. Поред изнетог, истиче се да ефикасност дуга као инструмента корпоративног управљања у основи зависи од трошкова и квалитета извршења уговорног дуговог аранжмана, што опет зависи од правног окружења, поузданости састављања уговора и вере у судски процес.<sup>555</sup>

---

<sup>552</sup> Stulz, R. (1990). и Faccio, M., Lang, L. H. P. & Young, L. (2001). оп. цит.

<sup>553</sup> Harris, M. & Raviv, A. (1988). оп. цит.

<sup>554</sup> Sarkar, J. & Sarkar, S. (2008). Debt and Corporate Governance in Emerging Economies: Evidence from India. *Economics of Transition*, 16(2), 293-334.

<sup>555</sup> Day, J. & Taylor, P. (2004). Institutional Change and Debt-Based Corporate Governance: A Comparative Analysis for Transition Economies. *Journal of Management and Governance*, 8(1), 73-115.

У суштини, може се рећи да дуг не представља само додатни извор финансирања, већ обезбеђује користи за корпорацију преко унапређења менаџерске ефикасности, смањења агенцијских трошкова и информационе асиметрије, што последично треба да доведе до веће вредности корпорације. Тачније, ниво задужености има значајну улогу у процесу дисциплиновања и мотивисања менаџера, како би процес одлучивања био вредносно оријентисан, али је због могућности пораста вероватноће експропријације мањинских права потребно уважавање условљености те улоге структуром власништва и контроле.

### **3.3. Ефикасност корпоративног управљања и вредност корпорације**

Светска банка види корпоративно управљање као систем јаким инструмената и законских ограничења који је неопходан за повећање вредности корпорације.<sup>556</sup> Изградња и примена јаким инструмената корпоративног управљања представља важан корак ка пружању објективних информација различитим инвеститорима, унапређењу ефикасности пословања и максимирању вредности корпорације. Систем јаким инструмената корпоративног управљања олакшава прилив међународног капитала на домаће тржиште, због чега унапређење ефикасности корпоративног управљања представља важан фактор владине политике и оквира управљања усмереног ка промовисању економске стабилности и благостања читавих земаља. Додатно, ОЕЦД указује да ниски стандарди корпоративног управљања представљају главни разлог економске нестабилности земље и да су због тога свакој земљи потребни високи стандарди корпоративног управљања.<sup>557</sup>

Сматра се да ефикасно корпоративно управљање може ублажити агенцијског проблема и позитивно утицати на вредност корпорације.<sup>558</sup> Међутим, треба имати у виду да трошкови који се односе на имплементацију јаким инструмената корпоративног управљања могу превазилазити користи. Заправо, сматра се да систем корпоративног управљања зависи од потребе корпорације за надзором, али и од трошкова и користи различитих инструмената корпоративног управљања.<sup>559</sup> У

---

<sup>556</sup> Iskander, R. M. & Chamlou, N. (2000). *Corporate Governance: A Framework for Implementation*, World Bank Group, Washington, D. C.

<sup>557</sup> OECD. (2009). *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*. Available at <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf>

<sup>558</sup> Jensen, M.C. & Meckling, W. (1976). и La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, W. R. (2002). и Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). оп. цит.

<sup>559</sup> Chhaochharia, V. & Grinstein, Y. (2007). *Corporate Governance and Firm Value: The Impact of 2002 Governance Rules*. *Journal of Finance*, 62(4), 1789-1825.



мери у којој се ти трошкови и користи разликују између корпорација и током времена, оптимални систем корпоративног управљања се мења, а структура оптимална за већину корпорација не мора бити оптимална за све корпорације.

Значајан број емпиријских истраживања истражује утицај корпоративног управљања на вредност корпорација које послују на америчком тржишту капитала. Гомперс и остали су тако открили да је корпоративно управљање значајно и позитивно повезано са нето добитком и вредношћу корпорације.<sup>560</sup> При том, указали су на то да је стратегија улагања заснована на куповини корпорација са квалитетним корпоративним управљањем и продаји оних са лошим корпоративним управљањем, генерисала абнормалне стопе приноса од 8,5% у 1990. години. Агарвал и Вилијамсон су, такође, пружили доказе о статистички значајној позитивној вези између корпоративног управљања и тржишне вредности корпорације.<sup>561</sup> Поред тога, они су уочили да су корпорације које су добровољно усвојиле промене у пракси корпоративног управљања у периоду од 2001. до 2005. године имале већу вредност имовине. Користећи базу GMI (*Governance Metrics International*) за 22 развијене земље у периоду од 2003. до 2007. године и индекс корпоративног управљања заснован на 64 индивидуална атрибута корпорације, Аман и остали су дошли до закључка да између корпоративног управљања и вредности корпорације постоји јака позитивна веза.<sup>562</sup> Потврду позитивног утицаја корпоративног управљања на вредност корпорације, такође, дали су резултати истраживања за немачке<sup>563</sup> и швајцарске<sup>564</sup> корпорације, где су за апроксимацију квалитета корпоративног управљања коришћени индекси креирани на основу постојеће праксе корпоративног управљања анализираних земаља.

Утицај корпоративног управљања на вредност корпорације, истраживан је и у земљама у развоју. Баи и остали истичу да су кинески инвеститори спремни да плате

---

<sup>560</sup> Gompers, P. A., Ishii, J. L. & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.

<sup>561</sup> Aggarwal, R. & Williamson, R. (2006). Did New Regulations Target the Relevant Corporate Governance Attributes? *Georgetown University Working Paper*, Available at <https://ssrn.com/abstract=859264>

<sup>562</sup> Ammann, M, Oesch, D. & Schmid, M. M. (2011). Corporate Governance and Firm Value: International Evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36-55.

<sup>563</sup> Drobetz, W., Schillhofer, A. & Zimmermann, H. (2004). Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 10(2), 267-293.

<sup>564</sup> Briner, S., Drobetz, W., Schmid, M. M. & Yimmermann, H. (2006). An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation. *European Financial Management*, 12(2), 249-283.

премију до 63% за корпорације са бољим корпоративним управљањем.<sup>565</sup> Блек је открио позитиван утицај корпоративног управљања на вредност руских корпорација.<sup>566</sup> Он је, такође, указао на то да пракса корпоративног управљања у земљама са слабом заштитом инвеститора има јачи утицај на вредност корпорације. Клапер и Лав су испитивали квалитет корпоративног управљања корпорација из четрнаест земаља у развоју.<sup>567</sup> Истраживање је пружило доказе да корпорације које се придржавају високих стандарда корпоративног управљања имају већу тржишну вредност, што је посебно изражена код земаља са слабом правном заштитом. Резултати истраживања на узорцима корпорација из Јужне Кореје<sup>568</sup> и Бразила<sup>569</sup> упућују на исти закључак. Код корпорација из Бразила је уочено да раст индекса корпоративног управљања од најниже до највише вредности у периоду истраживања изазива раст Тобиновог Q за 38%, односно да пораст индекса за једну јединицу проузрокује раст тржишне вредности корпорације од 6,8%.

За разлику од претходно представљених истраживања систем корпоративног управљања, код истраживања утицаја појединачних инструмената корпоративног управљања на вредност корпорације не упућују на јединствен закључак. Истраживање на узорку корпорација из дванаест западноевропских земаља указује на негативну везу између концентрације власничке структуре и вредности корпорације, позитивну везу између правне заштите инвеститора и вредности корпорације, али и на негативну везу између правне заштите кредитора и вредности корпорације код корпорација са високим нивоом задужености.<sup>570</sup> Са друге стране, Ла Порта и остали истичу да су корпорације у земљама са бољом заштитом мањинских права и оне код којих је власништво у рукама контролног акционара, више вредноване.<sup>571</sup> Концентрација власништва позитивно утиче на вредност шпанских корпорација, али тај утицај постаје инверзан када је концентрација на јако високом

---

<sup>565</sup> Bai, C., Liu, J., Lu, F., Song, M. & Zhang, J. (2004). Corporate Governance and Firm Valuations in China. *Journal of Comparative Economics*, 32(4), 599-616.

<sup>566</sup> Black, B. (2001). The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms. *Emerging Markets Review*, 2(2), 89-108.

<sup>567</sup> Klapper, L. F. & Love, I. (2004). Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.

<sup>568</sup> Black, B., Kim, W., Jung, H. & park, K. (2006). Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Time-Series Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics and Organization*, 22(2), 366-413.

<sup>569</sup> Leal, R. P. & Carvalhal-da-Silva, A. L. (2005). Corporate Governance in Brazil (and in Chile). *Reserch Network Paper No. R-514*, Inter-American Development Bank, Washington, D. C.

<sup>570</sup> Hughes, P. J. (2009). Corporate Value, Ultimate Control and Law Protection for Investors in Western Europe. *Management Accounting Research*, 20(1), 41-52.

<sup>571</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, W. R. (2002). оп. цит.

нивоу.<sup>572</sup> Резултати истраживања на узорку који су чиниле корпорације чије се акције налазе на јужноазијском тржишту у настајању, говоре у прилог негативној вези између концентрације власништва и вредности корпорације,<sup>573</sup> док Химелберг и остали, на узорку 600 корпорација из базе Compustata, нису пронашли доказе који потврђују да је веза између концентрација власништва и вредности корпорације на статистички значајном нивоу.<sup>574</sup> Багат и Болтон истичу да су јача правна заштита акционара, менаџерско власништво и дуалитет улоге генералног директора и председника управног одбора повезани са бољим перформансама корпорације.<sup>575</sup>

На узорку 799 корпорација са концентрисаном власничком структуром из 22 земље. Дахија и остали су открили позитивну везу између независности управног одбора и вредности корпорације, с тим да је та веза јача код земаља са слабијом заштитом мањинских акционара.<sup>576</sup> Са друге стране, Колс и остали и Ериксон и остали доказали су негативни утицај независности управног одбора на вредност америчких и канадских корпорације,<sup>577</sup> док Багат и Блек и Деандерсен и остали нису открили статистички значајну везу структуре управног одбора и вредности корпорације.<sup>578</sup> Резултати емпиријских испитивања утицаја величине управног одбора на вредност корпорације, такође, нису хомогени. Ченг и Деандерсен и остали дошли су до доказа о негативном утицају величине управног одбора на вредност корпорације.<sup>579</sup> Колс и остали су открили везу у облику латиничног слова U – односно, вредност корпорације иницијално опада као одговор на раст величине управног одбора, али касније почиње да расте са даљим растом величине управног

---

<sup>572</sup> Garcia-Meca, E. & Sanchez-Ballesta, J. P. (2011). Firm Value and Ownership Structure in the Spanish Capital Market. *Corporate Governance*, 11(1), 41-53.

<sup>573</sup> Shah, A. Z. S, Butt, A. S. & Saeed, M. M. (2011). Ownership Structure and Performance of Firms: Empirical Evidence from an Emerging Market. *African Journal of Business Management*, 5(2), 515-523.

<sup>574</sup> Himmelberg, P. C., Hubbard, R. & Palia, D. (1999). Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 353-384.

<sup>575</sup> Bhagat, S. & Bolton, B. (2008). Corporate Governance and Firm Performance. *Journal of Corporate Governance*, 14(3), pp. 257-273.

<sup>576</sup> Dahya, J., Dimitrov, O. & McConnell, J. J. (2008). Dominant Shareholders, Corporate Boards and Corporate Value: A Cross-Country Analysis. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 73-100.

<sup>577</sup> Coles, J., McWilliams, V. & Sen, N. (2001). An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms To Performance. *Journal of Management*, 27(1), 23-50. и Erickson, J., Park, Y., Reising, J. & Shin, H. (2005). Board Composition and Firm Value Under Concentration Ownership: The Canadian Evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4), 387-410.

<sup>578</sup> Bhagat, S. & Black, B. (2002). The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *Journal of Corporate Law*, 27(2), 231-274. и De Andersen, P., Azofra, V. & Lopez, F. (2005). Corporate Boards in OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness. *International Review*, 13(2), 197-210.

<sup>579</sup> Cheng, S. (2008). Board Size and the Variability of Corporate Performance. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 157-176. и De Andersen, P., Azofra, V. & Lopez, F. (2005). оп. цит.

одбора.<sup>580</sup> Међутим, има и студија које не откривају статистички значајну везу величине управног одбора и вредности корпорације.<sup>581</sup>

Као објашњење овако неконзистентних резултата утицаја инструмената корпоративног управљања на вредност корпорације истиче се проблем ендогености; односно, утицај инструмената корпоративног управљања на вредност корпорације може зависити од неке друге, тренутно непосматране, карактеристике корпорације.<sup>582</sup> Другим речима, због проблема ендогене условљености, утицај инструмената корпоративног управљања на вредност корпорације може се разликовати од корпорације до корпорације.

---

<sup>580</sup> Coles, L. J., Daniel, D. N. & Naveen, L. (2008). оп. цит.

<sup>581</sup> Bhagat, S. & Black, B. (2002). оп. цит. и Uchida, K. (2011). Does Corporate Board Downsizing Increase Shareholder Value? Evidence from Japan. *International Review of Economics and Finance*, 20(4), 562-573.

<sup>582</sup> Brown, P., Beekes, W. & Verhoeven, P. (2011). оп. цит.

## **ДЕО IV**

# **ЕМПИРИЈСКА АНАЛИЗА УТИЦАЈА КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА НА ОДЛУКЕ О СТРУКТУРИ КАПИТАЛА КОРПОРАЦИЈА У СРБИЈИ**

## 1. Оквир корпоративног управљања у Србији

Иако је 1896. године донет први закон о акционарским друштвима у Србији,<sup>583</sup> процес формирања акционарских друштава био је заустављен почетком Другог светског рата и појавом социјалистичких идеја о друштвеној својини и самоуправљању. Тек крајем 1980-их, доношењем новог закона о предузећима и првог закона о приватизацији, започет је процес трансформације из планске у тржишну привреду и повратка приватне својине и корпоративног управљања у наш привредни систем. Успостављање привредног система који ће функционисати на принципима тржишне економије значајно се интензивирало почетком 21. века захваљујући убрзаној приватизацији предузећа и развоја система корпоративног управљања.

Као кључни фактори који ометају бржи развој корпоративног управљања у Србији наводе се следећи:<sup>584</sup> велики број компанија нема акције на Београдској берзи и налази се у државном власништву; институционални инвеститори су на маргини тржишта капитала; листиране компаније нису тржишно мотивисане у смислу прикупљања капитала путем тржишта капитала и јачања сопствене конкурентске позиције; све листиране компаније позајмљени капитал прибављају од банака путем разних врста кредита; многе велике компаније су још увек контролисане од стране државе; одабрани процес масовне приватизације узроковао је формирање концентрисане власничке структуре. Глобализација, економске снаге (заштита интереса акционара) и политичке снаге (придруживање Европској унији), препознати су као фактори који су били, јесу и биће значајни за развој предузећа и корпоративног управљања у Србији.<sup>585</sup> Њихов утицај је посебно видљив у законским одредбама које су у великој мери у складу са принципима ОЕЦД-а и директивама Европске уније.

### 1.1. Законски оквир корпоративног управљања у Србији

Законски оквир корпоративног управљања у Републици Србији чине: Закон о привредним друштвима (Службени гласник РС, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 – др.

---

<sup>583</sup> Закон о акционарским друштвима Србије из 1896. године

<sup>584</sup> Denčić-Mihajlov, K. (2009). Reforms of Corporate Governance and Takeover Regulation: Evidence from Serbia. *South-Eastern Europe Journal of Economics*, 2, 205-227.

<sup>585</sup> Denčić-Mihajlov, K. (2006). Corporate Governance in Serbia: An Overview of Recent Developments. *Facta Universitatis*, 3(2), 169-177. и Чупић, М. (2010). Анализа стања и могућности за унапређење корпоративног управљања у Србији. *Економика предузећа*, 58(3-4), 174-184.

закон и 5/2015), Закон о банкама (Службени гласник РС, бр. 107/2005), Закон о рачуноводству (Службени гласник РС, бр. 62/2013), Закон о ревизији (Службени гласник РС, бр. 62/2013) и Закон о тржишту капитала (Службени гласник РС, бр. 31/2011, 112/2015 и 108/2016). Како су предмет истраживања у овој докторској дисертацији нефинансијске корпорације, тако се неће улазити у детаље одредби Закона о банкама којим се уређује оснивање, организација, пословање, начин управљања, контрола и престанак рада банака.

Истраживањем је обухваћен кратак период важења одредби Закона о привредним друштвима из 2004. године (Службени гласник РС, бр. 125/2004), па је у циљу бољег разумевања методологије и резултата истраживања, пре анализе одредби актуелног Закона о привредним друштвима из 2011. дата кратка анализа Закона из 2004. године. Овај закон је у великој мери био заснован на пракси Европске уније и представљао је регулаторну основу за успостављање односа између акционара и управљачке структуре. Регулисао је питања као што су: обим, имплементација и заштита права акционара, структура и обавезе органа управљања, правосудни и други облици заштите.<sup>586</sup>

Затворено акционарско друштво	Отворено акционарско друштво (некотирано)	Отворено акционарско друштво (котирано)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Скупштина</li> <li>• Директор или управни одбор</li> <li>• Извршни одбор (опционо)</li> <li>• Интерни ревизор или одбор ревизора (опционо)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Скупштина</li> <li>• Управни одбор</li> <li>• Извршни одбор</li> <li>• Интерни ревизор (опционо)</li> <li>• Надзорни одбор или одбор ревизора (опционо)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Скупштина</li> <li>• Управни одбор</li> <li>• Извршни одбор</li> <li>• Интерни ревизор</li> <li>• Надзорни одбор или одбор ревизора</li> </ul>

**Слика 12: Органи управљања акционарским друштвом према Закону из 2004. године**

Сходно овом закону, органи управљања акционарским друштвом су били одређени према типу акционарског друштва. Шематски приказ органа управљања за сваки тип акционарског друштва дат је Сликаом 12. Затворено акционарско друштво је поред скупштине акционара морало имати директора или управни одбор, а могло је имати извршни одбор и интерног ревизора или одбор ревизора. За разлику од затвореног, отворено акционарско друштво (котирано и некотирано) је морало имати

<sup>586</sup> Denčić-Mihajlov, K. (2006). оп. цит.

управни одбор и извршни одбор. Котирано акционарско друштво је, поред ових органа, морало имати интерног ревизора и надзорни одбор или одбор ревизора.

Чланови управног одбора су бирани од стране акционара на редовној годишњој или посебно сазваној ванредној скупштини. Кандидате за чланове управног одбора су могли да предложе актуелни управни одбор, акционари или комисија за именовање управног одбора. Број чланова управног одбора код отвореног акционарског друштва није могао да буде мањи од три нити већи од петнаест. Котирана отворена акционарска друштва су морала у управном одбору имати већину неизвршних чланова од којих су најмање два морала да буду независна. Председник управног одбора затвореног акционарског друштва је био генерални директор друштва, ако оснивачким актом или статутом друштва није другачије одређено. Делокруг активности управног одбора је обухватао следеће: контролу тачности финансијских извештаја и информација, управљање развојем друштва и стратегијом, надзирање извршних директора, утврђивање или одобравање пословног плана друштва, сазивање седница скупштине акционара и утврђивање предлога дневног реда и др. Сходно томе, директор и управни одбор акционарског друштва су били одговорни за вођење пословних књига и унутрашњи надзор пословања у складу са законом.

Управни одбор је бирао чланове извршног одбора. Кандидати за извршни одбор су бирани из реда лица који су чланови управног одбора или друга лица, с тим да је њихов број морао бити мањи од половине броја чланова управног одбора. Делокруг извршног одбора је укључивао спровођење одлука управног одбора и сва питања повезана са вођењем послова и текућим пословањем друштва, осим питања која су била у надлежности управног одбора и скупштине акционара. Председник извршног одбора код отвореног акционарског друштва је био генерални директор друштва. Интерног ревизора и чланове одбора ревизора акционарског друштва бирао је управни одбор из реда независних чланова управног одбора, а ако одбор није имао такве чланове или није имао довољан број, недостајући број бирала је скупштина акционара. Избор председника и чланова надзорног одбора вршила је скупштина акционара. Чланови надзорног одбора нису могли бити чланови управног одбора, њихов број је морао бити непаран али не мањи од три. Надзорни одбор, интерни ревизор и одбор ревизора су имали у свом делокругу подношење извештаја скупштини акционара о следећем: рачуноводственој пракси, извештајима и пракси



финансијског извештавања друштва и његових повезаних друштава; усклађености пословања друштва са законским и другим захтевима регулаторних тела; квалификованости, независности и способности независног ревизора друштва; уговорима склопљеним између друштва и чланова управног одбора.

Године 2011. су престали да важе Закон о привредним друштвима из 2004. године и Закон о приватним предузетницима из 1989. године, а ступио је на снагу актуелни Закон о привредним друштвима (Службени гласник РС, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 – др. закон и 5/2015). У актуелном Закону о привредним друштвима, акционарска друштва се више не деле на отворена и затворена, већ се отворена акционарска друштва означавају као јавна акционарска друштва, а затворена као акционарска друштва.<sup>587</sup> Управљање друштвом може бити организовано као једнодомно или дводомно, што се одређује статутом, при чему су органи друштва одређени изабраним моделом управљања (Слика 13).

Једнодомно управљање	Дводомно управљање
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Скупштина</li> <li>• Један или више директора (одбор директора)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Скупштина</li> <li>• Надзорни одбор</li> <li>• Један или више извршних директора (извршни одбор)</li> </ul>

**Слика 13: Органи управљања акционарским друштвом према организацији управљања сходно одредбама актуелног Закона о привредним друштвима**

Скупштину чине сви акционари друштва. Они имају право да учествују у раду скупштине, односно имају право гласа и право на учешће у расправи о питањима на дневном реду скупштине. Изузетно, статутом се може утврдити минималан број акција које акционар мора поседовати за лично учешће у раду скупштине, који не може бити већи од броја који представља 0,1% укупног броја акција одговарајуће класе. У својој надлежности скупштина има доношење низа одлука од значаја за друштво, а неке од њих су: измена статута, повећање или смањење основног капитала, статусне промене и промене правне форма, расподела добити и покриће губитка, усвајање финансијских извештаја и извештаја ревизора, усвајање извештаја одбора директора, односно надзорног одбора ако је управљање дводомно, именовање и разрешење директора и чланова надзорног одбора и др.

<sup>587</sup> Милосављевић, М. (2012). Критички осврт на Закон о привредним друштвима Републике Србије из 2011. године. *Гласник права*, 3(1), 63-79.

Свако пословно способно лице може бити директор друштва, с тим да се статутом могу одредити и други услови које одређено лице мора испунити да би било директор. Директор не може бити лице које је: директор или члан надзорног одбора у више од пет друштава, осуђено за кривично дело које је окарактерисано као привредни криминал током периода од пет година рачунајући од дана правоснажности пресуде и има изречену меру забране обављања делатности која представља претежну делатност друштва. Код једнодомног управљања, број директора одређује се статутом и ако друштво има три или више директора они чине одбор директора. Јавно акционарско друштво има одбор директора, који се састоји од најмање три директора. Скупштина именује директоре, а предлог кандидата може дати директор, односно одбор директора, комисија за именовање (ако постоји) и акционари који имају право на предлагање дневног реда седница скупштине, а код јавног акционарског друштва то могу урадити само комисија за именовање и акционари који имају право на предлагање дневног реда седница скупштине.

Директори могу бити извршни и неизвршни, с тим да уколико друштво има мање од три директора, сваки директор је извршни, а јавна акционарска друштва морају имати неизвршне директоре чији број мора бити већи од броја извршних. Извршни директори воде пословање уз придржавање свих ограничења одређених законом, статутом, одлукама скупштине или одлукама одбора директора и законски су заступници друштва, осим ако је статутом одређено да само поједини извршни директори заступају друштво. Једног од извршних директора овлашћених за заступање директори могу именовати за генералног директора друштва који координира радом извршних директора и организује пословање друштва. Неизвршни директори не могу бити лица која су запослена у друштву. Они су задужени за надзирање рада извршних директора, предлагање пословне стратегије друштва и надзирање њеног извршења. Јавно акционарско друштво има најмање једног неизвршног директора који је истовремено независни директор.

Уколико друштво има одбор директора, директори бирају једног од директора за председника одбора, а код јавног акционарског друштва председник одбора директора мора бити један од неизвршних директора. Одбор директора може образовати комисије које му помажу у раду, чији чланови могу бити директори и друга физичка лица која имају одговарајућа знања и радна искуства од значаја за рад комисије. Комисија за ревизију се обавезно образује код јавног акционарског

друштва, док се комисије за именовање, накнаде и друге комисије у складу са потребама друштва могу образовати.

Код дводомног управљања, акционарско друштво има једног или више извршних директора и надзорни одбор, а јавно акционарско друштво има најмање три извршна директора, који чине извршни одбор, и надзорни одбор. Извршни директори не могу имати заменике, именује их надзорни одбор, а предлог кандидата даје комисија за именовање (ако постоји) или сваки члан надзорног одбора друштва. Сагласност надзорног одбора је потребна за обављање одређених послова извршних директора, као што су: стицање, отуђење и оптерећење удела и акција које друштво поседује у другим правним лицима, стицање, отуђење и оптерећење непокретности, узимање кредита и др. Уколико друштво има извршни одбор, надзорни одбор мора именовати генералног директора.

Број чланова надзорног одбора мора бити непаран, а најмање три. Чланови надзорног одбора не могу бити извршни директори нити прокуристи друштва и не могу имати заменике. Чланове надзорног одбора именује скупштина, а предлог кандидата дају надзорни одбор, комисија за именовање (ако постоји) и акционари који имају право на предлагање дневног реда скупштине. Јавно акционарско друштво има најмање једног члана надзорног одбора који је независан од друштва. Неке од надлежности надзорног одбора, поред надзирања извршних директора, су: утврђивање и надзирање остварења пословне стратегије и циљева друштва, вршење унутрашњег надзора над пословањем друштва, установљавање рачуноводствених политика и политика управљања ризицима друштва, утврђивање финансијских извештаја и подношење скупштини на усвајање, сазивање седница скупштине и давање предлога дневног реда и др. Слично као одбор директора код једнодомног управљања, надзорни одбор може образовати комисије које му помажу у раду, с тим да се код јавног акционарског друштва комисија за ревизију мора обавезно образовати, док се комисије за именовање, накнаде и друге комисије могу се образовати у складу са потребама друштва.

Без обзира на изабрани модел управљања, годишњи извештај о пословању јавног акционарског друштва мора да садржи изјаву о примени Кодекса корпоративног управљања. У ову изјаву морају бити укључи: обавештење о кодексу корпоративног управљања који друштво примењује и место на ком је његов текст јавно доступан, сва битна обавештења о пракси корпоративног управљања коју

друштво спроводи и одступања од правила кодекса корпоративног управљања који друштво примењује уз образложење за та одступања.

Из угла смањења информационе асиметрије, подизања нивоа квалитета и кредибилитета пословних информација посебно су значајне одредбе Закона о рачуноводству и Закона о ревизији. Сходно одредбама Закона о рачуноводству (Службени гласник РС, бр. 62/2013), акционарска друштва су дужна да воде пословне књиге, признају и вреднују имовину и обавезе, приходе и расходе, састављају, приказују, достављају и обелодањују информације у финансијским извештајима. Поред редовног годишњег финансијског извештаја за пословну годину која је једнака календарској, друштво је дужно да састави ванредне финансијске извештаје у случајевима предвиђеним законом, а уколико има контролу над једним или више правних лица, дужно је да састави консолидовани финансијски извештај. Све финансијске извештаје и пратећу документацију друштво је дужно да достави Агенцији за привредне регистре ради јавног обелодањивања у роковима прописаним овим законом. Податке из потпуних и рачунски тачних финансијских извештаја и документације Агенција јавно обелодањује на својој интернет страници у оквиру Регистра финансијских извештаја, који представља централну, јавну и јединствену електронску базу података.

Законом о ревизији (Службени гласник РС, бр. 62/2013) одређено је да редовни годишњи извештаји великих и средњих правних лица разврстаних у складу са Законом о рачуноводству, јавних друштава у складу са Законом о тржишту капитала независно од њихове величине, као и консолидовани финансијски извештаји матичних правних лица, подлежу обавезној ревизији.

Када је реч о пракси корпоративног управљања, посебно су значајни прописи који уређују тржиште хартија од вредности, односно одредбе Закона о тржишту капитала (Службени гласник РС, бр. 31/2011, 112/2015 и 108/2016). Циљеви Закона су заштита инвеститора, обезбеђење праведног, ефикасног и транспарентног тржишта капитала и смањење систематског ризика на тржишту капитала. Овим законом се уређује: јавна понуда и секундарно трговање финансијским инструментима, регулисано тржиште, мултилатерална трговачка платформа и ОТЦ тржишта у Републици Србији, пружање инвестиционих услуга и обављање инвестиционих активности, обелодањивање финансијских и других података, обавезе извештавања издавалаца и јавних друштава, забрана преварних,

манипулативних и других против законских радњи, клиринг, салдирање и регистровање трансакција финансијских инструмената, као и организација и надлежност Централног регистра, депоа и клиринга хартија од вредности и организација и надлежност Комисије за хартије од вредности.

Поред поменутих, регулаторни оквир корпоративног управљања у Републици Србији укључује и друге законе као што су Закон о приватизацији (Службени гласник РС, бр. 83/2014, 46/2015, 112/2015 и 20/2016), Закон о преузимању акционарских друштава (Службени гласник РС, бр. 46/2006, 107/2009, 99/2011 и 108/2016), Закон о инвестиционим фондовима (Службени гласник РС, бр. 46/2006, 51/2009, 31/2011 и 115/2014) и Закон о стечају (Службени гласник РС, бр. 104/2009, 99/2011 – др. закон, 71/2012 – одлука УС, 83/2014 и 113/2017). Велики значај за развој и добру праксу корпоративног управљања има добро изграђен институционални оквир. Институционални оквир у Србији, пре свега, чине:<sup>588</sup> Привредни судови, Привредни апелациони суд, Врховни касациони суд, Управни суд, Народна скупштина Републике Србије, Влада Србије, Министарства правде, финансија и економије, Агенција за привредне регистре, Агенција за приватизацију, Народна банка Србије, Привредна комора Србије, Комисија за хартије од вредности, Београдска берза и др.

Имајући у виду учињену анализу, може се рећи да је у протекле две деценије правно регулаторног оквира корпоративног управљања у Републици Србији знатно унапређен у тежњи да се приближи и усклади са принципима и правилима међународне добре праксе корпоративног управљања. Међутим, адекватна имплементација законског оквира у литератури је истакнута као кључни проблем код земаља у развоју због различитих историјских, културолошких, политичких и економских карактеристика конкретне земље.<sup>589</sup> У складу са тим је виђење да у Србији недостаје ефикасна примена права и да савремена пословна и судска пракса имају кључну улогу у процесу њеног унапређења.<sup>590</sup> Такође, се додаје да пуна примена права у Србији треба да унапреди ефикасност рада органа управљања и

---

<sup>588</sup> *Korporativno upravljanje - Priručnik* (2011). Међународна финансијска корпорација IFC, Београд, стр. 28 и 29. оп. цит.

<sup>589</sup> Pistor, K., Raiser, M. & Gelfer, S. (2000). оп. цит.

<sup>590</sup> Николић, Ј. & Бабић, В. (2015). Развој и примена европског оквира корпоративног управљања – препоруке за Србију, у Јакшић, М., Стојановић Алексић, В. & Мимовић, П. (ред.). *Економско-Социјални аспекти прикључивања Србије Европској унији* (сс. 213-224), Економски факултет, Крагујевац

контроле акционарских друштава што би омогућило заштиту интереса инвеститора, повратило поверење страних инвеститора и олакшало приступ капиталу.

## 1.2. Кодекси корпоративног управљања у Србији

У циљу унапређења, развоја и имплементације добре праксе корпоративног управљања, креирани су кодекси корпоративног управљања Београдске берзе и Привредне коморе Србије који садрже низ правила, принципа, препорука и смерница. У основи оба кодекса налази се поменути сет закона и низ подзаконских аката који ближе регулишу област корпоративног управљања, као и принципи ОЕЦД-а. Кодекси су тако постављени да их акционарска друштва могу директно примењивати, али је остављена могућност да друштво примењује друге кодексе или развије сопствена правила корпоративног управљања.

Имајући у виду потребу за широком применом индикатора квалитета корпоративног управљања у процесу доношења инвестиционих одлука на савременом тржишту хартија од вредности, као основни разлози за доношење Кодекса корпоративног управљања Београдске берзе истичу се коришћење потенцијала тржишта капитала од стране свих привредних субјеката, непрекидно унапређење односа са инвеститорима и јачање њиховог поверења у издате хартије од вредности.<sup>591</sup> Кодекс је превасходно намењен акционарским друштвима која имају акције на неком од тржишта Београдске берзе. Резултат је сарадње Београдске берзе и Међународне финансијске корпорације (*International Financial Corporation - IFC*). Његова основна сврха је даље унапређење корпоративних односа у Републици Србији кроз имплементацију међународно прихваћених принципа и искустава најбоље праксе корпоративног управљања. Примена Кодекса је заснована на принципу добровољности и правилу „примени или објасни“. За друштва чије су хартије од вредности укључене на неко од тржишта Београдске берзе обавеза примене Кодекса настаје добровољним слањем писане изјаве о прихватању његове примене Београдској берзи.

Одредбе Кодекса су груписане у две целине: прву, са четрнаест поглавља, која се односи на основне носиоце корпоративног управљања и регулаторно-организациони оквир њиховог деловања, и другу, са четири поглавља, која се односи на транспарентност и јавност пословања. Прво поглавље, прве целине, односи се на

---

<sup>591</sup> Кодекс корпоративног управљања Београдске берзе ад. Београд (2008), стр. 1

заштиту права акционара. Препоруке које се односе на структуру, избор, права и обавезе чланова управног одбора, избор, карактеристике и обавезе председника управног одбора, као и политику награђивања чланова управног одбора и образовање комисија управног одбора дате су у другом, трећем, четвртном, петом и шестом поглављу прве целине. У оквиру осталих поглавља, прве целине, дате су препоруке које се тичу: извршних органа друштва; послова надзора и контроле; независних (екстерних) ревизора друштва, секретара друштва, општих аката друштва, ванредних правних послова друштва, спречавања сукоба интереса и повреде забране конкуренције и спречавања и решавања корпоративних сукоба. У оквиру друге целине, дефинисане су препоруке које се тичу политике извештавања, структуре и битних елемената периодичног извештавања и извештаја о битним догађајима, као и начина дистрибуирања информација.

Кодекс корпоративног управљања Привредне коморе Србије донет 2012. године представља допуњену и измењену верзију првог кодекса корпоративног управљања у Републици Србији који је донела Привредна комора 2005. године. Полазећи од тога да корпоративно управљање омогућава привредном друштву да привуче људски и финансијски капитал, да ефикасно води пословање и обезбеди дугорочни и одрживи развој, и узимајући у обзир интересе власника и других страна које имају легитимне интересе у пословању друштва, основна сврха кодекса је унапређење система корпоративног управљања у друштвима капитала у Републици Србији. Намењен је свим друштвима капитала и има шири обухват примене од других кодекса корпоративног управљања у Србији<sup>592</sup> који се односе на јавна акционарска друштва.

Кодекс има три дела, која се баве следећим питањима: Друштва капитала, Додатни принципи и препоруке за породична друштва капитала и Додатни принципи и препоруке за друштва капитала у којима је држава члан. Први део кодекса је најсложенији, па је садржај подељен на три главе. Првом су обухваћени принципи и препоруке за сва друштва капитала. Друга обухвата додатне принципе и препоруке за већа друштва капитала и јавна акционарска друштва. Ови принципи и препоруке односе се на сва друштва капитала (без обзира на изабрану правну форму), а која су достигла критичну величину која захтева формалнији приступ

---

<sup>592</sup> Кодекс Београдске берзе, кодекси друштва капитала чијим се акцијама тргује на Београдској берзи и Кодекс Привредне коморе Србије из 2006. године.

корпоративном управљању. Трећа глава садржи додатне принципе и препоруке за јавна акционарска друштва, односно бави се добрим праксама корпоративног управљања у друштвима капитала чијим се хартијама од вредности активно тргује. Дефинисани принципи и препоруке нису обавезујући, али се препоручују свим друштвима капитала као најбоља пракса корпоративног управљања. Кодекс је заснован на принципу „примени или објасни“. Принципи и препоруке тангирају следеће категорије: скупштину чланова, управљање и надзор, објављивање и однос са носиоцима интереса за пословање друштва.

Поред поменутих кодекса корпоративног управљања, допринос развоју добре праксе корпоративног управљања пружа Упитник о пракси корпоративног управљања издавалаца (*Scorecard*), развијен од стране Београдске берзе, IFC-а, Комисије за хартије од вредности Републике Србије и Лок Института за организацију и економику Сарајево. Упитник је креиран са циљем да се створи алат за вредновање праксе корпоративног управљања на брз и систематичан начин. Сходно томе, очекује се да Упитник: олакша рад аналитичарима и инвеститорима путем једноставног прегледа свих значајних питања доброг корпоративног управљања, омогући лако утврђивање квалитета корпоративног управљања свакој корпорацији, омогући упоређивање пракси корпоративног управљања између привредних грана или земаља и олакша одређивање минималних захтева инвеститора по питању квалитета корпоративног управљања као дела основне инвестиционе политике корпорације.

Доступност свим интересним групама путем интернета, никакви или веома мали трошкови имплементације и једноставна примена, основне су карактеристике Упитника. Упитник је тако структуриран да обухвата главне принципе доброг корпоративног управљања, који су систематизовани у шест области: 1) Посвећеност принципима корпоративног управљања и друштвена одговорност, 2) Акционари и скупштина акционара, 3) Управни одбор, 4) Извршни органи друштва и секретар друштва, 5) Послови надзора, контроле и екстерне ревизије и 6) Транспарентност и јавност пословања. Свака област упитника носи одређени тежински фактор, а сабирањем свих оцена добија се крајњи резултат (*total score*). Крајњи резултат би требало да се креће у распону од 65% до 75%, што значи да корпорација примењује обавезне принципе корпоративног управљања који су дефинисани законским оквиром и националним кодексима корпоративног управљања у Србији.



Корпорације које примењују више принципе корпоративног управљања могу имати крајњи резултат у распону од 75% до 100%.

### 1.3. Анализа праксе корпоративног управљања у Србији

Интензивнија реформа корпоративног управљања у Србији започета је почетком 21. века. Прва деценија реформи се може назвати транзиционом фазом јер је тада делимично уређена власничка структура и статус акционарских друштава, односно акције су прелазиле из руку запослених у руке инвеститора, док су власници многих акционарских друштава желели промену правне форме и трансформацију у друштва са ограниченом одговорношћу.<sup>593</sup>

Корпоративно управљање у Србији, и после готово две деценије реформи, није довољно развијено. За такву ситуацију наводи се неколико разлога: честе политичке промене; незавршен процес приватизације појединих државних и друштвених предузећа; корпоративни сектор који се састоји од „инстант корпорација“ креираних у процесу приватизације без истовременог развоја законске и институционалне инфраструктуре; значајне улоге државе у реалном и финансијском сектору.<sup>594</sup> Тренутну ситуацију корпоративног управљања у Србији карактерише:<sup>595</sup>

- концентрација власништва, односно посебна врста већинског власника, стратешког партнера, који поседује већински пакет акција. Оваква структура власништва је последица изабраног модела приватизације тј. примене модела класичне продаје друштвеног/државног капитала једном инвеститору.
- неравноправан однос између већинског власника и мањинских акционара, као последица процеса приватизација која није била праћена адекватним развојем институција и финансијског тржишта.
- непостојање управног одбора као органа управљања, јер се актуелним законом код једнодомног модела управљања предвиђа одбор директора, а код дводомног модела извршни и надзорни одбор.
- повезаност власништва и контроле, односно већина акционара који контролишу друштво истовремено су генерални директори друштва и чланови одбора директора.

---

<sup>593</sup> Беговић, Б., Бисић, М., Ђулић, К., Живковић, Б., Јоловић, А. & Мијатовић, Б. (2008). *Корпоративно управљање: пет година касније*. Центар за либерално-демократске студије, Службени гласник, Београд, стр. 201

<sup>594</sup> Николић, Ј. & Бабић, В. (2015). оп. цит.

<sup>595</sup> Ибид.

Као последица изабраног модела приватизације, који предвиђа продају 70% капитала једном инвеститору, сходно последњем Закону о приватизацији (Службени гласник РС, бр. 83/2014, 46/2015, 112/2015 и 20/2016), степен концентрације власништва у српским корпорацијама је јако висок. У прилог томе говоре резултати истраживања Центра за либерално-демократске студије, који указују на то да најмање 52% акционарских друштава има власника који поседује више од две трећине акција, 19% друштава има власника са 25 до 50% акција, а 29% друштава власника са 10 до 25% акција.<sup>596</sup> Концентрација власништва се у многим земљама у транзицији показала као најефикаснији инструмент корпоративног управљања, због позитивног ефекта на ублажавање основног агенцијског проблема. Додатно, због неразвијености институционалног оквира, концентрација власништва се примењује као облик неформалне институције корпоративног управљања. Имајући у виду да су неформалне институције мање ефикасне и да узрокују ПП конфликт, проблем недовољне заштите права мањинских акционара сматра се узроком лошег корпоративног управљања и отежавајућим фактором унапређења конкурентности наше привреде.<sup>597</sup> Стога се сугерише да је потребно проналажење равнотеже између менаџерских и мањинских права у регулаторном оквиру и институцијама.<sup>598</sup>

Структура управљања, односно функционисање управног одбора оцењено је као неефикасно од стране домаћих аутора, а као разлози за то се наводе: 1) некомпетентност органа управљања и чланова надзорног одбора, 2) избор чланова управног одбора према лојалности, послушности и партијској припадности, а не према стручној способности, и 3) постављање управног одбора, у највећем броју случајева, од стране већинског власника чиме он остварује пуну контролу над предузећем.<sup>599</sup> Николић и Бабић истичу да су законске промене које се односе на структуру управљања акционарским друштвима и препоруке Кодекса Привредне коморе Србије, усмерене на повећање ефикасности одбора директора (једнодомно управљање) и надзорног одбора (дводомно управљање).<sup>600</sup> Међутим, због тога што

---

<sup>596</sup> Беговић, Б., Бисић, М., Ђулић, К., Живковић, Б., Јоловић, А. & Мијатовић, Б. (2008). стр. 31-32. оп.цит.

<sup>597</sup> Николић, Ј. & Бабић, В. (2016). Заштита интереса инвеститора као фактор унапређења конкурентности привреде. У Маринковић, В., Јањић, В. & Мићић, В. (ред.). *Унапређење конкурентности привреде Републике Србије* (сс. 205-2016). Економски факултет, Крагујевац

<sup>598</sup> Чупић, М. (2010). оп.цит.

<sup>599</sup> Кукобат, Л., Тешановић, С. & Кукић, С. (2016). Корпоративно управљање у Србији: Проблем малих акционара. *Финиз, Зборник радова – Ризици у савременим условима пословања*, 111-116. и Ибид.

<sup>600</sup> Николић, Ј. & Бабић, В. (2015). оп.цит.

се утицај законских одредби на квалитет система корпоративног управљања не може сагледати у кратком року, исти аутори сматрају да коначну оцену о структури управљања након насталих законских промена не треба доносити брзоплето.

*Табела 2: Позиција Србије према индексу глобалне конкурентности Светског економског форума од 2011. до 2016. године*

Индикатори	2011 <sup>601</sup>	2012 <sup>602</sup>	2013 <sup>603</sup>	2014 <sup>604</sup>	2015 <sup>605</sup>	2016 <sup>606</sup>
Етичко понашање друштва	130	132	127	119	115	109
Имплементација стандарда ревизије и извештавања	114	117	117	109	107	101
Ефикасност управних одбора	136	141	138	125	111	99
Заштита интереса мањинских акционара	140	143	144	138	138	134
Јачина заштите права инвеститора	60	65	69	68	32	73

*Напомена: У 2011. години рангиране су 142 земље, у 2012. години 144 земље, у 2013. 148 земаља, у 2014. години 144 земље, у 2015. години 140 земаља и у 2016. години 138 земаља.*

Међународно рангирање Србије према одређеним индикаторима корпоративног управљања, односно према индексу глобалне конкурентности Светског економског форума од 2011. до 2016. године дато је табелом 2. С тим у вези, може се рећи да је позиција Србије слаба, иако се постепено поправља. Наиме, Србија је најлошије рангирана у погледу заштите права мањинских акционара, а најбоље у области заштите права инвеститора, што потврђује озбиљност ПП конфликта. Значајан помак очигледан је у домену ефикасности управног одбора, иако се Србија у 2016. години налази на 99 месту од 138 обухваћених економија. Разлог за напредак у овом домену се може приписати укључивању међународних принципа добре праксе корпоративног управљања у законску регулативу и низу измена и допуна одредби Кодекса корпоративног управљања Привредне коморе Србије које су допринеле поправљању ефикасности управног одбора. Ранг Србије у домену етичког понашања друштва и имплементације стандарда ревизије и извештавања, још увек је на ниском нивоу, мада је уочљив позитиван тренд. Додатно, извештаји Светског економског форума у посматраном периоду сугеришу да су неефикасност бирократије, корупција и неразвијеност тржишта капитала три основна фактора која се сматрају најпроблематичнијим за улагање и пословање у Србији.

<sup>601</sup> The Global Competitiveness Report 2011-2012, World Economic Forum, p. 315

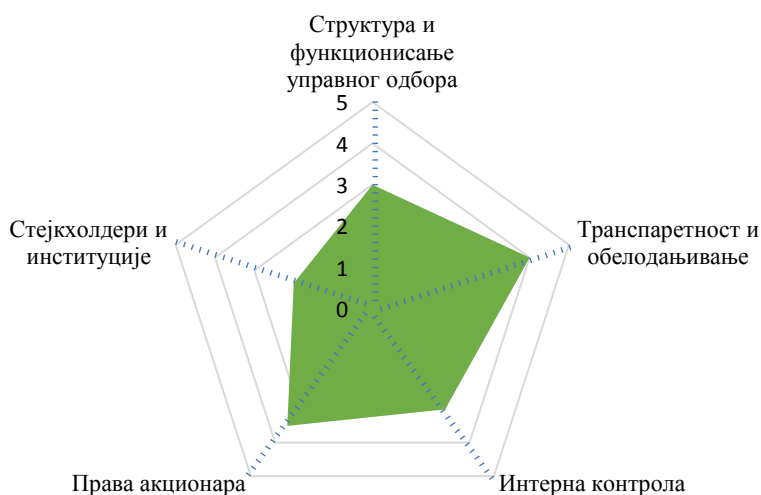
<sup>602</sup> The Global Competitiveness Report 2012-2013, World Economic Forum, p. 313

<sup>603</sup> The Global Competitiveness Report 2013-2014, World Economic Forum, p. 335

<sup>604</sup> The Global Competitiveness Report 2014-2015, World Economic Forum, p. 329

<sup>605</sup> The Global Competitiveness Report 2015-2016, World Economic Forum, p. 315

<sup>606</sup> The Global Competitiveness Report 2016-2017, World Economic Forum, p. 315



**Слика 14: Оцена регулативе и праксе корпоративног управљања у Србији**

Напомена: Оцене степена развоја су следеће: 1- веома слаба, 2- слаба, 3- осредња, 4 - умерено јака, 5-јака до веома јака

Извор: Cigna, P. G., Djuric, P., Kobel, Y. & Sigheartau, A. (2016). *Corporate Governance in Transition Economies: Serbia Country Report*. European Bank for Reconstruction and Development, p. 6

Европска банка за обнову и развој је 2015. године спровела скрининг степена развоја регулативе и праксе корпоративног управљања у Србији. Резултати скрининга су представљени сликом 14, а указују на то да је корпоративно управљање у Србији слабог до задовољавајућег степена развоја. Структура и функционисање управног одбора су оцењени задовољавајућим, јер оквир и пракса корпоративног управљања који тангирају овај сегмент имају неке елементе добре праксе, али неколико критичних проблема сугерише да би требало размотрити реформу целокупног система. Величина управног одбора са просеком од 7 чланова, структура према полу и однос извршних и неизвршних чланова су оцењени као добри. Међутим, уочени су одређени разлози који могу проузроковати проблеме, и то: 1) правна лица могу да буду чланови управног одбора; 2) не постоје захтеви у погледу квалификације чланова управног одбора; 3) законом није предвиђено да управни одбор мора одобрити буџет, што може лоше утицати на његову стратегијску улогу; 4) нису израђене основе за процену независности чланова управног одбора; 5) законом се не искључује могућност да директори буду чланови комисија које помажу у раду одбору директора односно надзорном одбору и 6) законодавство о фидуцијарној дужности није свеобухватно.

Транспарентност и обелодањивање су оцењени као умерено јаки. Истиче се да је обелодањивање често формалистичко, а информације о састанцима управног одбора и комисија, квалификацијама њихових чланова, структури власништва и трансакцијама у власништву ограничене. Интерна контрола је оцењена као задовољавајућа, јер су корпорације дужне да успоставе систем унутрашње контроле и имају интерног ревизора, док комисију за ревизију треба да успоставе, с тим да законом није сасвим јасно прецизирано постизање независности и ефикасности комисије за ревизију, као и потребне квалификације њених чланова.

Пракса и оквир корпоративног управљања који се тичу права акционара се сматрају задовољавајућим до умерено јаким, јер закон додељује акционарима сва основна права која се односе на скупштину акционара, другу општу заштиту и приступ документацији корпорације. Са друге стране, акционарски споразуми нису у потпуности регулисани законом. С тим у вези, препоручује се да слобода преноса акција не може бити ограничена, да је потребно располагати са више информација које се тичу промене у акционарству и да је потребно унапредити ефикасност извршења кривичних санкција у случају реализације трансакција са повезаним лицима која су супротна законским одредбама. У домену заштите стејкхолдера и институционалног окружења уочена је недоследност у законодавству о корпоративном управљању, док је корупција идентификована као основни проблем слабог институционалног амбијента.

С обзиром на оцене домаћих и страних аутора и институција, може се рећи да стање корпоративног управљања у Србији није сасвим задовољавајуће, јер многе аспекте корпоративног управљања треба унапредити. Очигледна је намера законодавца у Србији да унапреди корпоративно управљање укључивањем међународних стандарда и принципа добре праксе корпоративног управљања у регулаторни оквир. У циљу даљег развоја корпоративног управљања у Србији, акценат треба ставити на решавање основних проблема, односно на подизање ефикасности примене права, развој тржишта капитала, јачање заштите мањинских права и бољу едукацију у области корпоративног управљања.

## **2. Теоријске и методолошке основе емпиријског истраживања**

Имајући у виду да је одређени ниво агенцијских трошкова својствен свакој корпорацији, анализа проблема оптимизације структуре капитала без уважавања

карактеристика корпоративног управљања не може се сматрати свеобухватном, посебно у условима недовољно ефикасног система корпоративног управљања, што је случај са системом корпоративног управљања у Србији. На почетку овог дела представљени су предмет и циљ емпиријског истраживања. У наставку су, уважавајући постојећу теоријско-емпиријску основу која тангира проблем оптимизације структуре капитала и однос структуре капитала и корпоративног управљања, постављене хипотезе истраживања. Карактеристике узорка и коришћена методологија истраживања елабориране су на крају овог дела доктората.

## 2.1. Предмет и циљ емпиријског истраживања

Теоријски закључци савремених теорија структуре капитала често су били подстицаји за емпиријска истраживања која су имала за циљ да провере њихову валидност.<sup>607</sup> Међутим, резултати емпиријских студија нису јединствени, тј. не пружају потврду само једног теоријског схватања, али откривају да избор структуре капитала може значајно одредити опстанак, раст и развој корпорације.

Значајан допринос бољем разумевању односа корпоративног управљања и структуре капитала и анализи агенцијског проблема и агенцијских трошкова из финансијске перспективе су дали Џенсен и Меклинг још давне 1976. године.<sup>608</sup> Они истичу да агенцијским трошковима треба прићи као комплексној категорији, као и да се компромисом између агенцијских трошкова дуга и агенцијских трошкова акцијског капитала може постићи оптимална структура капитала. Нека каснија истраживања су потврдила приоритетни утицај агенцијских трошкова на избор оптималне структуре капитала.<sup>609</sup> Џенсен и Меклинг, као и Фама и Џенсен истичу да занемаривање озбиљности агенцијског проблема и неспособност корпорације да исти контролише доприноси смањењу вероватноће опстанка корпорације, односно раст вероватноће да ће се менаџери приликом доношења одлука водити сопственим

---

<sup>607</sup> Taggart, R. A. (1977).; Marsh, P. (1982).; Fischer, E. O., Heinkel, R. & Zechner, J. (1989); Allen, D. E. (1993).; Helwege, J. & Liang, N. (1996).; Adedeji, A. (1998).; Shyam-Sunder, L. & Myers, S. C. (1999).; Graham, J. R. & Harvey, C. R. (2001).; Myers, S. C. (2001).; Fama, F. E. & French, K. R. (2002).; Benito, A. (2003).; Frank, M. Z. & Goyal, V. K. (2003).; Myers, C. S. (2003).; Huang, R. & Ritter, R. J. (2004).; Fama, F. E. & French, K. R. (2005).; Dittmar, A. & Thakor, A. (2007).; Frank, M. Z. & Goyal, V. K. (2008). и Seifert, B. & Gonenc, H. (2008). оп. цит.

<sup>608</sup> Jensen, M. C. & Meckling, W. (1976). оп. цит.

<sup>609</sup> Harris, M. & Raviv, A. (1991).; Morellec, E., Nikolov, B. & Schurhoff, N. (2012). и Brown, P., Beekes, W. & Verhoeven, P. (2011).

интересима, код корпорација без ефикасног система надзора, за последицу има смањење вредности корпорације.<sup>610</sup>

Прегледом претходних истраживања се може закључити да ефикасан систем корпоративног управљања доприноси развоју структуре капитала у складу са интересима акционара, смањењу ефекта укопавања менаџера, смањењу информационе асиметрије, повећању нивоа транспарентности пословања корпорације и подстицању менаџера да рационално доносе одлуке.<sup>611</sup> Посебно, као једна од кључних предности квалитетног система корпоративног управљања истиче се лакши приступ корпорације повољнијим екстерним изворима финансирања. Наиме, квалитет система корпоративног управљања утиче на висину захтеване премије за ризик, односно корпорације које имају квалитетан систем корпоративног управљања се доводе у везу са мањим информационим ризиком и мањом вероватноћом експропријације богатства акционара/мањинских акционара од стране менаџера/већинских власника, што доприноси смањењу трошкова финансирања из екстерних извора и расту вредности корпорације.<sup>612</sup> Стога се став да је обликовање структуре капитала у основи значајно повезано са системом корпоративног управљања може сматрати релевантним.<sup>613</sup>

Предмет емпиријског истраживања у овој докторској дисертацији је улога корпоративног управљања у процесу избора оптималне структуре капитала. Посебна пажња ће бити посвећена анализи утицаја агенцијских трошкова на однос степена задужености и вредности предузећа, као и разматрању могућих приступа за контролу ових трошкова алтернативним инструментима корпоративног управљања. У складу са овако дефинисаним предметом, основни циљ емпиријског истраживања је да се испита природа утицаја корпоративног управљања на однос структуре капитала и вредности корпорације. Специфични циљеви емпиријског истраживања су:

- анализа утицаја структуре капитала на вредност корпорације,
- анализа утицаја корпоративног управљања на избор структуре капитала и
- анализа утицаја структуре капитала на вредност корпорације, уз уважавање карактеристика корпоративног управљања.

<sup>610</sup> Jensen, M. C. & Meckling, W. (1976). и Fama, E. & Jensen, M. (1983). оп. цит.

<sup>611</sup> Morellec, E., Nikolov, B. & Schurhoff, N. (2012).; Dittmar, A. & Mahrt-Smith, J. (2007).; Cohen, J., Krishnamoorthy, G. & Wright, A. (2004). и De Jong, A. (2009). оп. цит.

<sup>612</sup> Hail, L. & Leuz, C. (2006). и Zhu, F. (2014). оп. цит.

<sup>613</sup> Graham, J. R. & Harvey, C. R. (2001). оп. цит.

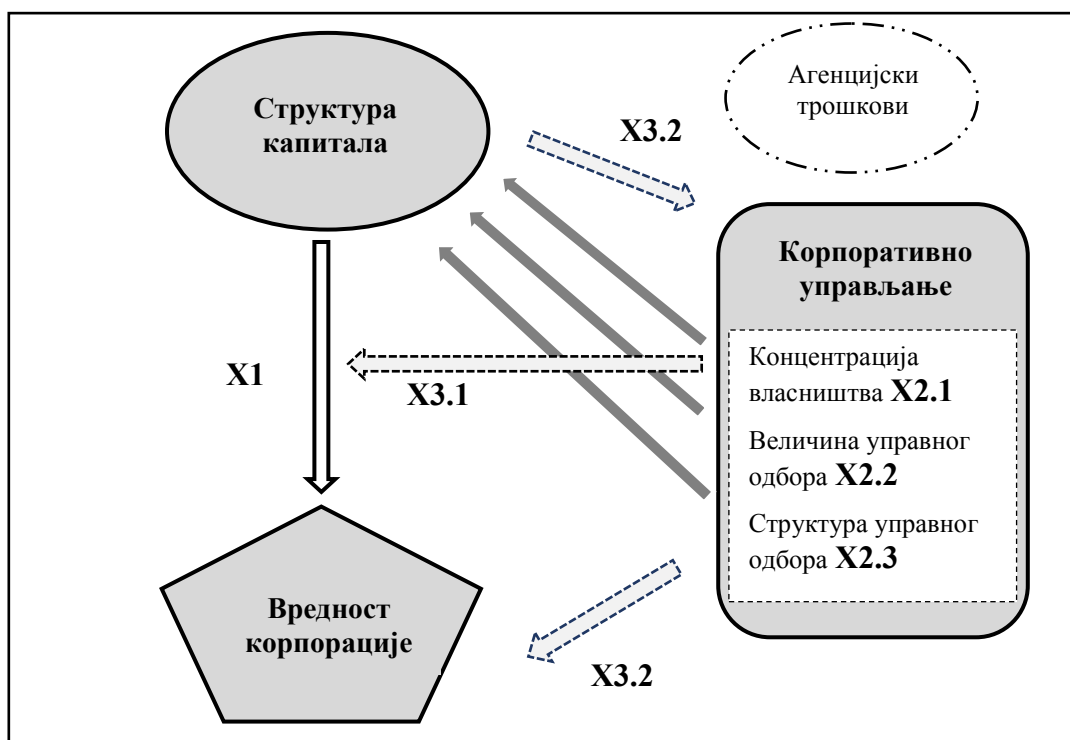
Полазећи од тога да избор оптималне структуре капитала још увек представља интригантно питање у научној јавности, те да је у нашој земљи проблематика оптимизације структуре капитала и корпоративног управљања недовољно истражена, предмет и циљеви емпиријског истраживања су значајни, актуелни и релевантни.

## 2.2. Истраживачки модел и развој хипотеза

Имајући у виду претходна теоријска и емпиријска истраживања, развијен је истраживачки модел представљен сликом 15, који треба да омогући целовиту анализу приступа оптимизирању структуре капитала. Као релевантне карактеристике корпоративног управљања, у анализу су укључени:

- степен концентрације власништва,
- величина (број чланова) управног одбора и
- структура управног одбора.

Модел подразумева периферну анализу утицаја висине агенцијских трошкова на однос између структуре капитала и корпоративног управљања.



Слика 15: Истраживачки модел

Полазећи од постављеног предмета и теоријско-емпиријске основе истраживања, дефинисане су истраживачке хипотезе. Наиме, као што се може



уочити на основу истраживачког модела, прва хипотеза се односи на утицај структуре капитала на вредност корпорације. Као што је већ истакнуто, у једном од првих целовитих модела структуре капитала, ММ су истакли да структура капитала нема утицај на вредност корпорације у условима савреног тржишта.<sup>614</sup> У савременим теоријама структуре капитала се, међутим, истиче став да на несавреном тржишту капитала корпорације могу одлукама о структури капитала утицати на вредност корпорације. Заправо, укључивање у анализу опорезивања, трошкова стечаја, агенцијских трошкова, трошкова информационе асиметрије и нерационалности приликом одлучивања, доводи до одбацивања става о ирелевантности структуре капитала у реалном тржишном амбијенту.

Сходно теорији компромиса, балансирањем између пореских уштеда, са једне стране, и збира трошкова стечаја и агенцијских трошкова, са друге стране, корпорација може постићи оптималну структуру капитала која обезбеђује максималну вредност корпорације.<sup>615</sup> Другим речима, раст задужености до нивоа који обезбеђује једнакост маргиналних трошкова и користи дуга доприноси повећању вредности корпорације. У теорији хијерархијског редоследа, у први план се истиче цена одређених извора финансирања и чињеница да менаџери приликом избора структуре капитала немају на уму циљани ниво дуга у структури капитала, већ прате одређену хијерархију по принципу „најјефтинији извори имају приоритет“.<sup>616</sup>

Вредност корпорације која послује по принципу *going concern* представља садашњу вредност свих њених будућих новчаних токова дисконтованих пондерисаном просечном ценом капитала. Према томе, структура капитала за коју је пондерисана просечна цена капитала минимална обезбедиће максималну вредност корпорације, осим ако су тада новчани токови веома мали,<sup>617</sup> што потврђује релевантност структуре капитала у процесу максимирања вредности корпорације. Са теоријског гледишта, раст задужености до оптималног нивоа или одабир извора финансирања придржавајући се принципа да јефтинији извори имају приоритет

---

<sup>614</sup> Modigliani, F. & Miller, H. M. (1958). оп. цит.

<sup>615</sup> Modigliani, F. & Miller, H. M. (1963).; Kraus, A. & Litzenberger, H. R. (1973).; Miller, H. M. (1977).; Stiglitz, J. E. (1988). и Jensen, C. M. & Meckling, H. W. (1976), оп. цит.

<sup>616</sup> Myers, S. C. (1984).; Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984).; Shyam-Sunder, L. & Myers, S. C. (1999).; Mayers, S. C. (2001). и Frank, Z. M. & Goyal, K. V. (2003). оп. цит.

<sup>617</sup> Damodaran, A. (2001). оп. цит. p. 575

доприноси расту вредности корпорације.<sup>618</sup> Резултати емпиријских истраживања нису јединствени – док једни потврђују теоријски став о позитивном,<sup>619</sup> други указују на негативан утицај степена задужености на вредност корпорације.<sup>620</sup> Управо због тога, приликом развоја прве хипотезе, у обзир је узета чињеница да пословни добитак представља облик резултата пре плаћања камате и пореза, односно први услов за остварење пореских уштеда и позитиван сигнал да ће корпорација бити у могућности да повећа своју вредност. Сходно томе, може се претпоставити да вредност корпорације расте са растом степена задужености све док корпорација остварује позитиван пословни резултат,<sup>621</sup> па прва хипотеза гласи:

**Хипотеза 1 (X1):** *Вредност корпорације са позитивним пословним резултатом се повећава са повећањем финансијског левериџа*

Одређени ниво агенцијских трошкова је својствен свакој корпорацији и представља битну детерминанту структуре капитала,<sup>622</sup> па се у литератури истиче да се анализа структуре капитала која занемарује значај корпоративног управљања као система инструмената за редукацију агенцијских трошкова не може сматрати заокруженом.<sup>623</sup> Корпорације са лошом праксом корпоративног управљања суочавају се са озбиљним агенцијским проблемима и вишим агенцијским трошковима јер менаџери таквих корпорација могу лако деловати у своју личну корист, а на штету осталих интересних група, на првом месту акционара. Заправо, неефикасни систем корпоративног управљања неће обезбедити довољан ниво надзора и подстицаја менаџера да приликом доношења одлуке о структури капитала

<sup>618</sup> Leland, H. & Pyle, D. (1977).; Ross, S. A. (1977).; Stulz, R. (1990). и Harris, M. & Raviv, A. (1991). оп. цит.

<sup>619</sup> Wipperfurth, R. (1966). Financial Structure and the Value of the Firm. *Journal of Finance*, 21(4), 615-633.; Dessi, R. & Robertson, D. (2003). Debt, Incentive and Performance: Evidence from UK Panel Data. *Economic Journal*, 113, 903-919.; Umar, M., Tanveer, Z., Aslam, S. & Sajid, M. (2012). Impact of Capital Structure on Firm's Financial Performance: Evidence from Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 3(9), 1-12. и Fosu, S. (2013). Capital Structure, Product Market Competition and Firm Performance: Evidence from South Africa. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53(2), 140-151.

<sup>620</sup> Oprel, T. C. & Titman, S. (1994). Financial Distress and Corporate Performance. *Journal of Finance*, 49(3), 1015-1040.; Gleason, C. K., Mathur, K. L. & Mathur, I. (2000). The Interrelationship Between Culture, Capital Structure and Performance: Evidence from European Retailers. *Journal of Business Research*, 50, 185-191.; Khan, A. G. (2012). The Relationship of Capital Structure Decisions With Firm Performance: A Study of the Engineering Sector of Pakistan. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2(1), 245-262. и Fama, F. E. & French, K. R. (2002). оп.цит.

<sup>621</sup> Наравно, да би се остварио позитиван ефекат на вредност корпорације, није неопходно само остварити позитивни пословни резултат, него остварити одређени износ који може надокнадити расходе на име камате.

<sup>622</sup> Jensen, M. C. & Meckling, W. (1976).; Jensen, M. C. (1986).; Brown, P., Beekes, W. & Verhoeven, P. (2011).; Morellec, E., Nikolov, B. & Schurhoff, N. (2012). и Novaes, W. & Zingales, L. (1995). оп. цит.

<sup>623</sup> Shleifer, A. & Vishny, W. R. (1997). оп. цит.

делују у најбољем интересу акционара. Управо због тога, сматра се да квалитетан систем корпоративног управљања има позитиван утицај на структуру капитала, јер се код корпорација које имају добру праксу корпоративног управљања повећава ефикасност и ефективност организације, па долази до конвергенције интереса између менаџера и акционара и смањења агенцијских трошкова и трошкова информационе асиметрије.<sup>624</sup> Како се земље међусобно разликују по степену развијености инструмената корпоративног управљања, при чему су интерни инструменти посебно значајни у земљама у развоју, друга хипотеза је постављена на следећи начин:

*Хипотеза 2 (X2): Промене власничке структуре и структуре управног одбора корпорације директно утичу на обликовање структуре капитала*

Премда овако постављена хипотеза неће бити директно емпиријски тестирана, закључак о томе да ли се она може прихватити или не, биће донет на бази допунских хипотеза. Допунске хипотезе су дефинисане полазећи од најчешће испитиваних карактеристика власничке структуре и управног одбора, као детерминанти структуре капитала. Преглед закључака теоријских и резултата емпиријских истраживања о утицају концентрације власништва, величине управног одбора и структуре управног одбора на структуру капитала дат је Табелом 3.

---

<sup>624</sup> Ибид.; Masulis, R. W., Wang, C. & Xie, F. (2007). Corporate Governance and Acquirer Returns. *Journal of Finance*, 62(4), 1851-1889.; Cohen, J., Krishnamoorthy, G. & Wright, A. (2004).; Dittmar, A. & Mahrt-Smith, J. (2007). и Mande, V. Park, K. Y. & Son, M. (2012). оп. цит.

Табела 3: Интерни инструменти корпоративног управљања и структура капитала

Карактеристике корпоративног управљања	Теоријска истраживања	Емпиријска истраживања
Концентрација власништва	+ Хипотеза активног мониторинга – присуство блокхолдера утиче на смањење опортунитета менаџера, због чега се очекује да ће менаџери повећати степен задужености на ниво који блокхолдери сматрају да је оптималан; ефекат конвергенције интереса менаџера и акционара је јачи од ефекта укупавања, што доводи до раста степена задужености	+ Brailsford, J. T., Oliver, R. B. & Pua, L. H. S. (2002); Merhan, H. (1992); Fosberg, R. H. (2004); Zuoping, X. (2009); Ganguli, S. K. (2013).
	- Концентрација власништва се може сматрати супститутом за коришћење дуга у сврху дисциплиновања менаџера	- Suto, M. (2003); Santos, M. S. & Moreira, A. C. & Vieira, E. S. (2014).
Величина управног одбора	+ Што је већи број чланова то је више разноликости у погледу искуства и вештина које поседују чланови управног одбора, чиме се обезбеђује виши ниво надзора и квалитетније обелодањивање, што позитивно утиче на степен задужености;	+ Abor, J. (2007); Coles, J. L., Daniel, N. D. & Naveen, L. (2008); Anderson, C. R., Mansi, A. S. & Reeb, M. D. (2004).
	- Координација, комуникација и доношење одлука могу бити компликовани код управних одбора са великим бројем чланова, па је ефикасност надзорне улоге управног одбора смањена и опортунистичко понашање менаџера је изражено, што може утицати на смањење степена задужености	- Berger, P. G., Ofek, E. & Yermack, D. L. (1997).
Структура управног одбора	+ Што је веће учешће неизвршних (независних) директора у управном одбору то је степен надзора менаџера већи, неизвесност пословања мања, статус и репутација корпорације на тржишту боља, услови прибављања капитала повољнији, па се очекује да корпорације са таквим управним одбором имају већи степен задужености	+ Berger, P. G., Ofek, E. & Yermack, D. L. (1997); Al-Najjar, B. & Hussainey, K. (2011); Anderson, C. R., Mansi, A. S. & Reeb, M. D. (2004); Abor, J. (2007).
	- Превелики степен надзора утиче на изражену аверзију менаџера према ризику од финансијских неприлика, што ће утицати на пад степена задужености	- Abdoli, M., Lashkary, M. & Dehghani, M. (2012); Wen, Y., Rwegasira, K. & Bilderbeek, J. (2002).

Напомена: Позитивна веза је представљена знаком +, а негативна веза знаком –.

Сагласно датом прегледу, при чему емпиријска истраживања углавном откривају позитиван утицај степена концентрације власништва, величине управног

одбора и учешћа неизвршних директора на структуру капитала, конструисане су три допунске хипотезе друге хипотезе које гласе:

*Хипотеза 2.1 (Х2.1): Степен концентрације власништва има статистички значајан позитиван утицај на степен задужености*

*Хипотеза 2.2 (Х2.2): Веза између величине управног одбора и степена задужености је позитивна и статистички значајна*

*Хипотеза 2.3 (Х2.3): Учешће неизвршних директора у управном одбору има статистички значајан позитиван утицај на степен задужености*

Поред директног утицаја корпоративног управљања на избор структуре капитала, новија литература указује на неопходност разматрања комплементарности између структуре капитала и инструмената корпоративног управљања, јер се контроверзни емпиријски резултати о утицају структуре капитала на вредност корпорације могу приписати занемаривању интеракције између структуре капитала и корпоративног управљања.<sup>625</sup> Заправо, у анализу је потребно укључити корпоративно управљање као варијаблу која може објаснити како структура капитала утиче на вредност корпорације, контролисањем опортунистичког понашања на релацији менаџери-акционари и акционари-кредитори. Имајући то у виду, трећа хипотеза је дефинисана на следећи начин:

*Хипотеза 3 (Х3): Корпоративно управљање одређује начин утицаја структуре капитала на вредност корпорације*

Трећа хипотеза, такође, није директно тестирана већ је суд о њој донет на бази две допунске хипотезе које су посебним моделима директно тестиране. Корпоративно управљање је блиско повезано са степеном развијености финансијског и правног система, тј. корпорације које послују у амбијенту развијеног финансијског и правног система имају на располагању шири спектар инструмената корпоративног управљања чијом се ефикасном комбинацијом обезбеђује боља заштита акционара и кредитора, смањује информациони ризик и олакшава приступ различитим изворима финансирања по повољнијим условима. Сходно томе, ефекат који корпоративно управљање има на трошкове капитала зависи од квалитета корпоративног управљања и заштите инвеститора. Степен ефикасности корпоративног управљања

---

<sup>625</sup> Heinrich, P. R. (2000).; Bhagat, S. & Jefferis, R. (2002).; Mahrt-Smith, J. (2005).; Berger, N. A. & Bonaccorsi di Patti, E. (2006). и La Rocca, M. (2007). оп. цит.

може одредити смер и јачину утицаја структуре капитала на вредност корпорације, односно може објаснити зашто две корпорације са истом структуром капитала имају различите вредности. С тим у вези је формулисан општи модераторски модел, а према њему је конструисана прва допунска хипотеза треће хипотезе:

*Хипотеза 3.1 (Х3.1): Корпоративно управљање има ограничавајуће-балансирајућу улогу у испољавању утицаја структуре капитала на вредност корпорације*

Поред модераторског модела, формиран је медијаторски модел полазећи, преваходно, од виђења по ком се структура капитала не може више посматрати само као финансијски инструмент.<sup>626</sup> Заправо, структуру капитала треба третирати и као инструмент корпоративног управљања који може заштити добро организован процес стварања вредности, дефинисањем начина њене касније дистрибуције. Са друге стране, однос дуга и акцијског капитала може утицати на промену структуре подстицаја и контроле менаџера, јер различите категорије инвеститора имају различит утицај на процес одлучивања.<sup>627</sup> Још битније, избором структуре капитала се може утицати на побољшање ефикасности корпоративног управљања, посебно код земаља у развоју, па структуру капитала треба посматрати као интерни инструмент корпоративног управљања који путем дисциплиновања и мотивисања менаџера може допринети повећању вредности корпорације.<sup>628</sup> Сходно томе, друга допунска хипотеза треће хипотезе гласи:

*Хипотеза 3.2 (Х3.2): Корпоративно управљање има улогу посредника у испољавању утицаја структуре капитала на вредност корпорације*

Постављене хипотезе обезбеђују свеобухватну основу за испитање и боље разумевање односа структуре капитала и вредности корпорације уз уважавање карактеристика корпоративног управљања у Србији.

### **2.3. Карактеристике узорка и методологија истраживања**

Како би се указало на репрезентативност узорка, његова структура по више критеријума дата је у наставку овог сегмента доктората. Такође, дато је и објашњење начин прикупљања података. Поред тога, у оквиру овог сегмента описана је

---

<sup>626</sup> Williamson, O. E. (1988). оп. цит.

<sup>627</sup> Jensen, M. C. & Meckling, W. (1976). оп. цит.

<sup>628</sup> Margaritis, D. & Pisillaki, M. (2007). и La Rocca, M. (2007). оп. цит.

методологија истраживања. Методологија истраживања садржи прецизно дефинисане моделе истраживања, као и опис начина мерења свих варијабли и њихових улога у истраживачким моделима.

### **2.3.1. Структура узорка**

Емпиријско истраживање је спроведено на узорку који чине све нефинансијске корпорације чијим је акцијама трговано на регулисаном тржишту (*Prime listing, Standard listing, Open market*) Београдске берзе у периоду од 2011. до 2015. године. Узорак чини укупно 35 корпорација, док балансирани панел података чини 175 опсервација.<sup>629</sup> Подаци су прикупљени, преваходно, са интернет страница Београдске берзе<sup>630</sup> и Агенције за привредне регистре,<sup>631</sup> али и из званичних докумената посматраних корпорација доступних на њиховим званичним интернет страницама. Имајући у виду да су корпорације, сходно актуелном Закону о привредним друштвима, од 01.02.2012. године морале да промене, тачније да успоставе Законом дефинисан нови начин управљања друштвом, подаци везани за управљање корпорацијама у 2011. години, које није било могуће прикупити из расположивих докумената корпорација, прикупљени су разменом електронске поште и телефонском комуникацијом са извршним директорима корпорација. Подаци везани за структуру власништва добијени су од Централног регистра хартија од вредности, путем електронске поште.

Општа структура узорка дата је табелом 4. Према званичним критеријумима и граничним вредностима из члана 6. Закона о рачуноводству за разврставање правних лица по величини, више од половине узорка чине велике корпорације. У погледу делатности<sup>632</sup> коју обављају корпорације, готово три четвртине узорка чине корпорације које припадају производној делатности. Када су у питању године постојања, приближно 97% узорка чине корпорације са традицијом дужом од 10 година. Заправо, може се рећи да у узорку доминирају велике зреле корпорације које обављају производну делатност.

---

<sup>629</sup> Нефинансијске корпорације које су се налазиле на регулисаном тржишту Београдске берзе дана 31.12.2015. године.

<sup>630</sup> [www.belex.rs](http://www.belex.rs)

<sup>631</sup> [www.apr.gov.rs](http://www.apr.gov.rs)

<sup>632</sup> Шифарник Републичког завода за статистику - [www.stat.gov.rs](http://www.stat.gov.rs); производну делатност чине корпорације које припадају секторима А, В, С, D, Е и F, док су корпорације из сектора G, H, I, J, K, L, M, N, O, P, Q, R, S, T и U обухваћене услужном делатношћу.

Табела 4: Опита структура узорка

Карактеристике	у %
<i>Структура узорка према величини корпорација</i>	
Велике	54,29
Средње	45,71
<i>Структура узорка према делатности корпорација</i>	
Услужна	28,57
Производна	71,43
<i>Структура узорка према годинама пословања корпорација</i>	
од 0 до 10	2,86
од 10 до 20	40,00
од 20 до 30	34,14
од 30 до 40	8,57
Преко 40	11,43

Табелом 5 дат је приказ структуре узорка према типу већинског власника и степену концентрације власништва. Код транзиционих земаља се као већински власници најчешће појављују индивидуални инвеститори и правна лица, где се код правних лица може направити разлика између домаћих и страних правних лица.<sup>633</sup>

Табела 5: Структура узорка према власништву

Карактеристике	у %				
<i>Структура узорка према типу већинског власника</i>					
Тип већинског власника	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Држава	11,43	11,43	11,43	11,43	11,43
Страно правно лице	31,43	28,57	25,71	25,71	25,71
Домаће правно лице	48,57	51,43	54,29	54,29	51,43
Физичко лице	8,57	8,57	8,57	8,57	11,43
<i>Структура узорка према степену концентрације власништва</i>					
Степен концентрације власништва	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
< 25%	14,29	14,29	11,43	11,43	8,57
од 25% до 50%	22,86	22,86	22,86	22,86	22,86
од 50% до 75%	40,00	40,00	40,00	40,00	37,14
> 75%	22,86	22,86	25,71	25,71	31,43

Према типу већинског власника, преко половине корпорација у узорку налазе се у већинском власништву домаћих правних лица. Удео корпорација у узорку које су у већинском власништву државе није се мењао, јер је број корпорација, које се због природе своје делатности сматрају стратешки битним за привреду Србије,

<sup>633</sup> Бабић, В. & Николић, Ј. (2013). Ефекти промене структуре власништва: Искуства транзиционих економија. У Јанићијевић, Н. & Ловрета, С. (ред.), *Конкурентност предузећа у Србији*, Економски факултет, Београд, 71-89.



константан у посматраном периоду. За разлику од тога, удео корпорација у узорку које су у већинском власништву страног правног лица има опадајући тренд. Разлог за то је продаја целокупног пакета акција или смањење удела у акцијском капиталу страних правних лица код корпорација где су они били већински власници. Удео корпорација у узорку које су у већинском власништву физичког лица се није мењао све до 2015. године када долази до његовог благог раста, што указује на раст свести физичких лица о акционарству.

Имајући у виду податке из Табеле 5, у узорку су најзаступљеније корпорације код којих већински власник има преко половине броја акција и тај удео се није значајно мењао у посматраном периоду. Оваква структура власништва предузећа у узорку је донекле очекивана, јер је структура власништва у Србији оцењена као концентрисана,<sup>634</sup> па се из овог угла узорак може сматрати репрезентативним. Додатно, ова структура узорка је слична налазима истраживања Центра за либерално-демократске студије објављене 2008. године, па се може рећи да се степен концентрације власништва код српских корпорација није значајно променио од 2008. године.<sup>635</sup> Стога то се може сматрати још једном потврдом репрезентативности узорка. Овакав тренд се може објаснити плитким и недовољно ликвидним берзанским тржиштем у Србији и падом ентузијазма тржишних учесника.

Структура узорка према карактеристикама управног одбора приказана је у табели 6. У посматраном периоду, удео корпорација које су се определиле за дводомни систем управљања у узорку је већи од удела корпорација које су се определиле за једнодомни систем управљања и тај удео се није мењао до 2015. године када је дошло до његовог незнатног смањења. Највећи број корпорација у узорку има између 6 и 10 чланова управног одбора.

---

<sup>634</sup> Николић, Ј. & Бабић, В. (2015). оп. цит.

<sup>635</sup> Беговић, Б., Бисић, М., Ђулић, К., Живковић, Б., Јоловић, А. & Мијатовић, Б. (2008). стр. 31-32. оп. цит.

Табела 6: Структура узорка према карактеристикама управног одбора

Карактеристике	у%				
<i>Структура узорка према типу управљања</i>					
Тип управљања	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Једнодомно	34,29	34,29	34,29	34,29	37,14
Двodomно	65,71	65,71	65,71	65,71	62,86
<i>Структура узорка према величини управног одбора</i>					
Величина управног одбора (УО)	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
3 члана	12,85	11,43	11,43	8,57	8,57
5 чланова	11,43	11,43	11,43	14,29	14,29
од 6 до 10 чланова	52,86	48,57	51,43	60,00	57,14
Више од 10 чланова	22,86	28,57	25,71	17,14	20,00
<i>Структура узорка према броју неизвршних директора у управном одбору</i>					
Број неизвршних директора у УО	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
2 члана	37,14	11,43	11,43	8,57	8,57
3 члана	8,57	25,71	25,71	22,86	25,71
од 4 до 5 чланова	37,14	37,14	37,14	42,86	40,00
од 6 до 7 чланова	17,14	17,14	17,14	17,14	17,14
Преко 7 чланова	0,00	8,57	8,57	8,57	8,57

Имајући у виду да је, по оцени Европске банке за обнову и развој, просечна величина управног одбора код српских корпорација 7 чланова и да преко половине корпорација у узорку има између 6 и 10 чланова у управном одбору, узорак се може сматрати репрезентативним. Структура узорка према броју неизвршних директора у управном одбору је у корелацији са структуром узорка према величини управног одбора. Заправо, збир удела корпорација у узорку које имају између 4 и 5 и оних које имају између 6 и 7 неизвршних чланова једнак је уделу корпорација у узорку које имају између 6 и 10 чланова управног одбора.

### 2.3.2. *Методологија и модели истраживања*

За тестирање расподеле посматраних варијабли коришћен је Бера-Жарков тест нормалности (*Bera-Jarque normality test*). Пре тестирања постављених хипотеза, спроведене су корелациона анализа и ANOVA анализа за поновљена мерења (*repeated measures ANOVA*). Корелациона анализа је спроведена проценом Пирсоновог (*Pearson's*) и Спирмановог (*Spearman's*) коефицијента корелације. Сврха ANOVA анализе за поновљена мерења је да се евентуална одступања у вредности варијабли током времена уваже приликом доношења закључака. Истраживање се базира на карактеристикама корпоративног управљања, тржишним и књиговодственим вредностима корпорација на крају посматраних година.

Примењена методологија истраживања је ослоњена на методологију која је коришћена у емпиријским студијама Меконела и Серваеса, Бергера и Бонакорси ди Патија, Бута и осталих, Френка и Гојала, Чена и осталих, Бауера, Бреилсфорда и осталих, Бергера и осталих, Дахије и осталих и Багата и Џефериса.<sup>636</sup> За тестирање прве две хипотезе коришћена је панел регресија. Поред метода најмањих квадрата (*Pooled Ordinary Least Squares*), за оцену регресионих коефицијената коришћени су метод фиксних (*Fix Effects Model*) и метод стохастичких ефеката (*Random Effects Model*). Са циљем избора између метода са фиксним и стохастичким ефектима, коришћен је Хаусманов тест (*Hausman test*). Вишефазна регресиона анализа и хијерархијска регресиона анализа коришћене су за тестирање треће хипотезе.

Структура капитала је апроксимирана двама варијаблама: дугорочном задуженошћу (*LDA*) - однос дугорочног дуга и укупног капитала (укупна пасива) и укупном задуженошћу (*DA*) - однос укупног дуга и укупног капитала. Хуанг и Сонг истичу три разлога зашто сматрају да је поред дугорочне задужености код земаља у развоју, укупна задуженост адекватна варијабла за апроксимацију структуре капитала.<sup>637</sup> Први, када корпорације желе додатно да се задуже, кредитори неће разматрати само дугорочну задуженост, јер удео краткорочних дугова и укупних дугова у укупном капиталу утиче на капацитет задуживања. Други, краткорочни дугови имају прилично стабилан удео у укупном капиталу. Трећи, многе корпорације робне кредите (обавезе према добављачима) третирају и користе као извор финансирања, што је случај и са српским корпорацијама. Варијабле структуре капитала у регресионим моделима представљају зависну или независну варијаблу у зависности од хипотезе за чије тестирање је модел постављен.

За апроксимацију величине корпорације (*SIZE*) коришћен је природни логаритам укупне имовине. Величина корпорације је у неким моделима контролна варијабла. Вредност корпорације, као зависна варијабла, мерена је Тобиновим *Q* рациом (*Q*), тачније односом укупне тржишне вредности корпорације и вредности (трошкова) замене њихових физичких средстава. Укупна тржишна вредност корпорације апроксимирана је вредношћу која је добијена збиром тржишне вредности сопственог капитала и разлике књиговодствене вредности укупног

---

<sup>636</sup> McConnell, J. J. & Servaes, H. (1995).; Berger, N. A. & Bonaccorsi di Patti, E. (2006).; Booth, et al. (2001).; Frank, Z. M. & Goyal, K. V. (2009).; Chen, H. L., Lensink, R. & Sterken, E. (1998).; Bauer, P. (2004). Brailsford, J. T., Oliver, R. B. & Pua, L. H. S. (2002).; Berger, P. G., Ofek, E. & Yermack, D. L. (1997).; Dahya, J., Dimitrov, O. & McConnell, J. J. (2008). и Bhagat, S. & Jefferis, R. (2002). оп. цит.

<sup>637</sup> Huang, G. & Song, M. F. (2006). оп. цит.

капитала и књиговодствене вредности сопственог капитала. Тржишна вредност сопственог капитала је одређена производом тржишне цене акција и броја акција корпорација на крају пословне године. Вредност (трошкови) замене физичких средстава корпорације апроксимирана је књиговодственом вредношћу укупне имовине.

Карактеристике корпорације су независне варијабле у регресионим моделима. Профитабилност је мерена приносом на укупну имовину (*ROA*), стављањем у однос добитка пре камате и пореза са укупном имовином. Удео сталне имовине у укупној имовини (*TANG*) утврђен је стављањем у однос сталне и укупне имовине. Стопа раста имовине (*GROW*) изражена је преко процентуалне промене укупне имовине. Ризик пословања (*RISK*) мерен је стандардном девијацијом стопе приноса на укупну имовину у посматраном периоду за сваку корпорацију, што значи да ова варијабла има исту вредност у свакој години посматрања.

Карактеристике корпоративног управљања (*KU*) су независне варијабле. Степен концентрације власништва (*UV*) изражен је уделом акција највећег акционара у укупном броју акција. С обзиром на могућност да се корпорације одреде за један од два могућа облика управљања, према актуелном Закону о привредним друштвима, величина управног одбора (*VUO*) код једнодомног управљања представљена је бројем директора у одбору директора, а код дводомног, збиром броја директора у извршном одбору и надзорном одбору. Учешће неизвршних директора (*NUO*) у управном одбору добијено је стављањем у однос броја неизвршних директора и укупног броја директора у управном одбору.<sup>638</sup>

Како би се, приликом истраживања уважио значај макроекономског амбијента, стопа инфлације дефинисана је као контролна варијабла и преузета је из званичних докумената Републичког завода за статистику ([www.stat.gov.rs](http://www.stat.gov.rs)). Код испитивања утицаја корпоративног управљања на структуру капитала, вештачке варијабле су тип управљања (*TU*) и тип већинског власника (*TV*). Код типа управљања 0 је коришћена за једнодомно управљање, а 1 за дводомно. Тип већинског власника представљен је са четири вештачке варијабле: (*TV1*) - 1 за корпорације у већинском државном власништву, 0 за све остале типове; (*TV2*) - 1 за корпорације у већинском власништву страног правног лица, 0 за све остале типове; (*TV3*) - 1 за корпорације у

---

<sup>638</sup> Начин доласка до укупног броја директора у управном одбору исти је као код варијабле *VUO*

већинском власништву домаћег правног лица, 0 за све остале типове и (*TV4*) - 1 за корпорације у већинском власништву физичког лица, 0 за све остале типове.

За тестирање прве хипотезе формирана су следећа два панел регресиона модела:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 LDA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 INF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 INF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

Модел 9 и 10 омогућавају анализу утицаја независне и контролних варијабли на вредност корпорације, мерену Тобиновим  $Q$ .

У сврху спровођења допунске анализе која има за циљ испитивање утицаја карактеристика корпорације на структуру капитала, формирана су следећа два панел регресиона модела:

$$LDA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 GROW_{it} + \beta_4 RISK_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 INF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

$$DA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 GROW_{it} + \beta_4 RISK_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 INF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

Сходно расправи у претходним деловима доктората, може се закључити да је приликом избора структуре капитала важно узети у обзир информацију о висини агенцијских трошкова и имати у виду да степен задужености може утицати на висину агенцијских трошкова. Харис и Равив истичу да, према хипотези агенцијских трошкова, структура капитала детерминише висину агенцијских трошкова.<sup>639</sup> Са друге стране, Моралек и остали, на бази резултата емпиријског истраживања, скрећу пажњу на то да агенцијски трошкови имају утицај првог реда на одлуке о структури капитала.<sup>640</sup> С тим у вези, пре тестирања друге и треће хипотезе, спроведена је анализа међусобне условљености агенцијских трошкова и степена задужености код српских корпорација путем Грејндеровог теста узрочности (*Granger Causality Test*).

Бергер и Бонакорси ди Пати истичу да агенцијске трошкове није лако, а некада их је и немогуће директно измерити из следећа три основна разлога:<sup>641</sup>

- показатељи успеха који се израчунавају из односа одређених позиција финансијских или берзанских извештаја не узимају у обзир разлике у тржишним условима који утичу на вредност корпорације, а који нису под контролом менаџмента, и као такви, не могу одражавати агенцијске трошкове.

<sup>639</sup> Harris, M., & Raviv, A. (1991). оп. цит.

<sup>640</sup> Morellec, E., Nikolov, B. & Schurhoff, N. (2012). оп. цит.

<sup>641</sup> Berger, N. A. & Bonaccorsi di Patti, E. (2006). оп. цит.

- постоји могућност да перформансе пословања делују на структуру капитала, што је супротно теорији агенцијских трошкова према којој структура капитала делује на перформансе пословања корпорације.
- тачност модел за апроксимацију агенцијских трошкова често зависи од података о власничкој структури до којих је у неким случајевима тешко доћи.

Полазећи од става Џенсена и Меклинга<sup>642</sup> да су агенцијски трошкови једнаки нули код корпорација где су управљање и контрола у истим рукама, Анг и остали<sup>643</sup> су поставили методологију за процену висине агенцијских трошкова за различите структуре власништва. Фокус њихове методологије, која представља најчешће коришћену методологију за процену агенцијских трошкова, су резидуални губици. Они истичу два начина мерења агенцијских трошкова (*AT*). Према првом, агенцијски трошкови се могу апроксимирати односом оперативних трошкова и прихода од продаје корпорације, а према другом, за апроксимацију се користи однос прихода од продаје и вредности укупне имовине. Имајући у виду, да код првог начина мерења није стандардизовано шта све обухватају оперативни трошкови, за потребе овог истраживања коришћен је други начин мерења.

Утицај корпоративног управљања на структуру капитала тестиран је другом хипотезом. Друга хипотеза је индиректно тестирана преко допунских хипотеза коришћењем следећих панел регресионих модела:

$$LDA_{it} = \beta_0 + \beta_1 UV_{it} + \beta_2 VUO_{it} + \beta_3 NUO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (13)$$

$$DA_{it} = \beta_0 + \beta_1 UV_{it} + \beta_2 VUO_{it} + \beta_3 NUO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (14)$$

Како би се испитало да ли тип управљања и тип већинског власника имају утицај на ниво задужености, претходна два модела су проширена вештачким варијаблама на следећи начина:

$$LDA_{it} = \beta_0 + \beta_1 UV_{it} + \beta_2 VUO_{it} + \beta_3 NUO_{it} + \beta_4 TU_{it} + \beta_5 TV1_{it} + \beta_6 TV2_{it} + \beta_7 TV3_{it} + \beta_8 TV4_{it} + \varepsilon_{it} \quad (15)$$

$$DA_{it} = \beta_0 + \beta_1 UV_{it} + \beta_2 VUO_{it} + \beta_3 NUO_{it} + \beta_4 TU_{it} + \beta_5 TV1_{it} + \beta_6 TV2_{it} + \beta_7 TV3_{it} + \beta_8 TV4_{it} + \varepsilon_{it} \quad (16)$$

<sup>642</sup> Jensen, M.C. & Meckling, W. (1976). оп. цит.

<sup>643</sup> Ang, S. J., Cole, A. R. & Lin, J. W. (2000). оп. цит.

За испитивање ограничавајуће-балансирајуће улоге корпоративног управљања ( $KU$ ) у испољавању утицаја структуре капитала на вредност корпорације, односно за тестирање хипотезе **X3.1**, коришћена је хијерархијска регресиона анализа, односно два општа модела хијерархијске регресије, на следећи начин:

Модел 17:

$$\text{Блок 1 } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 LDA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Блок 2 } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 LDA_{it} + \beta_2 KU(UV, VUO, NUO)_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Блок 3 } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 LDA_{it} + \beta_2 KU(UV, VUO, NUO)_{it} + \beta_3 LDA_{it} * KU(UV, VUO, NUO)_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Модел 18:

$$\text{Блок 1 } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Блок 2 } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 KU(UV, VUO, NUO)_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Блок 3 } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 KU(UV, VUO, NUO)_{it} + \beta_3 DA_{it} * KU(UV, VUO, NUO)_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Код оба регресиона модела зависну варијаблу представља вредност корпорације ( $Q$ ). Независне варијабле су ( $LDA$ ) и ( $DA$ ), модераторске ( $UV$ ), ( $VUO$ ) и ( $NUO$ ), додатне независне ( $LDA*UV$ ), ( $LDA*VUO$ ), ( $LDA*NUO$ ), ( $DA*UV$ ), ( $DA*VUO$ ) и ( $DA*NUO$ ), а контролна ( $SIZE$ ).

За тестирање хипотезе **X3.2**, односно испитивање да ли корпоративно управљање има улогу посредника у испољавању утицаја структуре капитала на вредност корпорације, конструисана су два општа модела четворофазне регресионе анализе на следећи начин:

Модел 19:

$$\text{Фаза 1: } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 LDA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Фаза 2: } KU(UV, VUO, NUO)_{it} = \beta_0 + \beta_1 LDA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Фаза 3: } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 KU(UV, VUO, NUO)_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Фаза 4: } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 LDA_{it} + \beta_2 KU(UV, VUO, NUO)_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Модел 20:

$$\text{Фаза 1: } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Фаза 2: } KU(UV, VUO, NUO)_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Фаза 3: } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 KU(UV, VUO, NUO)_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Фаза 4: } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 KU(UV, VUO, NUO)_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

У првој фази је тестиран директан утицај независне варијабле (*LDA* и *DA*) на зависну (*Q*), у другој утицај независне варијабле (*LDA* и *DA*) на медијаторску варијаблу (*KU* (*UV*, *VUO* и *NUO*)), у трећој директан утицај медијаторске варијабле на зависну (*Q*) и у четвртој индиректан утицај независне варијабле (*LDA* и *DA*) на зависну (*Q*) преко медијаторске варијабле (*KU* (*UV*, *VUO* и *NUO*)). Варијабла величина корпорације (*SIZE*) је у свим фазама контролна варијабла.

### 3. Резултати истраживања и дискусија

Применом представљене методологије на изабрани узорак добијени су резултати оригиналног емпиријског истраживања. Резултати дескриптивне статистичке анализе, теста нормалности, корелационе анализе и *ANOVA* анализе, уз пратећу дискусију, представљени су на самом почетку. Након тога су приказани резултати регресионе анализе, на основу којих је заузет став по питању валидности постављених истраживачких хипотеза.

#### 3.1. Дескриптивна статистичка анализа

Приказ резултата дескриптивне статистичке анализе дат је табелом 7. Разлика у просечној вредности и медијани дугорочне задужености може се објаснити чињеницом да половина корпорација у узорку нема дугорочне дугове у свом капиталу или има степен дугорочне задужености између 1% и 11%. У поређењу са просечним степеном дугорочне задужености код претходних истраживања у земљама у развоју,<sup>644</sup> може се закључити да корпорације у Србији припадају групи земаља са нижим степеном дугорочне задужености. Иако је вредност медијане приближна средњој вредности, може се уочити да неке корпорације послују готово без позајмљеног капитала, док је код неких готово цео капитал једнак позајмљеном капиталу. У поређењу са претходним истраживањима у земљама у развоју,<sup>645</sup> такође, Србија се може окарактерисати као земља где корпорације имају нижи степен укупне задужености.

---

<sup>644</sup> Booth, L., Aivazian, V. Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2001). – 22,41%, Abor, J. (2008). – 9,75%, Huang, G. & Song, M. F. (2006). - 9,17%, Hernadi, P., & Ormos, M. (2012). – 16,4% оп. цит.

<sup>645</sup> Ибид Booth, L., Aivazian, V. Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2001). – 60,30%, Abor, J. (2008). – 68,37%, Huang, G. & Song, M. F. (2006). – 31,00%, Hernadi, P., & Ormos, M. (2012). – 24,60%



Табела 7: Резултати дескриптивне статистичке анализе за анализиране корпорације у периоду од 2011. до 2015.

	Средња вредност	Медијана	Стандардна девијација	Минимум	Максимум
<i>LDA</i>	0,1462	0,1169	0,1232	0,0000	0,7102
<i>DA</i>	0,3813	0,3539	0,2396	0,0027	0,9763
<i>Q</i>	0,8775	0,8293	0,4668	0,1059	2,7378
<i>ROA</i>	0,0555	0,0448	0,0708	-0,0961	0,2199
<i>TANG</i>	0,5429	0,5687	0,2260	0,0005	0,9746
<i>GROW</i>	0,0339	0,0407	0,1751	-0,9247	1,0000
<i>RISK</i>	0,0417	0,0294	0,0398	0,0025	0,1943
<i>SIZE</i>	15,2736	15,4659	1,5239	10,7299	19,7469
<i>INF</i>	4,9200	2,2000	4,1782	1,5000	12,2000
<i>AT</i>	0,6390	0,6328	0,3913	0,0000	1,9973
<i>UV</i>	0,5642	0,5615	0,2193	0,0392	0,9870
<i>VUO</i>	7,6171	8,0000	2,9257	3,0000	16,0000
<i>NUO</i>	0,6053	0,6250	0,1327	0,2500	0,9091

Просечна вредност Тобиновог Q рација износи 0,88, што значи да се мора више платити за куповину појединачних средстава на тржишту производа, него што се плаћа за целу корпорацију на финансијском тржишту. Међутим, на основу минималних и максималних вредности Тобиновог Q рација, може се рећи да је тржишна вредност неких корпорација изразито нижа у односу на вредност замене њихових физичких средстава, док је код неких корпорација она значајно виша и указује да њихову добру перспективу раста. Тобинов Q рацио код српских корпорација кореспондира са Тобиновим Q рациом утврђеним на узорку корпорација из Централне, Источне и Југоисточне Европе који у просеку износи 0,824, док је у односу на истраживање спроведено на узорку корпорација из Кине где у просеку износи 3,19 значајно мањи.<sup>646</sup>

Профитабилност корпорација налази се у распону од -9,61% до 21,99%, а просечна вредност је на нивоу од 5,55%, која се може оценити ниском у односу на резултате претходних студија у земљама у развоју.<sup>647</sup> Удео сталне имовине у укупној

<sup>646</sup> Koteski, C., Josheski, D. & Magdinceva-Sopova, M. (2015). Tobin's Q and R&D Investment in CESEE Countries, *CEA Journal of Economics*, 10(1), 81-98, Huang, G. & Song, M. F. (2006). оп.цит.

<sup>647</sup> Booth, L., Aivazian, V. Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2001). – 8,32%, Abor, J. (2008). – 11,63%, Huang, G. & Song, M. F. (2006). – 7,6%, Bauer, P. (2004). – 6,5% оп. цит.

имовини у просеку је 54,29%, али због природе делатности неке корпорације имају готово занемарљив удео сталне имовине, док је код неких тај удео готово 100%. Просечна стопа раста имовине је 3,39%. Међутим, имајући у виду минималну и максималну вредност варијабле *GROW* може се рећи да се неке корпорације суочавају са готово потпуном ерозијом имовине, док неке имају раст од 100%. Просечна вредност стандардне девијације стопе приноса на укупну имовину корпорација у узорку, као мере пословног ризика, у посматраном периоду износи 0,417. У поређењу са резултатима претходних студија у земљама у развоју, удео сталне имовине у укупној имовини се може оценити као висок, стопа раста имовине као изразито ниска, а пословни ризик као умерен.<sup>648</sup> Максимална и минимална вредност варијабле *SIZE* указује на значајне разлике у величини укупне имовине са којом послују посматране корпорације. Стопа инфлације у посматраном периоду у просеку је 4,92%, али се њена вредност кретала у распону од 1,5% до 12,2%.

Агенцијски трошкови, апроксимирани односом прихода од продаје и вредности укупне имовине, у просеку износе 63,90%. Удео акција првог највећег акционара у укупном броју акција у просеку износи 56,42%. Број чланова управног одбора кретао се између 3 и 16, а просечно се налазио између 7 и 8. Удео неизвршних чланова у управном одбору у просеку износи 60,53%, с тим да тај проценат варира од 25,00% до 90,91%. У поређењу са резултатима истраживања у земљама у развоју, степен концентрације власништва се може оценити као благо повишен, управни одбор као мали, а удео неизвршних чланова у управном одбору осредњи.<sup>649</sup>

---

<sup>648</sup> Ибид Booth, L., Aivazian, V. Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2001). – *TANG* (45,48%), Abor, J. (2008). – *TANG* (36,90%), *GROW* (36,10%) и *RISK* (0,072), Huang, G. & Song, M. F. (2006). – *TANG* (34,4%), *GROW* (26,5%) и *RISK* (0,038), Bauer, P. (2004). – *TANG* (53,5%) и *RISK* (0,03)

<sup>649</sup> Ganguli, S. K. (2013). – *UV* (55%), Abobakr, G. M. & Elgiziry, K. (2016). – *UV* (43,84%), *VUO* (10-11) и *NUO* (83,25%), Wen, Y., Rwegasira, K. & Bilderbeek, J. (2002). – *VUO* (10-11) и *NUO* (33,78%)

Табела 8: Резултати Бера-Жарковог теста нормалности за анализиране корпорације у периоду од 2011. до 2015.

	Бера-Жарк	<i>p</i> - вредност
<i>LDA</i>	74,0689	0,0000
<i>DA</i>	9,1802	0,0101
<i>Q</i>	220,7799	0,0000
<i>ROA</i>	4,2433	0,1198
<i>TANG</i>	3,4812	0,1754
<i>GROW</i>	960,2216	0,0000
<i>RISK</i>	282,0764	0,0000
<i>SIZE</i>	20,1632	0,0000
<i>INF</i>	26,4867	0,0000
<i>AT</i>	7,4791	0,0237
<i>UV</i>	8,5293	0,0141
<i>VUO</i>	5,2451	0,0726
<i>NUO</i>	2,0947	0,3509

Резултати Бера-Жарковог теста нормалности (Табела 8) указују да све посматране варијабле немају нормалну расподелу, што је честа карактеристика истраживања у друштвеним наукама. Међутим, Брукс<sup>650</sup> истиче да ослањајући се на Централну граничну теорему, код узорка који има више од 30 опсервација одступање од нормалне расподеле практично није значајно.

### 3.2. Корелациона и ANOVA анализа

Имајући у виду резултате корелационе анализе дате табелом 9, може се рећи да дугорочна задуженост има статистички значајну позитивну везу са вредношћу корпорације, структуром имовине, величином имовине и инфлацијом. Негативна статистички значајна корелација уочена је између дугорочне задужености и стопе раста имовине корпорација. Укупна задуженост има статистички значајну позитивну везу са вредношћу корпорације и величином имовине, а негативну са стопом раста имовине и инфлацијом.

<sup>650</sup> Brooks, C. (2014). *Introductory Econometrics for Finance*, 3<sup>rd</sup> edition, Cambridge University Press, pp. 210-211.

Табела 9: Пирсонови и Спирманови коефицијенти корелације за варијабле које се односе на структуру капитала, вредност корпорације и карактеристике корпорација утврђени за анализирани корпорације у периоду од 2011. до 2015.

	LDA	DA	Q	ROA	TANG	GROW	RISK	SIZE	INF
LDA		0,7812***	0,2642***	-0,0295	0,0845	-0,1104	0,0341	0,3508***	0,1411*
DA	0,7826***		0,2724***	-0,0642	-0,0416	-0,0824	0,0867	0,3418***	-0,1358*
Q	0,1535**	0,1747**		0,2838***	-0,0517	0,1109	0,1181	0,2956***	0,0195
ROA	-0,0620	-0,0926	0,2851***		-0,1011	0,4244***	0,1664**	0,3545***	0,0499
TANG	0,1225*	0,0084	-0,0921	-0,0746		-0,1119	-0,4876***	0,0583	-0,0638
GROW	-0,1399*	-0,1594**	0,0199	0,3870***	-0,0070		0,2122***	0,1343*	0,0206
RISK	-0,0689	0,1127	-0,0060	-0,0078	-0,3656***	0,0459		-0,1339*	0,1168
SIZE	0,3303***	0,3334***	0,2581***	0,3361***	0,0107	0,0909	-0,0895		-0,0053
INF	0,0378	-0,1341*	0,0023	0,0366	-0,0634	0,0332	0,0181	-0,0118	

Напомене: Пирсонови коефицијенти су испод дијагонале. Спирманови коефицијенти су изнад дијагонале. Статистичка значајно на нивоу од 10% (\*), 5% (\*\*) и 1% (\*\*\*).

Корелациона анализа дата табелом 10 указује на статистички значајну позитивну везу дугорочне задужености са агенцијским трошковима и степеном концентрације власништва. Корелација структуре управног одбора и дугорочне задужености је негативна и статистички значајна. Као и код дугорочне задужености, укупна задуженост има статистички значајну позитивну везу са агенцијским трошковима и степеном концентрације власништва, а негативну са структуром управног одбора.

*Табела 10: Пирсонови и Спирманови коефицијенти корелације за варијабле које се односе на структуру капитала, вредност корпорација и карактеристике корпоративног управљања анализираних корпорација од 2011. до 2015.*

	LDA	DA	Q	AT	UV	VUO	NUO
LDA		0,7812***	0,2641***	0,2524***	0,1446**	0,1183	-0,0829
DA	0,7826***		0,2724***	0,3605***	0,0967	0,0594	-0,0808
Q	0,1535**	0,1748**		0,1969***	0,2656***	0,2606***	-0,0587
AT	0,2157***	0,3600***	0,2209***		0,0468	0,1016	-0,0723
UV	0,1929***	0,1369*	0,3581***	0,0669		-0,2092***	0,0404
VUO	0,0613	0,0675	0,1414*	0,0889	-0,2499***		-0,1529**
NUO	-0,1286*	-0,1493**	-0,0422	-0,1175	0,0378	-0,1025	

*Напомене: Пирсонови коефицијенти су испод дијагонале. Спирманови коефицијенти су изнад дијагонале. Статистичка значајно на нивоу од 10% (\*), 5% (\*\*) и 1% (\*\*\*).*

ANOVA анализа за поновљена мерења спроведена је као допуна корелационој анализи. Сврха овакве анализе је да се укаже на евентуално статистички значајно одступање посматраних варијабли по годинама, а све у циљу доношења што исправнијих и објективнијих закључака.

Табела 11: ANOVA за поновљена мерења варијабли које се односе на структуру капитала, вредност корпорације и детерминанте структуре капитала од 2011. до 2015.

	Вилксова ламбда	F - вредност	Квадрат парцијалне ете	р - вредност
<i>LDA</i>	0,810	1,816	0,190	0,151
<i>DA</i>	0,871	1,150	0,129	0,351
<i>Q</i>	0,854	1,321	0,146	0,284
<i>ROA</i>	0,764	2,387	0,236	0,072
<i>TANG</i>	0,910	0,763	0,090	0,557
<i>GROW</i>	0,947	0,436	0,053	0,782
<i>SIZE</i>	0,819	1,710	0,181	0,173
<i>AT</i>	0,768	2,346	0,232	0,076
<i>UVI</i>	0,840	1,474	0,160	0,234
<i>VUO</i>	0,611	4,934	0,389	0,003
<i>NUO</i>	0,878	1,077	0,122	0,385

Резултати дати табелом 11 указују на то да је статистички значајно одступање присутно код величине управног одбора, али степен тог одступања није висок. Вредности осталих анализираних варијабли статистички значајно се не разликују по годинама, па се целокупан период посматрања може сматрати репрезентативним за спроведену анализу и доношење закључака.

### 3.3. Резултати регресионе анализе

Резултати добијени применом постављених регресионих модела дати су у наставку доктората. Приказ резултата регресионе анализе структуриран је према постављеним хипотезама. Одговарајућа дискусија и оцена постављених хипотеза дата је уз приказане резултате.

#### 3.3.1. Утицај структуре капитала на вредност корпорације

Приликом формулисања прве хипотезе пошло се од претпоставке да је позитиван пословни резултат главни предуслов за позитиван утицај структуре капитала на вредност корпорације. Због тога је тестирање ове хипотезе подразумевало да се из разматрања искључе опсервације које карактерише пословни губитак. Сходно томе, регресиона анализа је обухватила 141 опсервацију које

карактерише пословни добитак. Регресиони коефицијенти су оцењени применом метода најмањих квадрата, фиксних ефеката и стохастичких ефеката. Хаусманов тест указује да је метод стохастичких ефеката адекватнији од метода фиксних ефеката и код дугорочне и код укупне задужености.

Резултати тестирања модела 9 и 10 дати су табелом 12. Може се уочити да код дугорочне задужености оба регресиона модела дају готово исте резултате, што је случај и код укупне задужености. Сви модели су валидни и независне варијабле коришћене у моделу са дугорочном задуженошћу објашњавају приближно 7% варијабилитета вредности корпорације, док се објашњени варијабилитет код модела са укупном задуженошћу креће око 7,7%. Степен задужености (дугорочни и укупни) има позитиван статистички значајан утицај на вредност корпорација са позитивним пословним резултатом. Такође, позитиван статистички значајан утицај на вредност корпорација са позитивним пословним резултатом имају и величина корпорације и инфлација.

Табела 12: Утицај степена задужености на вредност корпорација са позитивним пословним резултатом

	Q (зависна варијабла)			
	Метод најмањих квадрата	Метод стохастичких ефеката	Метод најмањих квадрата	Метод стохастичких ефеката
Константа	-0,3842 (-0,8834)	-0,3839 (-0,8716)	-0,4291 (-0,9896)	-0,4287 (-0,9887)
LDA	0,6698* (1,8425)	0,6687* (1,8178)		
DA			0,4022** (2,1212)	0,4020** (2,1194)
SIZE	0,0715*** (2,6047)	0,0711*** (2,5698)	0,0704*** (2,5759)	0,0701*** (2,5737)
INF	0,0259*** (2,5929)	0,0257*** (2,5582)	0,0279*** (2,7519)	0,0272*** (2,7495)
Прилагођено R <sup>2</sup>	0,0699	0,0696	0,0772	0,0771
F	4,5080***	4,5076***	4,9028***	4,9025***

Напомена:  $n=141$ ; Статистичка значајност на нивоу од 10% (\*), 5% (\*\*) и 1% (\*\*\*). Хаусманов тест за LDA: Chi-Sq Statistic 4,7189 (Prob. 0,1936). Хаусманов тест за DA: Chi-Sq Statistic 4,4814 (Prob. 0,2140)

Уочен позитиван утицај величине корпорације на вредност корпорације је у складу са ставом и резултатима истраживања Бергера и Бонакорси ди Патија који

истичу да је величина корпорације битна детерминанта вредности корпорације.<sup>651</sup> Они, такође, објашњавају да је разлог за позитиван утицај величине корпорације на вредност корпорације тај што су велике више диверсификоване од малих и средњих корпорација, њима се боље управља, имају виши праг толеранције према ризику и немају превише потешкоћа приликом решавања проблема информационе асиметрије. Позитиван утицај инфлације на вредност корпорација могао би се објаснити тиме да су корпорације у Србији које послују са позитивним пословним резултатом успеле да исправно антиципирају висину инфлације.

Имајући у виду да резултати указују на то да обе варијабле којима је апроксимирана структура капитала имају позитиван статистички значајан утицај на вредност корпорација са позитивним пословним резултатом, може се рећи да нема довољно статистички значајних доказа да се одбаци прва хипотеза (*XI*). Заправо, може се рећи да повећање нивоа задужености код корпорација које остварују позитиван пословни резултат утиче на раст њихове вредности. Наиме, иако корпорације у Србији, у поређењу са корпорацијама из земаља у развоју, имају нижи степен задужености и нижу профитабилност, код корпорација које послују са позитивним пословним резултатом раст степена задужености праћен је растом њихове вредности. Ово се може објаснити чињеницом да је позитиван пословни резултат први предуслов за надокнаду трошкова на име камате и сигнал да корпорација ангажује своја пословна средства и користи позајмљене изворе на рентабилан начин. Меконел и Сервас резултате своје студије, који су у складу са добијеним резултатима, објашњавају тиме да степен задужености има фундаментално различит утицај на вредност корпорације у зависности од рентабилности инвестиционих подухвата, односно рентабилно улагање обезбеђује позитиван утицај структуре капитала на вредност корпорације, и обрнуто.<sup>652</sup>

### ***3.3.2. Утицај карактеристика корпорације на структуру капитала***

Литература која се бави анализом структуре капитала се развила у два правца - један који подразумева анализу утицаја структуре капитала на вредност корпорације и други који подразумева анализу условљености структуре капитала различитим варијаблама. У циљу потпуније анализе утицаја структуре капитала на вредност корпорације, спроведена је анализа условљености структуре капитала

---

<sup>651</sup> Berger, N. A. & Bonaccorsi di Patti, E. (2006). оп. цит.

<sup>652</sup> McConnell, J. J. & Servaes, H. (1995). оп. цит.



карактеристикама корпорације, која је обухватила цео узорак. Одлука о избору структуре капитала детерминисана је различитим карактеристикама корпорације. У литератури се као најзначајније сматрају: 1) профитабилност, 2) структура имовине, 3) раст имовине, 4) пословни ризик и 5) величина корпорације. Основна сврха ове анализе је пружање шире слике о комплексности доношења адекватне одлуке о структури капитала.

У Табели 13 је дат сумарни приказ закључака савремених теорија структуре капитала разматраних у првом делу рада по питању условљености структуре капитала карактеристикама корпорације.

*Табела 13: Карактеристике корпорације и структура капитала – теоријски преглед*

Карактеристике корпорације	Компромисна теорија	Теорија хијерархијског редоследа	Теорија доброг тајминга
Профитабилност	+	-	-
Структура имовине	+	+	/
Раст имовине	-	+	/
Пословни ризик	-	-	/
Величина корпорације	+	-	/

*Напомена: Позитивна веза је представљена знаком +, негативна веза знаком -, док знак / указује на то да одређена карактеристика није била разматрана.*

Детаљни приказ резултата емпиријских студија спроведених у развијеним земљама и земљама у развоју представљени су у табели 1. На основу табеле 1 може се закључити да профитабилност има преовлађујуће негативан, а структура имовине и величина корпорације преовлађујуће позитиван утицај на степен задужености и код једних и код других земаља. Раст имовине и пословни ризик имају преовлађујуће негативан утицај на степен задужености код развијених земаља. Са друге стране, код земаља у развоју пословни ризик има преовлађујуће позитиван утицај на степен задужености, док се за утицај раста имовине на степен задужености не може рећи да конкретан тип утицаја преовлађује.

Резултати панел регресионе анализе којом је тестирано како карактеристике корпорације утичу на структуру капитала дати су табелом 14. Вредност Хаусмановог теста за моделе 11 и 12 указује да је метод стохастичких ефеката адекватнији од метода фиксних ефеката. Метод најмањих квадрата се може оценити као веома стабилан, јер се његови резултати готово подударају са резултатима метода стохастичких ефеката. Сви методи су валидни, јер је F вредност на статистички

значајном нивоу. Карактеристике корпорација објашњавају око 14% варијабилитета дугорочне задужености и нешто више од 18% укупне задужености.

Табела 14: Утицај карактеристика корпорације на структуру капитала

	LDA (зависна варијабла)		DA (зависна варијабла)	
	Метод најмањих квадрата	Метод стохастичких ефеката	Метод најмањих квадрата	Метод стохастичких ефеката
Константа	-0,3616*** (-3,7392)	-0,3611*** (-3,5800)	-0,6183*** (-3,3746)	-0,6180*** (-3,2501)
ROA	-0,2408* (-1,7063)	-0,2404* (-1,6937)	-0,5807** (-2,1721)	-0,5802** (-2,0919)
TANG	0,0629 (1,5182)	0,0624 (1,4536)	0,0484 (0,6163)	0,0480 (0,5935)
GROW	-0,0868* (-1,6830)	-0,0863 (-1,5443)	-0,1843* (-1,8072)	-0,1839* (-1,7405)
RISK	0,0357 (0,1520)	0,0352 (0,1456)	1,0450** (2,3468)	1,0447** (2,2602)
SIZE	0,0314*** (5,1781)	0,0311*** (4,9576)	0,0656*** (5,7048)	0,0651*** (5,4943)
INF	0,0017 (0,8393)	0,0015 (0,8036)	-0,0068* (-1,7236)	-0,0068* (-1,6600)
Прилагођено R <sup>2</sup>	0,1401	0,1396	0,1841	0,1838
F- статистика	5,7265***	5,7259***	7,5438***	7,5436***

Напомена:  $n=175$ ; Статистичка значајност на нивоу од 10% (\*), 5% (\*\*) и 1% (\*\*\*). Хаусманов тест за LDA: Chi-Sq Statistic 2,5982 (Prob. 0,7616). Хаусманов тест за DA: Chi-Sq Statistic 4,6785 (Prob. 0,4564).

Имајући у виду добијене резултате може се рећи да раст профитабилности условљава смањење степена задужености корпорација, што је у складу са резултатима емпиријских студија у земљама у развоју и теоријама хијерархијског редоследа и доброг тајминга. Један од разлога за то могу бити високе каматне стопе, које приморавају корпорације да се ослањају на интерно генерисане изворе, пре него на позајмљени капитал.<sup>653</sup> У прилог томе говоре подаци Народне банке Србије о висини каматних стопа на кредите привреди у посматраном периоду.<sup>654</sup> У периоду од 2011. до 2014. године просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите привреди била је изнад 15%. Захваљујући смањењу референтне каматне стопе, до краја периода посматрања просечна пондерисана каматна стопа се смањила, али не

<sup>653</sup> Booth, et al. (2001). оп. цит.

<sup>654</sup> Трендови у кредитној активности (2017). Народна банка Србије. доступно на [https://www.nbs.rs/internet/latinica/90/trendovi\\_kab/index.html](https://www.nbs.rs/internet/latinica/90/trendovi_kab/index.html)

испод 10%. Код евроиндексираних кредита, у периоду од 2011. до 2014. године, просечна пондерисана каматна стопа се кретала између 9% и 6%, док се у 2015. години смањила на приближно 4%. Поред тога, разлог зашто српске корпорације не преферирају дуг може бити и тај што корпорације нису у могућности да остваре пореске уштеде јер један број корпорација послује са губитком, а корпорације које послују профитабилно нису посебно за њих заинтересоване јер стопа пореза на добит од 15% не обезбеђује довољне пореске уштеде које би биле компензација за високе трошкове задуживања.<sup>655</sup>

Утицај структуре имовине на структуру капитала није на статистички значајном нивоу. Сходно томе, не може се тврдити да са растом удела сталне имовине у укупној пословној имовини долази до повећања степена задужености корпорација. Добијени резултати су у складу са резултатима Титмана и Веселса и Мерхана.<sup>656</sup> Једно од објашњења за одсуство статистичке значајности може бити да стална имовина корпорација, због својих не тако завидних техничко-технолошких карактеристика, не може послужити као вредан колатерал приликом одобрења дугорочних кредита, па самим тим стална имовина губи на значају код одобрења дугорочних кредита. Такође, одсуство статистичке значајности може се објаснити структуром укупне задужености у узорку. Наиме, нешто мање од две трећине укупних дугова чине краткорочни дугови приликом чијег одобрења стална имовина нема значајну улогу.

Повећање стопе раста имовине утиче на смањење степена задужености корпорације, што је у складу са теоријом компромиса и емпиријским студијама спроведеним на узорцима предузећа из Чешке, Турске и Кине.<sup>657</sup> Ово се може објаснити склоношћу растућих корпорација да одржавају нижи ниво задужености, како се не би у будућности одрекле рентабилних инвестиционих алтернатива због проблема трансфера богатства од акционара ка кредиторима. Поред тога, висока стопа раста имовине корпорације може значити да је корпорација у прошлости имала рентабилне инвестиционе алтернативе и више користила дуг, па због тога мора водити рачуна о капацитету задуживања.<sup>658</sup>

---

<sup>655</sup> Malinić, D., Denčić-Mihajlov, K. & Ljubenović, E. (2013). The Determinants of Capital Structure in Emerging Capital Markets: Evidence from Serbia. *European Research Studies*, 16(2), 98-119.

<sup>656</sup> Titman, S. & Wessels, R. (1988). и Merhan, H. (1992). оп. цит.

<sup>657</sup> Bauer, P. (2004).; Koksal, B. & Orman, C. (2014). и Huang, G. & Song, M. F. (2006). оп. цит.

<sup>658</sup> Huang, G. & Song, M. F. (2006). оп. цит.

Из угла теорија структуре капитала, очекиван је негативан утицај пословног ризика на структуру капитала. Међутим, према резултатима истраживања, утицај је позитиван и статистички значајан само код укупне задужености. Објашњење за разлику у статистичкој значајности у утицају пословног ризика на дугорочну и укупну задуженост, као и објашњење за позитиван утицај, може бити тај што постоји разлика између дугорочних кредита у односу на краткорочне и робне кредите у погледу услова одобрења и њиховог удела у укупном капиталу. За разлику од дугорочних кредита, код краткорочних и робних кредита процес одобрења је краћи и праг пословног ризика корпорације је виши.<sup>659</sup> Поред тога, велики број корпорација у земљама у развоју зависи од краткорочних и робних кредита. Ово је ситуација и са српским корпорацијама јер је просечна дугорочна задуженост 14,62%, а просечна укупна задуженост 38,13%, што значи да је удео краткорочних дугова у укупном капиталу готово дупло већи од удела дугорочних дугова у укупном капиталу.

Раст степена задужености условљен је величином корпорације, што је у складу са резултатима емпиријских истраживања у земљама у развоју и теоријом компромиса. Теоријски посматрано, величина корпорације се може посматрати и као апроксимација вероватноће да се корпорација неће суочити са финансијским неприликама. Сходно томе, банке велике корпорације сматрају сигурним дужницима, због чега им одобравају кредите по повољнијим условима, што утиче на раст њихове задужености.

Инфлација има јако слаб утицај на степен задужености, при чему тај утицај на дугорочну задуженост није статистички значајан, што је у складу са резултатима претходних истраживања у Србији.<sup>660</sup> Негативна веза између инфлације и степена укупне задужености је у складу са резултатима Бута и осталих, као и Баса и осталих и може се објаснити чињеницом да инфлација увећава каматне стопе и повећава монетарни ризик.<sup>661</sup>

Према добијеним резултатима, може се рећи да анализирани карактеристике корпорације (осим структуре имовине) условљавају ниво задужености код српских корпорација. Профитабилност и стопа раста имовине имају негативан утицај на степен задужености, а пословни ризик и величина корпорације имају позитиван

---

<sup>659</sup> Booth, et al. (2001). оп. цит.

<sup>660</sup> Stančić, P., Janković, M. & Čupić, M. (2016). оп. цит.

<sup>661</sup> Booth, L., Aivazian, V. Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2001). и Bas, T., Muradoglu, G., & Phylaktis, K. (2009). оп. цит.

утицај. Сходно томе, не може се рећи да је условљеност структуре капитала српских корпорација посматраним карактеристикама корпорације у складу са одређеним теоријским ставом. Међутим, може се рећи да су резултати углавном у складу са резултатима студија код земаља у развоју.

### 3.3.3. Утицај карактеристика корпоративног управљања на структуру капитала

Сходно резултатима представљеним у табели 15, може се закључити да не постоји међусобна узрочност између агенцијских трошкова и структуре капитала. Утицај постоји само у једном смеру, будући да је утврђено да укупна задуженост детерминише висину агенцијских трошкова, али не и да висина агенцијских трошкова детерминише укупну задуженост.

Табела 15: Резултати Грејнцеровог теста узрочности агенцијских трошкова и структуре капитала

$H_0$	F- статистика
АТ не условљава LDA	0,1915
LDA не условљава АТ	1,2770
АТ не условљава DA	0,9071
DA не условљава АТ	12,2100***

Напомена:  $n=175$ ; Статистичка значајност на нивоу од 1% (\*\*\*).

Како би се испитала природа утицаја укупне задужености на висину агенцијских трошкова спроведена је панел регресиона анализа. Према резултатима регресионе анализе (табела 16), раст укупне задужености утиче на раст агенцијских трошкова. С тим у вези, може се рећи да са растом укупне задужености агенцијски проблем између акционара и кредитора постаје све озбиљнији, што утиче на раст агенцијских трошкова дуга, а самим тим и на раст укупних агенцијских трошкова. Заправо, код српских корпорација дисциплинујући ефекат дуга временом слаби или нестаје, јер раст степена укупне задужености доводи до раста агенцијских трошкова дуга. Добијени резултати су у складу са резултатима истраживања Занга и Лија, који објашњавају да је позитиван ефекат дуга на агенцијске трошкове карактеристичан за

корпорације са високим степеном концентрације власништва, што је случај са српским корпорацијама.<sup>662</sup>

Табела 16: Утицај укупне задужености на агенцијске трошкове

	АТ (зависна варијабла)	
	Метод најмањих квадрата	Метод стохастичких ефеката
Константа	0,4149*** (6,8116)	0,4141*** (6,8112)
DA	0,5878*** (5,5467)	0,5869*** (5,5461)
Прилагођено R <sup>2</sup>	0,1246	0,1238
F- статистика	25,7593***	25,7587***

Напомена:  $n=175$ ; Статистичка значајност на нивоу од 1% (\*\*\*). Хаусманов тест *Chi-Sq Statistic* 0,4945 (*Prob.* 0,4819).

Резултати панел регресионе анализе условљености структуре капитала карактеристикама корпоративног управљања дате су табелом 17. Према резултатима Хаусмановог теста, метод стохастичких ефеката је адекватнији од метода фиксних ефеката. Имајући у виду вредност F-статистике, може се рећи да су модели 13 и 14 валидни. Објашњени варијабилитет структуре капитала карактеристикама корпоративног управљања није висок и износи око 4,9% код дугорочне задужености и око 3,4% код укупне задужености.

Сходно добијеним резултатима, може се рећи да се прва допунска хипотеза друге хипотезе (**X2.1**) не може одбацити. Заправо, може се рећи да је раст степена концентрације власништва праћен растом степена задужености, што подржава хипотезу активног мониторинга. Уочен однос степена концентрације власништва и степена задужености је у складу са резултатима истраживања која су спроведена на узорцима корпорација из Аустралије,<sup>663</sup> САД-а,<sup>664</sup> и Индије.<sup>665</sup> Наиме, код корпорација у Србији већински власници имају висок степен надзора над активностима менаџера, што редукује менаџерски опортунизам и подстиче менаџере да повећају степен задужености на ниво који већински власници сматрају оптималним. Добијени резултати, такође, су у складу са резултатима анализе утицаја структуре капитала на агенцијске трошкове јер додатно упућују на то да код

<sup>662</sup> Zhang, H. & Li, S. (2008). оп. цит.

<sup>663</sup> Brailsford, J. T., Oliver, R. B. & Pua, L. H. S. (2002). оп. цит.

<sup>664</sup> Fosberg, R. H. (2004). оп. цит..

<sup>665</sup> Ganguli, S. K. (2013). оп. цит.

корпорација у Србији није изражен агенцијски проблем између акционара и менаџера.

Табела 17: Утицај карактеристика корпоративног управљања на структуру капитала

	LDA (зависна варијабла)		DA (зависна варијабла)	
	Метод најмањих квадрата	Метод стохастичких ефеката	Метод најмањих квадрата	Метод стохастичких ефеката
Константа	0,1128** (1,9103)	0,1124* (1,8258)	0,3799*** (3,2828)	0,3796*** (3,1368)
UV	0,1257*** (2,9308)	0,1255*** (2,8012)	0,1814** (2,1561)	0,1811** (2,0602)
VUO	0,0044 (1,3601)	0,0040 (1,3000)	0,0077 (1,2158)	0,0074 (1,1617)
NUO	-0,1172* (-1,6996)	-0,1189* (-1,6844)	-0,2636** (-1,9490)	-0,2632* (-1,8624)
Прилагођено R <sup>2</sup>	0,0494	0,0490	0,0342	0,0340
F- статистика	4,0139***	4,0137***	3,0541**	3,0538**

Напомена:  $n=175$ ; Статистичка значајност на нивоу од 10% (\*), 5% (\*\*) и 1% (\*\*\*). Хаусманов тест за LDA: *Chi-Sq Statistic 1,8986 (Prob. 0,5937)*. Хаусманов тест за DA: *Chi-Sq Statistic 5,2614 (Prob. 0,1536)*.

Како утицај величине управног одбора није на статистички значајном нивоу, тако се друга допунска хипотеза (X2.2) одбацује. Наиме, не може се тврдити да је раст броја чланова управног одбора праћен растом степена задужености, што је у складу са резултатима истраживања спроведеног на узорку корпорација из Кине.<sup>666</sup> Разлог зашто утицај величине управног одбора на степен задужености није на статистички значајном нивоу, може бити тај што се чланови бирају према лојалности, послушности и партијској припадности, а не према стручној способности. Такође, у највећем броју случајева постављање управног одбора врши се од стране већинског власника чиме он има пуну контролу над корпорацијом. Стога, број директора у управном одбору не одражава ниво разноликости у погледу искуства и вештина директора, па због тога није адекватан показатељ нивоа надзора и квалитета обелодањивања који може утицати на степен задужености.

Трећа допунска хипотеза (X2.3) се одбацује, јер учешће неизвршних директора у управном одбору има статистички значајан негативан утицај на степен задужености.

<sup>666</sup> Wen, Y., Rwegasira, K. & Bilderbeek, J. (2002). оп. цит.

Добијени резултати су у складу са резултатима истраживања које је реализовано на узорцима корпорација из Ирана и Кине.<sup>667</sup> Користи од раста удела неизвршних директора у управном одбору, у смислу остварења већег степена надзора, мање неизвесности пословања и боље репутације на тржишту капитала, могу се остварити транспарентним начином избора неизвршних директора. Међутим, према оцени Европске банке за обнову и развој, код српских корпорација информације о састанцима управног одбора и квалификацијама њихових чланова су ограничене.<sup>668</sup> Додатно, код српских корпорација, приликом избора чланова управног одбора, не постоје захтеви у погледу њихове квалификације и нису разрађене основе за проверу степена независности чланова управног одбора, што могу бити разлози зашто раст удела неизвршних директора у управном одбору не обезбеђује корпорацији задуживање по повољнијим условима и, самим тим, раст степена задужености.

Табелом 18 су приказани резултати панел регресионе анализе модела 15 и 16 проширених вештачким варијаблама које се односе на тип управљања и тип већинског власника. Након проширења модела 13 и 14, природа и значајност утицаја структуре власништва, величине управног одбора и удела неизвршних директора у управном одбору на степен задужености, нису се променили. Резултати указују да корпорације које су се определиле за дводомни модел управљања имају виши степен задужености у односу на корпорације које су се определиле за једнодомни модел управљања. Статистички значајна веза, такође је уочена између степена задужености и типа већинског власника, тачније код корпорација у већинском власништву страног правног лица, домаћег правног лица и физичког лица. Корпорације које се налазе у већинском власништву страног правног лица и физичког лица имају виши степен задужености у односу на корпорације које се налазе у већинском власништву домаћег правног лица.

---

<sup>667</sup> Abdoli, M., Lashkary, M. & Dehghani, M. (2012). и Wen, Y., Rwegasira, K. & Bilderbeek, J. (2002). оп. цит.

<sup>668</sup> Cigna, P. G., Djuric, P., Kobel, Y. & Sigheartau, A. (2016). оп. цит.



Табела 18: Значај и утицај типа власништва и типа управљања на структуру капитала

	LDA (зависна варијабла)	DA (зависна варијабла)
	Метод најмањих квадрата	Метод најмањих квадрата
Константа	0,0538 (0,9028)	0,2692** (2,3011)
UV	0,1277*** (3,0486)	0,1605** (1,9299)
VUO	0,0047 (1,3025)	0,0063 (0,9701)
NUO	-0,0963* (-1,6852)	-0,2024* (-1,6521)
TU	0,0330* (1,7855)	0,1105*** (3,0155)
TV1	0,0148 (0,4762)	0,0453 (0,7739)
TV2	0,0903*** (4,3458)	0,1113*** (2,7037)
TV3	-0,0637** (-1,9557)	-0,1238*** (-2,7733)
TV4	0,0622** (1,9577)	0,0678 (1,0642)
Прилагођено R <sup>2</sup>	0,1702	0,1284
F- статистика	4,8944***	3,4985***

Напомена:  $n=175$ ; Статистичка значајност на нивоу од 10% (\*), 5% (\*\*) и 1% (\*\*\*).

Може се сумирати да је структура власништва код српских корпорација концентрисана и да се степен концентрације власништва није значајније мењао у последњих десет година, што говори о стању на берзанском тржишту у Србији и инертности учесника на тржишту. Највећи број корпорација је у већинском власништву домаћег правног лица и према резултатима регресионе анализе управо те корпорације имају нижи ниво задужености у односу на корпорације које се налазе у већинском власништву страног правног лица и физичког лица. Двodomни начин управљања преовлађује и корпорације са оваквим начином управљања имају виши степен задужености од оних које су се определиле за једнодомно управљање. Највећи број корпорација има између 6 и 10 чланова управног одбора, где се број неизвршних чланова у управном одбору креће између 4 и 7. Имајући у виду структуру власништва и чињеницу да је уочено да укупна задуженост утиче на раст агенцијских трошкова, може се рећи да је агенцијски проблем између акционара и

кредитора изражен код корпорација у Србији. Степен концентрације власничке структуре има позитиван утицај на степен задужености. Утицај величине управног одбора на структуру капитала није статистички значајан, док је утицај удела неизвршних директора у управном одбору на степен задужености негативан. Стога се друга хипотеза (*X2*) не може одбацити. Заправо, код српских корпорација, промене власничке структуре и структуре управног одбора корпорације директно утичу на обликовање структуре капитала.

### ***3.3.4. Ограничавајуће-балансирајућа улога корпоративног управљања у односу структуре капитала и вредности корпорације***

Резултати разматрања утицаја степена концентрације власништва, као модераторске варијабле, на однос структуре капитала и вредности корпорације дати су табелом 19. Према добијеним резултатима, може се закључити да додавање модераторске варијабле у II блок хијерархијске регресионе анализе утиче на статистички значајан раст (промена  $R^2$ ) објашњеног варијабилитета вредности корпорација. Укључивање додатне независне варијабле, производ структуре капитала и степена концентрације власништва, у III блок доводи до малог раста објашњеног варијабилитета вредности корпорације, али тај раст није на статистички значајном нивоу. Утицај степена задужености на вредност корпорације у III блоку није статистички значајан, величина корпорације има статистички значајан позитиван утицај на вредност корпорације, као и степен концентрације власништва. Утицај производа структуре капитала и степена концентрације власништва на вредност корпорације није на статистички значајном нивоу, што је у складу са одсуством статистичке значајности објашњеног варијабилитета вредности корпорације након укључења у анализу ове додатне независне варијабле. Према томе, не може се тврдити да степен концентрације власништва има ограничавајуће-балансирајућу улогу у односу структуре капитала и вредности корпорације.

Табела 19: Ограничавајуће-балансирајућа улога структуре власништва у односу структуре капитала и вредности корпорације

Независне варијабле	I блок	II блок	III блок	I блок	II блок	III блок
Константа	-0,2544 (0,7193)	-0,5198 (-1,5298)	-0,3955 (-1,1101)	-0,2499 (0,7101)	-0,4842 (-1,4454)	-0,3711 (-1,0142)
LDA	0,2901 (0,9842)	0,0765 (0,2712)	-1,2003 (-1,0388)			
DA				0,1944 (2,8923)	0,1256 (0,8701)	-0,1943 (-0,4434)
SIZE	0,0711*** (2,9922)	0,0654*** (2,8722)	0,0655*** (2,8622)	0,0698*** (2,8924)	0,0603*** (2,6754)	0,0597*** (2,6152)
UV		0,7001*** (4,6345)	0,5012** (2,1690)		0,6933*** (4,6367)	0,5253** (1,9875)
LDAxUV			2,0454 (1,1390)			
DAxUV						0,5458 (0,7737)
R <sup>2</sup>	0,0723	0,1759	0,1825	0,0755	0,1794	0,1828
Прилагођено R <sup>2</sup>	0,0611	0,1612	0,1622	0,0655	0,1643	0,1624
F - статистика	6,6584***	12,1255***	9,4344***	7,0200***	12,4022***	9,4298***
Промена R <sup>2</sup>	0,0723	0,1036	0,0066	0,0755	0,1039	0,0034
F – статистика за промену	6,6587***	21,4741***	1,298	7,0201***	21,4932***	0,5987

Напомена: n=175; Статистичка значајност на нивоу од 10% (\*), 5% (\*\*) и 1% (\*\*\*).

Табелом 20 дати су резултати анализе модераторске улоге величине управног одбора у односу структуре капитала и вредности корпорације. Укључивање величине управног одбора, као карактеристике корпоративног управљања у II корак (блок) хијерархијске регресионе анализе довело је до јако малог раста објашњеног варијабилитета вредности корпорације и тај варијабилитет није на статистички значајном нивоу. Међутим, укључивање додатне независне варијабле, производа структуре капитала и величине управног одбора, у III корак (блок), довело је до раста објашњеног варијабилитета вредности корпорације и тај раст је на статистички значајном нивоу. У III блоку структура капитала, величина корпорације и величина управног одбора имају статистички значајан позитиван утицај на вредност корпорације. Утицај додатне независне варијабле на вредност корпорације је на статистички значајном нивоу. Величина управног одбора детерминише јачину утицаја структуре капитала на вредност корпорације, јер је дошло до промене (раста) вредности  $\beta$  коефицијената код варијабле структуре капитала у III блоку у односу на I блок. Стога се може закључити да величина управног одбора има ограничавајуће-балансирајућу улогу у односу структуре капитала и вредности корпорације.

Табела 20: Ограничавајуће-балансирајућа улога величине управног одбора у односу структуре капитала и вредности корпорације

Независне варијабле	I блок	II блок	III блок	I блок	II блок	III блок
Константа	-0,2544 (0,7193)	-0,2374 (-0,6685)	-0,4477 (-1,1974)	-0,2499 (0,7101)	-0,2324 (-0,6612)	-0,5281 (-1,4435)
LDA	0,2901 (0,9842)	0,3022 (1,0234)	1,6113* (1,9658)			
DA				0,1944 (2,8923)	0,2004 (1,3161)	1,2072*** (2,7933)
SIZE	0,0711*** (2,9922)	0,0646* (2,5701)	0,0667*** (2,6564)	0,0698*** (2,8924)	0,0622** (2,4777)	0,0555** (2,2457)
VUO		0,0122 (0,9504)	0,0362* (1,9221)		0,0122 (0,9575)	0,0598*** (2,6191)
LDAxVUO			-0,1742* (-1,7103)			
DAxVUO						-0,1206** (-2,4844)
R <sup>2</sup>	0,0723	0,0776	0,0928	0,0754	0,0806	0,1135
Прилагођено R <sup>2</sup>	0,0611	0,0614	0,0712	0,0655	0,0645	0,0928
F - статистика	6,6584***	4,7377***	4,3242***	7,0200***	4,9821***	5,3934***
Промена R <sup>2</sup>	0,0723	0,0053	0,0152	0,0754	0,0052	0,0329
F – статистика за промену	6,6587***	0,9022	2,9243*	7,0204***	0,9152	6,1727**

Напомена: n=175; Статистичка значајност на нивоу од 10% (\*), 5% (\*\*) и 1% (\*\*\*).

На основу знака који се налази испред додатне независне варијабле може се рећи да величина управног одбора смањује јачину утицаја структуре капитала на вредност корпорације. Разлог за овакав утицај може бити тај што велики управни одбори, због избора чланова који се не врши према њиховој стручности, не значе виши ниво надзора менаџмента и квалитетније обелодањивање. У таквој ситуацији, исправност одлуке о избору одређене структуре капитала може бити доведена у питање, па се јачина утицаја структуре капитала на вредност корпорације мења у зависности од величине управног одбора. Стога, уочена улога величине управног одбора у односу структуре капитала и вредности корпорације може бити објашњење зашто две корпорације имају различите вредности иако имају исте структуре капитала.

Према резултатима анализе (Табела 21) модераторске улоге удела неизвршних директора у управном одбору, као карактеристике корпоративног управљања, у односу структуре капитала и вредности корпорације, објашњени варијабилитет вредности корпорације у II блоку је јако мало порастао и тај раст није на

статистички значајном нивоу. Додавање додатне независне варијабле, производ структуре капитала и удела неизвршних директора у управном одбору, у III блок не проузрокује раст објашњеног варијабилитета вредности корпорације.

Табела 21: Ограничавајуће-балансирајућа улога структуре управног одбора у односу структуре капитала и вредности корпорације

Независне варијабле	I блок			II блок		
	I блок	II блок	III блок	I блок	II блок	III блок
Константа	-0,2544 (0,7193)	-0,1676 (-0,457)	-0,1814 (-0,409)	-0,2499 (0,7101)	-0,1674 (-0,4622)	-0,1258 (-0,2655)
LDA	0,2901 (0,9842)	0,2322 (0,7737)	0,2955 (0,2563)			
DA				0,1944 (2,8923)	0,1646 (1,0543)	0,0723 (0,1086)
SIZE	0,0711*** (2,9922)	0,0776*** (3,1345)	0,7777*** (3,0874)	0,0698*** (2,8924)	0,0747*** (3,0196)	0,0743*** (3,0078)
NUO		-0,2638 (-0,9835)	-0,2455 (-0,5901)		-0,2412 (-0,9004)	-0,3101 (-0,5541)
LDAxNUO			-0,1133 (-0,0577)			
DAxNUO						0,1563 (0,1402)
R <sup>2</sup>	0,0726	0,0778	0,0778	0,0753	0,0802	0,0802
Прилагођено R <sup>2</sup>	0,0611	0,0613	0,0554	0,0655	0,0647	0,0588
F - статистика	6,6584***	4,7601***	3,5502***	7,0200***	4,9455***	3,6927***
Промена R <sup>2</sup>	0,0726	0,0052	0,0000	0,0753	0,0049	0,0000
F – статистика за промену	6,6582***	0,9674	0,0032	7,0203***	0,8114	0,0207

Напомена: n=175; Статистичка значајност на нивоу од 10% (\*), 5% (\*\*) и 1% (\*\*\*).

Утицај структуре капитала на вредност корпорације је позитиван. Величина корпорације и удео неизвршних директора у управном одбору немају статистички значајан утицај на вредност корпорације. Додатна независна варијабла нема статистички значајан утицај на вредност корпорације, па удео неизвршних директора у управном одбору нема ограничавајуће-балансирајућу улогу у односу структуре капитала и вредности корпорације, што је у складу са одсуством раста објашњеног варијабилитета вредности корпорације након укључивања ове варијабле у III блок хијерархијске регресионе анализе.

Добијени резултати кореспондирају са резултатима анализе утицаја карактеристика корпоративног управљања на структуру капитала (табела 17), јер концентрација власништва и удео неизвршних директора у управном одбору имају директан утицај на степен задужености, а немају ограничавајуће-балансирајућу

улогу на утицај структуре капитала на вредност корпорације. За разлику од поменуте две карактеристике корпоративног управљања, величина управног одбора нема директан утицај на степен задужености, али има ограничавајуће-балансирајућу улогу у односу структуре капитала и вредности корпорације. Имајући у виду резултате анализе модераторске улоге све три разматране карактеристике корпоративног управљања, може се рећи да се прва допунска хипотеза трећој хипотези (*X3.1*) не може у потпуности одбацити. Заправо, може се рећи да корпоративно управљање има делимично ограничавајуће-балансирајућу улогу у испољавању утицаја структуре капитала на вредност корпорације, јер је уочено да величина управног одбора утиче на смањење јачине утицаја структуре капитала на вредност корпорације.

### ***3.3.5. Посредничка улога корпоративног управљања у односу структуре капитала и вредности корпорације***

Посредничка улога корпоративног управљања у односу структуре капитала и вредности корпорације, анализирана је за сваку посматрану карактеристику корпоративног управљања засебно. Табелом 22 дати су резултати испитивања медијаторске улоге степена концентрације власништва у односу структуре капитала и вредности корпорације. Постављени модели у свим фазама су на основу F-статистике валидни и кроз фазе објашњени варијабилитет вредности корпорације расте. У првој фази регресионе анализе степен задужености има директан позитиван утицај на вредност корпорације, с тим да је тај ефекат статистички значајан код укупне задужености, па се медијаторски ефекат може појавити само код утицаја укупне задужености на вредност корпорације. Величина корпорације има статистички значајан позитиван утицај на вредност корпорације у свим фазама регресионе анализе. Добијени резултати у другој фази указују на директан и статистички значајан позитиван утицај укупне задужености на степен концентрације власништва. Резултати треће фазе указују на директан и статистички значајан позитиван утицај степена концентрације власништва на вредност корпорације.

У последњој фази, утицај укупне задужености на вредност корпорације уз присуство степена концентрације власништва, као медијаторске варијабле, остаје статистички значајан и вредност  $\beta$  коефицијента укупне задужености се смањила у односу на вредност из прве фазе. Сходно томе, може се рећи да степен концентрације власништва врши делимичну медијацију на однос укупне

задужености и вредности корпорације. Делимична медијација значи да укупна задуженост свој утицај на вредност корпорације делимично остварује путем јачања позитивног утицаја степена концентрације власништва на вредност корпорације. Заправо, виши степен концентрације власништва смањује вероватноћу да ће се менаџмент понашати опортунистички, а раст укупне задуженост додатно ту вероватноћу смањује, што има додатну позитивну рефлексију на вредност корпорације.

Табела 22: Посредничка улога структуре власништва у односу структуре капитала и вредности корпорације

	Фаза 1 Q	Фаза 2 UV	Фаза 3 Q	Фаза 4 Q	Фаза 1 Q	Фаза 2 UV	Фаза 3 Q	Фаза 4 Q
Константа	-0,2543 (-0,7757)	0,3783 (1,2615)	-0,5409 (-1,1127)	-0,5189 (-1,0117)	-0,2488 (-0,8176)	0,3400 (1,1377)	-0,5409 (-1,1127)	-0,4844 (-1,0264)
LDA	0,2902 (1,4675)	0,3055* (1,7038)		0,0765 (0,5569)				
DA					0,1942** (2,0437)	0,0994* (1,6692)		0,1253* (1,6752)
UV			0,7062*** (2,6741)	0,6996*** (2,5293)			0,7062*** (2,6741)	0,6928*** (2,5134)
SIZE	0,0713*** (2,8578)	0,0092 (0,4887)	0,0668*** (2,6108)	0,0649** (2,3638)	0,0689*** (2,9464)	0,0122 (0,6332)	0,0668*** (2,6108)	0,0604*** (2,5381)
Прилагођено R <sup>2</sup>	0,0611	0,0297	0,1655	0,1659	0,0647	0,0138	0,1655	0,1663
F-статистика	6,6582***	3,6660**	18,2493***	12,1251***	7,0196***	3,2163*	18,2493***	12,4016***

Напомена:  $n=175$ ; Статистичка значајност на нивоу од 10% (\*), 5% (\*\*) и 1% (\*\*\*).

Резултати анализе посредничке улоге величине управног одбора у односу структуре капитала и вредности корпорације дати су табелом 23. Према F-статистици, постављени модели су валидни у свим фазама регресионе анализе. Објашњени варијабилитет вредности корпорације опада из фазе у фазу. Према резултатима прве фазе, степен укупне задужености има директан статистички значајан позитиван утицај на вредност корпорације, док тај утицај код дугорочне задужености није на статистички значајном нивоу. Стога, предмет медијације може бити само однос укупне задужености и вредности корпорације. Резултати друге и треће фазе указују да позитиван утицај укупне задужености на величину управног одбора, као и величине управног одбора на вредност корпорације није на статистички значајном нивоу.

Укључивање медијаторске варијабле, као додатне независне варијабле у четврту фазу и даље обезбеђује статистички значајан утицај укупне задужености на вредност

корпорације. Међутим, вредност  $\beta$  коефицијента за варијаблу DA се повећала са 0,1942 из фазе 1 на 0,1995 у фази 4, па се не може тврдити да величина управног одбора има посредничку улогу у односу укупне задужености и вредности корпорације. Један од разлога за овакав резултат може бити статистички значајан позитиван утицај величине корпорације на величину управног одбора, што није био случај код осталих карактеристика корпоративног управљања код којих је уочена посредничка улога. Такође, разлог може бити и одсуство утицаја укупне задужености на величину управног одбора, па укупна задуженост нема улогу додатног инструмента корпоративног управљања који може остварити утицај на вредност корпорације преко јачања утицаја величине управног одбора.

Табела 23: *Посредничка улога величине управног одбора у односу структуре капитала и вредности корпорације*

	Фаза 1 Q	Фаза 2 VUO	Фаза 3 Q	Фаза 4 Q	Фаза 1 Q	Фаза 2 VUO	Фаза 3 Q	Фаза 4 Q
Константа	-0,2543 (-0,7757)	-1,5034 (-0,9298)	-0,3165 (-1,0432)	-0,2368 (-0,6938)	-0,2488 (-0,8176)	-1,4267 (-1,0618)	-0,3165 (-1,0432)	-0,2321 (-0,7320)
LDA	0,2902 (1,4675)	1,0238 (0,5129)		0,3022 (1,4036)				
DA					0,1942** (2,0437)	0,4559 (0,4672)		0,1995* (1,8896)
VUO			0,0111 (1,5702)	0,0117* (1,8071)			0,0111 (1,5702)	0,0117* (1,6417)
SIZE	0,0713*** (2,8578)	0,6069*** (4,5645)	0,0726*** (3,4484)	0,0642*** (2,5125)	0,0689*** (2,9464)	0,6035*** (5,2394)	0,0726*** (3,4484)	0,0618*** (2,5133)
Прилагођено R <sup>2</sup>	0,0611	0,0822	0,0603	0,0601	0,0647	0,0818	0,0603	0,0602
F-статистика	6,6582***	8,7973***	6,5797***	4,7368***	7,0196***	8,7538***	6,5797***	4,9824***

Напомена:  $n=175$ ; Статистичка значајност на нивоу од 10% (\*), 5% (\*\*) и 1% (\*\*\*).

Табелом 24 дати су резултати вишефазне регресионе анализе којом је испитивана посредничка улога удела неизвршних директора у управном одбору у односу структуре капитала и вредности корпорације. Сходно F-статистици, модели су у свим фазама валидни и објашњени варијабилитет из фазе у фазу расте. Као и код претходних карактеристика корпоративног управљања, могућа је само медијација утицаја укупне задужености на вредност корпорације (фаза 1). Према резултатима добијеним у другој фази, утицај степена укупне задужености на удео неизвршних директора у управном одбору је негативан и статистички значајан. Са друге стране, утицај удела неизвршних директора у управном одбору на вредност корпорације није на статистички значајном нивоу.



Табела 24: Посредничка улога структуре управног одбора у односу структуре капитала и вредности корпорације

	Фаза 1 Q	Фаза 2 NUO	Фаза 3 Q	Фаза 4 Q	Фаза 1 Q	Фаза 2 NUO	Фаза 3 Q	Фаза 4 Q
Константа	-0,2543 (-0,7757)	0,3329 (1,5363)	-0,2121 (-0,6426)	-0,1669 (-0,4952)	-0,2488 (-0,8176)	0,3373* (1,6112)	-0,2121 (-0,6426)	-0,1675 (-0,5085)
LDA	0,2902 (1,4675)	-0,2199*** (-3,5495)		0,2324 (0,8435)				
DA					0,1942** (2,0437)	-0,1266*** (-2,5251)		0,1636* (1,8187)
NUO			-0,3029 (-0,8465)	-0,2626 (-0,6781)			-0,3029 (-0,8465)	-0,2412 (-0,6318)
SIZE	0,0713*** (2,8578)	0,0199 (1,3289)	0,0833*** (3,9809)	0,0766*** (2,8855)	0,0689*** (2,9464)	0,0207 (1,3898)	0,0833*** (3,9809)	0,0739*** (2,9377)
Прилагођено R <sup>2</sup>	0,0611	0,0523	0,0631	0,0639	0,0627	0,0618	0,0631	0,0637
F-статистика	6,6582***	5,8051***	6,8579***	4,7604***	7,0196***	6,7279***	6,8579***	4,9448***

Напомена:  $n=175$ ; Статистичка значајност на нивоу од 10% (\*), 5% (\*\*) и 1% (\*\*\*).

Уз присуство медијаторске варијабле (удео неизвршних директора у управном одбору), у четвртој фази утицај укупне задужености на вредност корпорације и даље је статистички значајан и вредност  $\beta$  коефицијента укупне задужености се смањила у односу на вредност из прве фазе. Стога се може рећи да удео неизвршних директора у управном одбору има делимичну посредничку улогу приликом испољавања утицаја укупне задужености на вредност корпорације. Због тога што не постоје захтеви у погледу квалификације неизвршних директора и нису разрађене основе за процену степена њихове независности код корпорација у Србији, повећање њиховог удела у управном одбору није знак инвеститорима да су менаџери под високим нивоом надзора, што се може негативно рефлектовати на вредност корпорације. Међутим, раст укупне задужености утиче на раст ефикасности менаџмента чиме се негативан утицај удела неизвршних директора у управном одбору на вредност корпорације може смањити.

Добијени резултати у другој фази код свих анализираних карактеристика су у складу са резултатима анализе дате табелом 17, јер је потврђена директна веза између структуре капитала и степена концентрације власништва и структуре капитала и удела неизвршних директора у управном одбору. Већи степен краткорочне задужености у односу на дугорочну задуженост код српских корпорација и третирање степена укупне задужености као адекватне варијабле структуре капитала у земљама у развоју, могу бити разлози зашто је однос укупне задужености и вредности корпорације, однос на који се може остварити

медијаторски утицај. Како је уочено да степен концентрације власништва и удео неизвршних директора у управном одбору врше делимичну медијацију на однос укупне задужености и вредности корпорације, друга допунска хипотеза треће хипотезе (X3.2) се не може одбацити у потпуности. Заправо, може се рећи да код српских корпорација корпоративно управљање има делимичну улогу посредника у испољавању утицаја структуре капитала на вредност корпорације.

На основу резултата датих табелама 15 и 16 констатовано је да код српских корпорација дисциплинујући ефекат дуга временом слаби или нестаје, јер раст степена укупне задужености доводи до раста агенцијских трошкова дуга. Према резултатима панел регресионе анализе и вишефазне регресионе анализе уочено је да степен концентрације власништва има директан утицај на вредност корпорације и степен задужености, па се дуг не може сматрати супститутивним инструментом корпоративног управљања. Међутим, због уочене медијаторске улоге степена концентрације власништва и удела неизвршних директора у управном одбору у односу структуре капитала и вредности капитала, дуг се може сматрати комплементарним инструментом корпоративног управљања. То је у складу са Хејнриковим виђењем да код корпорација са изражено концентрисаном структуром власништва дуг може бити додатни, односно комплементарни интерни инструмент корпоративног управљања.<sup>669</sup>

Имајући у виду да је уочено да величина управног одбора има ограничавајуће-балансирајућу улогу у односу структуре капитала и вредности корпорације, те да степен концентрације власништва и удео неизвршних директора у управном одбору имају посредничку улогу у односу укупне задужености и вредности корпорације, трећа хипотеза (X3) се не може одбацити у целости. Према томе, може се рећи да корпоративно управљање делимично одређује начин утицаја структуре капитала на вредност корпорација у Србији.

#### **4. Ограничења истраживања и смернице за будућа истраживања**

Истраживање које је спроведено у оквиру ове докторске дисертације има неколико ограничења. Прво ограничење се тиче величине и структуре узорка. Узорак од 35 корпорација се може сматрати релативно малим, али је он обухватио све нефинансијске корпорације чијим је акцијама трговано на регулисаном тржишту

---

<sup>669</sup> Heinrich, P. R. (2000). оп. цит.

(*Prime listing, Standard listing, Open market*) Београдске берзе у посматраном периоду. Број нефинансијских корпорација чије су акције листиране на мултилатералној трговачкој платформи (*MTP*) Београдске берзе био је преко 500 у посматраном периоду. Међутим, корпорације са тог дела тржишта Београдске берзе нису ушле у узорак због тога што њихове акције нису биле у структури индексне корпе *BELEX15* и *BELEXline*.

Период истраживања, односно почетак периода истраживања представља друго ограничење. Година почетка истраживања је 2011. Разлог избора 2011. године као почетка истраживачког периода се тиче доступности података о анализираним карактеристикама корпоративног управљања. Наиме, због немогућности да се дође до валидних података о карактеристикама корпоративног управљања за посматране корпорације пре 2011. године, иста је изабрана за почетак периода посматрања.

Вредност корпорације, структура капитала, анализирани карактеристике корпорације и карактеристике корпоративног управљања апроксимирани су одређеним варијаблама, које можда не представљају њихове стварне мере, што представља треће ограничење. Заправо, изабране варијабле, репрезентују анализирани категорије, а не њихове стварне мере, па могу садржати одређене пристрасности. Због нивоа развијености корпоративног управљања у Србији, акценат је стављен на карактеристике које репрезентују интерне инструменте корпоративног управљања. Листа карактеристика корпорације, као детерминанти структуре капитала, ограничена је на оне које су најчешће испитиване у развијеним земљама и земљама у развоју, што је додатно ограничење истраживања.

Четврто ограничење се тиче изабране методологије истраживања. За тестирање прве две хипотезе и њихових допунских хипотеза коришћена је панел регресиона анализа спроведена методом најмањих квадрата, док су за проверу робусности добијених резултата коришћене методе фиксних ефеката и стохастичких ефеката. Осим Хаусмановог теста, нису спроведени остали тестови (као што су *F-test* и *LM-test*) избора најбољег од поменутих три метода. Приликом тестирања треће хипотезе и њених допунских хипотеза коришћена је вишефазна регресиона анализа и хијерархијска регресија. Структурално моделирање, као алтернативна методологија за тестирање модераторског и медијаторског ефекта корпоративног управљања на однос структуре капитала и вредности корпорације није коришћено.

Имајући у виду наведена ограничења, може се закључити да је спроведеним истраживањем обезбеђен основ за даља истраживања специфичног односа корпоративног управљања и избора оптималне структуре капитала, како код корпорација у Србији, тако и код корпорација у другим земљама. Будућим истраживањима би требало обухватити већи број корпорација и проширити период посматрања. Уколико би било могуће прибавити податке о карактеристикама корпоративног управљања пре 2011. године, могла би се спровести компаративна анализа утицаја карактеристика корпоративног управљања на структуру капитала и њихове улоге у односу структуре капитала и вредности корпорације, пре и после законске промене начина управљања корпорацијама.

Како би се смањила комплексност будућих истраживања, било би пожељно размотрити могућност да се корпоративно управљање, као детерминанта структуре капитала, апроксимира индексом корпоративног управљања. Требало би, такође, размотрити алтернативне начине апроксимације вредности корпорације, као што су тржишна мерила и релативна рачуноводствена мерила перформанси. Поред тога, требало би проширити листу карактеристика корпорација и макроекономских фактора који могу утицати на избор структуре капитала.

Потребно је размотрити коришћење других модела регресионе анализе, попут Уопштеног метода момента (*Generalized Method of Moments – GMM*) и Метода најмањих квадрата у две фазе (*Two-Stage Least Squares – TSLS*). Код анализе модераторског и медијаторског ефекта треба размотрити употребу структуралног моделирања. Додатно, будућа истраживања не треба ограничити само на једну земљу, већ би их требало спровести на узорцима из различитих земаља у развоју и развијених земаља, како би се уочиле сличности и разлике у односу корпоративног управљања и избора оптималне структуре капитала између земаља и извеле нове законитости у односу структуре капитала и вредности корпорације.

## ЗАКЉУЧАК

Избор оптималне структуре капитала представља један од есенцијалних проблема са којим се суочавају предузећа корпоративног типа, због чега интересовање за ову проблематику још увек не јењава. Иако расправа на тему да ли постоји степен задужености, у виду опште важеће норме, који максимира вредност корпорације траје већ више деценија, јединственог става по питању оптималне границе задуживања корпорација још увек нема. Међутим, једно је сигурно - због увек присутног извесног степена ризика да се корпорација може суочити са финансијским неприликама, ниво задужености има објективну границу преко које није исплативо или није могуће даље повећавати ниво дуга у структури капитала.

Дуг као једна од компоненти структуре капитала има одређене специфичности које на директан или индиректан начин детерминишу пондерисану просечну цену капитала, а самим тим и вредност корпорације. Због тумачења емисије дужничких хартија од вредности као сигнала да је пословање корпорације стабилно, слабо израженог проблема информационе асиметрије и нижих трансакционих трошкова, дуг се сматра јефтинијим екстерним извором финансирања. Поред тога, присуство дуга у структури капитала може генерисати користи за корпорацију у виду пореских уштеда, што утиче на смањење цене дуга. При томе, основни предуслов за остварење пореских уштеда је пословање корпорације са позитивним пословним резултатом што је уједно и сигнал да ће корпорација бити у могућности да повећа своју вредност. Управо уважавајући ову чињеницу развијена је и тестирана прва хипотеза.

Резултати истраживања указују да корпорације у Србији имају нижи степен задужености и нижу профитабилност у односу на корпорације у земљама у развоју. Тестирањем прве хипотезе на узорку свих нефинансијских корпорација чијим је акцијама трговано на регулисаном тржишту Београдске берзе у периоду од 2011. до 2015. године уочено је да је раст степена задужености праћен растом вредности корпорација које послују са позитивним пословним резултатом. Уважавајући наведено, Хипотеза 1 – *Вредност корпорације са позитивним пословним резултатом се повећава са повећањем финансијског леверџа*, не може се одбацити. Додатно је анализирана условљеност избора структуре капитала профитабилношћу, структуром имовине, растом имовине, пословним ризиком и величином корпорације. Резултати анализе указују да корпорације у Србији избор структуре

капитала не врше у складу са конкретним теоријским ставом, те да је тај избор углавном у складу са избором који врше корпорације у земљама у развоју.

Корпорације карактерише раздвојеност контроле од власништва, па појава агенцијског проблема додатно усложњава избор структуре капитала. Агенцијски проблем који је иманентан свакој корпорацији и његова финансијска импликација у виду агенцијског трошка, битно детерминишу избор структуре капитала. Стога, разматрање избора структуре капитала без уважавања улоге корпоративног управљања у том процесу, не представља свеобухватан приступ за опис и интерпретацију способности корпорације да креира вредност.

Корпоративно управљање, као систем инструмената којим се корпорације усмеравају и контролишу, може ублажити агенцијски проблем и редуковати агенцијске трошкове. Иако агенцијске трошкове није могуће потпуно избећи, ефикасан систем корпоративног управљања може значајно редуковати њихов ниво. Инструменти корпоративног управљања нису међусобно независни, већ делују као супститути и треба их схватити као економске и правне институције које се временом мењају, а њихов значај и примена зависе од модела корпоративног управљања. Компаративна анализа система корпоративног управљања у развијеним земљама и земљама у развоју сугерише да на избор модела доминантно утичу карактеристике земље, односно институционални оквир, политички амбијент, економски и финансијски развој.

Високо квалитетан систем инструмената корпоративног управљања доприноси конвергенцији интереса менаџера и акционара, смањењу менаџерске финансијске инертности, квалитетнијем финансијском извештавању, смањењу информационе асиметрије и трошкова мониторинга, као и ублажавању ирационалног агенцијског проблема. Сходно томе, корпорације са квалитетним системом корпоративног управљања имају нижи процењени ризик пословања због чега могу остварити приступ различитим изворима финансирања по нижим трошковима, па квалитетан систем корпоративног управљања има позитиван утицај на избор оптималне структуре капитала.

Анализа праксе корпоративног управљања у Србији указује да она није на задовољавајућем нивоу и да је карактерише концентрација власништва, експропријација мањинских права, неефикасно функционисање управних одбора и повезаност власништва и контроле. Имајући у виду да, због неразвијености тржишта

корпоративне контроле и разлике између правне (*de jure*) и стварне (*de facto*) заштите права и интереса инвеститора у земљама у развоју, па и у Србији, интерни инструменти корпоративног управљања имају посебан значај. Стога, емпиријски је тестиран утицај степена концентрације власништва, величине управног одбора и структуре управног одбора, као релевантних карактеристика корпоративног управљања, на структуру капитала.

Истраживањем је откривено да степен концентрације власништва делује на структуру капитала у складу са хипотезом активног мониторинга. Стога се Хипотеза 2.1 – *Степен концентрације власништва има статистички значајан позитиван утицај на степен задужености*, не може одбацити. Утицај величине управног одбора није на статистички значајном нивоу, што је у супротности са преовлађујућим теоријским и емпиријским виђењем, па се хипотеза 2.2 – *Веза између величине управног одбора и степена задужености је позитивна и статистички значајна*, одбацује. Учешће неизвршних директора у управном одбору има статистички значајан негативан утицај на степен задужености, што је у супротности са преовлађујућим резултатима емпиријских истраживања и хипотеза 2.3 – *Учешће неизвршних директора у управном одбору има статистички значајан позитиван утицај на степен задужености*, се одбацује. Нетранспарентна селекција чланова управног одбора приликом које се не уважавају стручне способности чланова, може се навести као основни разлог за уочену природу утицаја величине и структуре управног одбора на структуру капитала. Сходно резултатима анализе условљености структуре капитала карактеристикама корпоративног управљања Хипотеза 2 – *Промене власничке структуре и структуре управног одбора директно утичу на обликовање структуре капитала*, се не може одбацити.

Поред директног утицаја корпоративног управљања на избор структуре капитала, испитана је и природа утицаја инструмената корпоративног управљања на однос структуре капитала и вредности корпорације. Квалитет корпоративног управљања може објаснити зашто две корпорације са истом структуром капитала имају различите вредности. Другим речима, може одредити смер и јачину утицаја структуре капитала на вредност корпорације, јер трошкови капитала зависе од квалитета корпоративног управљања. Сходно томе, корпоративно управљање може кориговати јачину утицаја структуре капитала на вредност корпорације. Резултати истраживања указују да само величина управног одбора коригује јачину утицаја

структуре капитала на вредност корпорације, па се Хипотеза 3.1 – *Корпоративно управљање има ограничавајуће-балансирајућу улогу у испољавању утицаја структуре капитала на вредност корпорације*, не може у потпуности одбацити.

Структуру капитала не треба посматрати само као финансијски инструмент, већ је треба третирати и као инструмент корпоративног управљања који може заштити добро организован процес стварања вредности, дефинисањем начина њене касније дистрибуције. Додатно, избором структуре капитала може се утицати на побољшање ефикасности корпоративног управљања, посебно код земаља у развоју, па структуру капитала треба посматрати као комплементарни или супститутивни интерни инструмент корпоративног управљања који путем дисциплиновања и мотивисања менаџера може допринети повећању вредности корпорације. Следствено томе, може се десити да се утицај структуре капитала на вредност корпорације не може сагледати директно, што захтева разматрање посредничке улоге корпоративног управљања у том односу.

Анализа међузависности агенцијских трошкова и структуре капитала код корпорација у Србији сугерише да са растом степена укупне задужености агенцијски проблем између акционара и кредитора постаје озбиљнији, што доводи до раста агенцијских трошкова дуга, па дисциплинујући ефекат дуга временом слаби или нестаје. Заправо, дуг се не може сматрати супститутивним интерним инструментом корпоративног управљања. Међутим, у прилог томе да га треба посматрати као комплементарни интерни инструмент говоре резултати анализе посредничке улоге корпоративног управљања у односу структуре капитала и вредности корпорације. Наиме, уочено је да структура капитала делимично утиче на вредност корпорације путем корекције јачине утицаја степен концентрације власништва и структуре управног одбора на вредност корпорације, па се Хипотеза 3.2 – *Корпоративно управљање има улогу посредника у испољавању утицаја структуре капитала на вредност корпорације*, не може одбацити у потпуности. Имајући у виду резултате емпиријске провере природе улоге корпоративног управљања у односу структуре капитала и вредности корпорације, може се констатовати да се Хипотеза 3 – *Корпоративно управљање одређује начин утицаја структуре капитала на вредност корпорације*, не може одбацити у целости.

Добијени резултати истраживања представљају користан оквир који указује на природу утицаја корпоративног управљања на однос структуре капитала и вредности



корпорације нудећи шири поглед на комплексно питање избора оптималне структуре капитала. Очигледно, корпоративно управљање директно утиче на избор структуре капитала и коригује јачину утицаја структуре капитала на вредност корпорације. Међутим, имајући у виду да корпоративно управљање има одређене специфичности у зависности од карактеристика земље, изнете закључке не треба генерализовати. Ипак, уважавајући чињеницу да корпорације послују у амбијенту који карактерише увек присутан агенцијски проблем, избор оптималне структуре капитала не може се посматрати одвојено од карактеристика корпоративног управљања.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Abdoli, M., Lashkary, M. & Dehghani, M. (2012). Corporate Governance And Its Effect on the Corporate Financial Leverage. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 2(9), 8552-8560.
2. Abobakr, G. M. & Elgiziry, K. (2016). The Effect of Board Characteristics and Ownership Structure on the Corporate Financial Leverage. *Accounting and Finance research*, 5(1), 1-14.
3. Abor, G. (2008). Agency Theoretic Determinants of Debt Levels: Evidence from Ghana. *Review of Accounting and Finance*, 7(2), 183-192.
4. Abor, J. (2007). Corporate Governance and Financing Decisions of Ghanaian Listed Firms. *Corporate Governance: International Journal of Business in Society*, 7(1), 83-92.
5. Abor, J. (2008). Determinants of the Capital Structure of Ghanaian Firms. *AERC Research Paper No. 176*. Nairobi: African Economic Research Consortium.
6. Adedeji. A. (1998). Does the Pecking Order Hypothesis Explain the Dividend Payout Ratios of Firms in the UK? *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(9-10), 1127-1155.
7. Aggarwal, R. & Goodell, J. (2014). Culture, Institutions and Financing Choices: How and Why Are They Related? *Research in International Business and Finance*, 31(1), 101-111.
8. Aggarwal, R. & Williamson, R. (2006). Did New Regulations Target the Relevant Corporate Governance Attributes? *Georgetown University Working Paper*, Available at <https://ssrn.com/abstract=859264>
9. Aguilera, V. R. (2008). A Comparative Analysis of Corporate Governance Systems in Latin America: Argentina, Brazil, Chile, Colombia and Venezuela, in McGee, R. (eds.), *Corporate Governance in Developing Economies – Country Studies of Africa, Asia and Latin America*, New York: Springer, 151-171.
10. Aivazian, A. V., Ge, Y. & Qiu, J. (2005). The Impact of Leverage on Firm Investment: Canadian Evidence, *Journal of Corporate Finance*, 11(1), 277-291.
11. Ajinkya, B., Bhojraj, S. & Sengupta, P. (2005). The Association Between Outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research*, 43(3), 343-376.

12. Allen, D. E. (1993). The Pecking Order Hypothesis: Australian Evidence. *Applied Financial Economics*, 3(2), 101-112.
13. Allen, F. & Gale, D. (2000). *Comparing Financial Systems*. MIT Press, Cambridge, MA
14. Al-Najjar, B. & Hussainey, K. (2011). Revisiting the Capital Structure Puzzle: UK Evidence. *Journal of Risk Finance*, 12(4), 329-338.
15. Alti, A. (2006). How Persistent Is the Impact of Market Timing on Capital Structure? *The Journal of Finance*, 61(4), 1681-1710.
16. Altman, I. E. (1984). A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question. *The Journal of Finance*, 39(4), 1067-1089.
17. Alves, P., Couto, B. E. & Francisco, M. P. (2015). Board of Directors' Composition and Capital Structure. *Research in International Business and Finance*, 35, 1-32.
18. Alves, P. & Francisco, M. P. (2015). The Impact of Institutional Environment on the Capital Structure of Firms During Crises. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 57(3), 129-146.
19. Amar, G. (2003). Corporate Governance Issues and Returns in Emerging Markets, in Litan, E. R., Pomerleano, M. & Sundarajan, V. (eds.), *The Future of Domestic Capital Markets in Developing Countries*, Washington, Brookings Institute Press, 305-316.
20. Ammann, M, Oesch, D. & Schmid, M. M. (2011). Corporate Governance and Firm Value: International Evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36-55.
21. Anderson, C. R., Mansi, A. S. & Reeb, M. D. (2004). Board Characteristics, Accounting Reporting Integrity and the Cost of Debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315-342.
22. Anderson, C. R., Sattar, A. M. & Reeb, M. D. (2003). Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263-285.
23. Andrade, G. & Kaplan, N. S. (1998). How Costly Is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions That Became Distressed. *The Journal of Finance*, 53(5), 1443-1493.
24. Ang, S. J., Cole, A. R. & Wun Lin, J. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, 55(1), 81-106.
25. Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K. (2002). Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries. *Working Paper*, University of Durham;

26. Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K. (2008). The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 59-92.
27. Arnold, G. (2012). *Corporate Financial Management*. 5<sup>th</sup> edition, Pearson
28. Ashbaugh-Skaife, H. Collins, W. D. & LaFond, R. (2006). The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Rating. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1), 203-243.
29. Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W. & LaFond, R. (2004). Corporate Governance and the Cost of Equity Capital. *Working Paper*. University of Wisconsin, University of Iowa and MIT.
30. Бабић, В. (2003). Корпоративно управљање – кључни елемент реформи у земљама у транзицији. У Росић, И. (ред.) *Институционалне промене као детерминанта привредног развоја Србије*, Економски факултет, Крагујевац, 289-301.
31. Бабић, В. (2004). Значај институција корпоративног управљања за економије у транзицији. У В. Бабић (ред.), *Корпоративно управљање у условима транзиције*, Економски факултет, Крагујевац, стр. 3-23.
32. Бабић, В. (2006). Корпоративно управљање у условима концентрације и дисперзије власништва. У В. Бабић (ред.), *Корпоративно управљање у условима транзиције – власништво, контрола, менаџерске компетенције*, Економски факултет, Крагујевац, стр. 3-33.
33. Babić, V. (2010). Corporate Governance in Transition Economies. *Teme*, 34(2), 555-568.
34. Бабић, В. & Николић, Ј. (2011). Утицај структуре власништва на перформансе корпорација: поређење тржишних и транзиционих економија. У Јанићијевић, Н. & Ловрета. С. (ред.), *Нови модели менаџмента и маркетинга у подизању конкурентности српске привереде*, Економски факултет, Београд, стр. 75-85.
35. Бабић, В. & Николић, Ј. (2013). Ефекти промене структуре власништва: Искуства транзиционих економија. У Јанићијевић, Н. & Ловрета, С. (ред.), *Конкурентност предузећа у Србији*, Економски факултет, Београд, 71-89.
36. Babić, V. & Nikolić, J. (2016). Key Factors of Corporate Governance Models' Development in Transition Economies. *Teme*. 15(2), 747-761.
37. Bai, C., Liu, J., Lu, F., Song, M. & Zhang, J. (2004). Corporate Governance and Firm Valuations in China. *Journal of Comparative Economics*, 32(4), 599-616.

38. Baker, M. & Wurgler, J. (2000). The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns. *The Journal of Finance*, 55(5), 2219-2257.
39. Baker, M. & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
40. Barberis, N. & Thaler, R. (2003). A Survey of Behavioral Finance. *Edited by Constantinides, G. M., Harris, M. & Stulz, R., Handbook of the Economic of Finance*, 1052-1121.
41. Baron, M. R. & Kenny, A. D. (1986). The Moderator-Mediator Variable Distinction Is Social Psychological Research: Conceptual, Strategic and Statistical Considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173-1182.
42. Barton, D. & Wong, S. C. Y. (2006). Improving Board Performance in Emerging Markets. *The McKinsey Quarterly*, 1, 35-43.
43. Barton, S. L., Ned C. H. & Sundaram, S. (1989). An Empirical Test of Stakeholder Theory Predictions of Capital. *Financial Management*, 18(1), 36-44.
44. Bas, T., Muradoglu, G., & Phylaktis, K. (2009). Determinants of Capital Structure in Developing Countries. *CBS Working Paper No. 106*. London: Cass Business School.
45. Bauer, P. (2004). Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from the Czech Republic. *Czech Journal of Economics and Finance*, 54(1-2), 2-21.
46. Begley, J. & Feltham, G. A. (1999). An Empirical Examination of the Relation Between Debt Contracts and Management Incentives. *Journal of Accounting and Economics*, 27(2), 229-259.
47. Беговић, Б., Бисић, М., Ђулић, К., Живковић, Б., Јоловић, А. & Мијатовић, Б. (2008). *Корпоративно управљање: пет година касније*. Центар за либерално-демократске студије, Службени гласник, Београд
48. Benito. A. (2003). *The Capital Structure Decisions of Firms: Is There a Pecking Order?* Bank of Spain, Document 0310.
49. Berger, N. A. & Bonaccorsi di Patti, E. (2006). Capital Structure and Firm Performance: A New Approach To Testing Agency Theory and an Application To the Banking Industry. *Journal of Banking and Finance*, 30(4), 1065-1102. и
50. Berger, P. G., Ofek, E. & Yermack, D. L. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438.
51. Berkovitch, E., Israel, R. & Spiegel, Y. (2000). Managerial Compensation and Capital Structure. *Journal of Economics and Management Strategy*, 9(4), 549-584.

52. Berle, A. A. & Means G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
53. Bhagat, S. & Black, B. (2002). The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *Journal of Corporate Law*, 27(2), 231-274.
54. Bhagat, S. & Bolton, B. (2008). Corporate Governance and Firm Performance. *Journal of Corporate Governance*, 14(3), pp. 257-273.
55. Bhagat, S. & Jefferis, Jr. H. R. (2002). *The Econometric of Corporate Governance Studies*. The MIT Press, Cambridge.
56. Bhasa, M. P. (2004). Understanding the Corporate Governance Quadrilateral. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 4(4), pp. 7-15.
57. Bhojraj, S. & Sengupta, P. (2003). Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and the Outside Directors. *The Journal of Business*, 76(3), 455-475.
58. Black, B. (2001). The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms. *Emerging Markets Review*, 2(2), 89-108.
59. Black, B., Kim, W., Jung, H. & park, K. (2006). Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Time-Series Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics and Organization*, 22(2), 366-413.
60. Black, F. & Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3), 637-654.
61. Blom, J. & Schauten, B. J. M. (2006). Corporate Governance and the Cost of Debt. *Unpublished Working Paper*, Rotterdam: Erasmus University and ABN-Amro Bank, Available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.933615>
62. Booth, L., Aivazian, V. Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2001). Capital Structure in Developing Countries. *The Journal of Finance*, 56(1), 87-130;
63. Bowen, R. M., Daley, L. A. & Huber. C. C. (1982). Evidence on the Existence and Determinants of Inter-Industry Differences in Leverage. *Financial Management*, 11(4), 10-20.
64. Brailsford, J. T., Oliver, R. B. & Pua, L. H. S. (2002). On the Relationship Between Ownership Structure and Capital Structure. *Accounting and Finance*, 42(1), 1-26.
65. Brealey, A. R., Myers, C. S. & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance*, 10<sup>th</sup> edition, McGraw-Hill/Irwin

66. Briner, S., Drobetz, W., Schmid, M. M. & Yimmermann, H. (2006). An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation. *European Financial Management*, 12(2), 249-283.
67. Brooks, C. (2014). *Introductory Econometrics for Finance*, 3<sup>rd</sup> edition, Cambridge University Press
68. Brown, P., Beekes, W. & Verhoeven, P. (2011). Corporate Governance, Accounting and Finance: A Review. *Accounting and Finance*, 51(1), 96–172.
69. Bruinshoofd, A. & Haan, de L. (2007). Market Timing and Corporate Capital Structure: A Transatlantic Comparison. *DNB Working Paper 144*
70. Byun, H. Kwak, S. & Hwang, L. (2008). The Implied Cost of Equity Capital and Corporate Governance Practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 37(1), 139-184.
71. Byun, H. Y. (2007). The Cost of Debt Capital and Corporate Governance Practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 36(5), 765-806.
72. Cadbury, A. (1992). *The Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. London, The London Stock Exchange
73. Cankar, N. (2005). Transition Economies and Corporate Governance Codes: Can Self-Regulation of Corporate Governance Really Work? *Journal of Corporate Law Studies*, 5(2), 285-304.
74. Chakraborty, I. (2010). Agency Problems in Corporate Finance. Publicly accessible Penn Dissertations. *Paper 256*.
75. Chatles, C. O. (2004). Corporate Governance and Disclosure in Africa: Issues and Challenges. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 12(4). 359-370.
76. Chen, C. W. K., Chen, Z. & Wei, K. C. J. (2009). Legal Protection of Investors, Corporate Governance and the Cost of Equity Capital. *Journal of Corporate Governance*, 15(3), 273-289.
77. Chen, C. W. K., Wei, K. C. J. & Chen, Z. (2003). Disclosure, Corporate Governance and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Markets. *Unpublished Working Paper*, Hong Kong University of Science and Technology, Available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.422000>
78. Chen, H. L., Lensink, R. & Sterken, E. (1998). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Dutch Panel Data. *Working Paper. No. 99E14*, University of Croningen, RISOM.

79. Chen, J. & Strange, R. (2005). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies. *Economic Change and Restructuring*, 38, 11-35.
80. Cheng, S. (2008). Board Size and the Variability of Corporate Performance. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 157-176.
81. Chhaochharia, V. & Grinstein, Y. (2007). Corporate Governance and Firm Value: The Impact of 2002 Governance Rules. *Journal of Finance*, 62(4), 1789-1825.
82. Cigna, P. G., Djuric, P., Kobel, Y. & Sigheartau, A. (2016). *Corporate Governance in Transition Economies: Serbia Country Report*. European Bank for Reconstruction and Development
83. Cigna, G. P., Kobel, Y. & Sigheartau, A. (2016). *Corporate Governance in Transition Economies Bulgaria Country Report*. The European Bank for Reconstruction and Development.
84. Cohen, J., Krishnamoorthy, G. & Wright, A. (2004). The Corporate Governance Mosaic and Financial Reporting Quality. *Journal of Accounting Literature*, 23, 87-152.
85. Coles, J. L., Daniel, N. D. & Naveen, L. (2008). Boards: Does One Size Fit All? *Journal of Financial Economics*, 87, 329-356.
86. Coles, J., McWilliams, V. & Sen, N. (2001). An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms To Performance. *Journal of Management*, 27(1), 23-50.
87. Copeland, E. T., Koller, T. & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 3<sup>rd</sup> Edition, McKinsey & Company Inc.
88. Cortez, A. M., & Susanto, S. (2012). The Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Japanese Manufacturing Companies. *Journal of International Business Research*, 11(3), 121-134.
89. Cotei, C., Farhat, J. & Abugri, A. B. (2011). Testing Trade-Off and Pecking Order Models of Capital Structure: Does Legal System Matter? *Managerial Finance*, 37(8), 715-735.
90. Croci, E. Doukas, A. J. & Gonenc, H. (2011). Family Control and Financing Decisions. *European Financial Management*, 17(5), 860-897.
91. Чупић, М. (2010). Анализа стања и могућности за унапређење корпоративног управљања у Србији. *Економика предузећа*, 58(3-4), 174-184.
92. Чупић, М. (2015). Управљање ризиком и вредност корпорације. *Економски хоризонти*, 17(3), 219-232.



93. Dahya, J., Dimitrov, O. & McConnell, J. J. (2008). Dominant Shareholders, Corporate Boards and Corporate Value: A Cross-Country Analysis. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 73-100.
94. Damodaran, A. (2001). *Corporate Finance – Theory and Practice*, 2<sup>nd</sup> edition, John Wiley & Son, Inc.
95. David, K. & Phillip, L. (2005). Corporate Governance and Business Ethics in the Asia-Pacific Region. *Business and Society*, 44(2), 178-210.
96. Day, J. & Taylor, P. (2004). Institutional Change and Debt-Based Corporate Governance: A Comparative Analysis for Transition Economies. *Journal of Management and Governance*, 8(1), 73-115.
97. De Andersen, P., Azofra, V. & Lopez, F. (2005). Corporate Boards in OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness. *International Review*, 13(2), 197-210.
98. De Jong, A. (2002). The Disciplining Role of Leverage in Dutch Firms. *European Finance Review*, 6(1), 31-62.
99. De Jong, A. (2009). Irrational Executive and Corporate Governance. *International Journal of Corporate Governance*, 1(3), 285-297.
100. De La Bruslerie, H. & Latrous, I. (2012). Ownership Structure and Debt Leverage: Empirical Test of a Trade-Off Hypothesis on French Firms. *Journal of Multinational Financial Management*, 22(4), 111-130.
101. DeAngelo, H. & Masulis, R.W., (1980). Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29.
102. Dedman, E. (2003). Executive Turnover in UK Firms: The Impact of Cadbury. *Accounting and Business Research*, 33(1), 33-50.
103. Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V (2002). Funding Growth in Banking-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm-Level Data, *Journal of financial Economics*, 65, 337-363.
104. Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V. (1999). Institutions, Financial Markets and Firm Debt Maturity. *Journal of Financial Economics*, 54(3), 295-336.
105. Denčić-Mihajlov, K. (2006). Corporate Governance in Serbia: An Overview of Recent Developments. *Facta Universitatis*, 3(2), 169-177. и
106. Denčić-Mihajlov, K. (2009). Reforms of Corporate Governance and Takeover Regulation: Evidence from Serbia. *South-Eastern Europe Journal of Economics*, 2, 205-227.

107. Denis, D. & McConnell, J. (2003). International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-36.
108. Derwall, J. & Verwijmeren, P. (2007). Corporate Governance and the Cost of Equity Capital: Evidence from GMI's Governance Rating. *European Centre for Corporate Engagement (ECCE) Research Note 06-01*.
109. Dessi, R. & Robertson, D. (2003). Debt, Incentive and Performance: Evidence from UK Panel Data. *Economic Journal*, 113, 903-919.;
110. Dewey, D. (1961). Mergers and Cartels: Some Reservations About Policy. *The American Economic Review*, 51(2), pp. 260.
111. Dichev, D. I. & Skinner, J. D. (2002). Large-Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 1091-1123.
112. Dittmar, A. & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate Governance and the Value of Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 83(3), 599-634.
113. Dittmar, A. & Thakor, A. (2007). Why Do Firms Issue Equity? *The Journal of Finance*, 62(1), 1-54.
114. Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. & Servaes, H. (2003). International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 111-133.
115. Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (2003). Courts. *Quarterly Journal of Economics*, 118(2), 453-517.
116. Doidge, C., Anderw Karolyi, G. & Stulz, M. R. (2007). Why Do Countries Matter So Much for Corporate Governance? *Journal of Financial Economics*, 86, 1-39.
117. Домановић, В. (2004). Тржиште корпоративне контроле – механизми преузимања и стратегије одбране. У В. Бабић (ред.) *Корпоративно управљање у условима транзиције*, Економски факултет, Крагујевац, 128-148.
118. Dolgopiatova, T. (2007). Ownership Concentration and Russian Company Development. *Problems of Economic Transition*, 50(5), 7-23.
119. Donaldson T. & Preston, E. L. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.
120. Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity*, Illinois: Richard D. Irwin, Inc.
121. Donker, H. & Yahir, S. (2008). Towards an Impartial and Effective Corporate Governance Rating System. *Corporate Governance*, 8(1), 83-93.

122. Douma, S. Rejie, G. & Kabir, R. (2006). Foreign and Domestic Ownership, Business Group and Firm Performance: Evidence from a Large Emerging Market. *Strategic Management Journal*, 27, 637-657.
123. Doytch, N. & Cakan, E. (2011). Growth Effects of Mergers and Acquisitions: A Sector Level Study of OECD Countries. *Journal of Applied Economics and Business Research*, 1(3), 120-129.
124. Drobetz, W. & Fix, R. (2005). What Are the Determinants of the Capital Structure? Some Evidence for Switzerland. *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 141(1), 71-113.
125. Drobetz, W., Pensa, P. & Wöhle, C. (2006). Kapitalstrukturpolitik in theorie und praxis: Ergebnisse einer fragebogenuntersuchung. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 76, 253-285.
126. Drobetz, W., Schillhofer, A. & Zimmermann, H. (2004). Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 10(2), 267-293.
127. Durand, D. (1952). Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems Measurement, *Conference of research in business finance*, National Bureau of Economic Research, New York.
128. Easley, D. & O'Hara, M. (2004). Information and Cost of Capital. *Journal of Finance*, 59(4), 1553-1583.
129. Eisenhardt, M.K. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review, *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
130. Emamgholipour, M., Ramezani, A., Behzadnia, Z. & Rekabdarkolaei, A. E. (2013), The Effect of CEO Duality on the Capital Structure: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *International Journal of Basic Sciences and Applied research*, 2(4), 332-336.
131. Erickson, J., Park, Y., Reising, J. & Shin, H. (2005). Board Composition and Firm Value Under Concentration Ownership: The Canadian Evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4), 387-410.
132. Ezeoha, A. E. & Okafor, F. O (2010). Local Corporate Ownership and Capital Structure Decision in Nigeria: A Developing Country Perspective. *Corporate Governance*, 10(3), 249-260.
133. Faccio, M., Lang, L. & Young, L. (2001). Dividends and Expropriation. *American Economic Review*, 91(1), 54-78.

134. Faccio, M., Lang, L. H. P. & Young, L. (2001). Debt and Corporate Governance. *Working Paper*, [https://www.researchgate.net/publication/228419088\\_Debt\\_and\\_Corporate\\_Governance](https://www.researchgate.net/publication/228419088_Debt_and_Corporate_Governance)
135. Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-325.
136. Fama, E.F. (1980). Agency Problem and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
137. Fama, F. E. & French, R. K. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Prediction About Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.
138. Fama, F.E. & French, K.R., (2005). Financing Decisions: Who Issues Stock? *Journal of Financial Economics*, 76(3), 549-582.
139. Fazzari, M. S., Hubbard, R. G. & Petersen, C. B. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment, *Brookings Papers on Economic Activity*. 1, 141-195.
140. Feleaga, N., Feleaga, L., Dragomir, V. D. & Bigioi, A. D. (2011). Corporate Governance in Emerging Economies: The Case of Romania, *Theoretical and Applied Economics*, 9, 5-16.
141. Fischer, E. O., Heinkel, R. & Zechner, J. (1989). Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests. *The Journal of Finance*, 44(1), 19-40.
142. Fischer, R.T. (1999). *Agency-Probleme bei der Sanierung von Unternehmen*. Deutscher Universitäts Verlag, Wiesbaden.
143. Fontaine, C., Haarman, A. & Schmid, S. (2006). The Stakeholder Theory. *Edlays education*, 1, 1-33.
144. Fosberg, R. H. (2004). Agency Problem and Debt Financing: Leadership Structure Effects. *Corporate Governance*, 4(1), 31-38.
145. Fosu, S. (2013). Capital Structure, Product Market Competition and Firm Performance: Evidence from South Africa. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53(2), 140-151.
146. Frank, Z. M. & Goyal, K. V. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248.
147. Frank, Z. M. & Goyal, K. V. (2008). Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt, Edited by Eckbo, B. E., *Handbook of Empirical Corporate Finance*, Amsterdam: Elsevier/North Holland, Vol. 2, Chapter 12, 135-197.

148. Frank, Z. M. & Goyal, K. V. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? *Financial Management*, 38(1), 1-37.
149. Frank, Z. M. & Goyal, K. V. (2003). Capital Structure Decisions. *Working Paper series*, AFA 2004 San Diego Meetings
150. Franks, J. & Mayer, C. (2002). Corporate Governance in the UK – Contracted With the US System. *CESifo Forum*, 3(3), 13-22.
151. Franks, J. & Mayer, C. (2001). Ownership and Control in Germany. *Review of Financial Studies*, 14, 943-977.
152. Freear, J. (1985). *The Management of Business Finance*, 4<sup>th</sup> Edition, Pitman, London,
153. Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman: Boston.
154. Friedman, M. (1962). *Capitalism and Freedom*. University of Chicago Press, Chicago, IL.
155. Friend, I & Lang, L. (1988). An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. *Journal of Finance*, 43(2), 271-281.
156. Fulghieri, P. & Lukin, D. (2001). Information Production, Dilution Costs and Optimal Security Design. *Journal of Financial Economics*, 61(1), 3-42.
157. Funchal, B., Galdi, C. F. & Lopes, B. A. (2008). Interaction Between Corporate Governance, Bankruptcy Law and Firms' Debt Financing: The Brazilian Case. *Brazilian Administration Review*, 5(3), 245-259.
158. Ganguli, S. K. (2013). Capital Structure – Does Ownership Structure Matter? Theory and Indian Evidence. *Studies in Economics and Finance*, 30(1), 56-72.
159. Garcia-Meca, E. & Sanchez-Ballesta, J. P. (2011). Firm Value and Ownership Structure in the Spanish Capital Market. *Corporate Governance*, 11(1), 41-53.
160. Gedajlovic, E. & Shapiro, M. D. (2002). Ownership Structure and Firm Profitability in Japan. *Academy of Management Journal*, 45(2), 565-575.
161. Gedajlovic, R. E. & Shapiro, D. (1998). Management and Ownership Effects: Evidence from Five Countries. *Strategic Management Journal*, 19(6), 533-553;
162. Georgen, M. Manjon, M. C. & Renneboog, L. (2008). Recent Development in German Corporate Governance. *International Review of Law and Economics*. 28(3), 175-193.

163. Georgen, M. Martynova, M. & Renneboog, L. (2005). Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation Reform in Europe. *Oxford Review of Economic Policy*, 21(2), 243-268.
164. Giannetti, M. (2003). Do Better Institutions Mitigate Agency Problems? Evidence from Corporate Finance Choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 185-212.
165. Gitman, J. L. & Zutter, J. C. (2012). *Principles of Managerial Finance*, 13<sup>th</sup> Edition, Prentice Hall, Boston.
166. Gleason, C. K., Mathur, K. L. & Mathur, I. (2000). The Interrelationship Between Culture, Capital Structure and Performance: Evidence from European Retailers. *Journal of Business Research*, 50, 185-191.
167. Gompers, P. A., Ishii, J. L. & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
168. González, V. M. & González, F. (2008). Influence of Bank Concentration and Institutions on Capital Structure: New International Evidence. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 363-375.
169. Goodstein, J., Gautam, K. & Boeker, W. (1994). The Effects of Board Size and Diversity on Strategic Change. *Strategic Management Journal*, 15(3), 241-250.
170. Graham, J. & Harvey, C. (2002). How Do CFOs Make Budgeting and Capital Structure Decisions? *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(1), 8-23.
171. Graham, J. R. & Harvey C. R. (2001). The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243.
172. Graham, J. R. (2000). How Big are the Tax Benefits of Debt? *The Journal of Finance*, 55(5), 1901-1941.
173. Grossman, S. J. & Hart, O. D. (1980). Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation. *Bell Journal of Economics*, 11(1), 42-64.
174. Grossman, S. J. & Hart, O. D. (1982). Corporate Financial Structure and Managerial Incentives. McCall, J. J. (ed.) *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago press, 107-140.
175. Gul, F. A. & Qiu, H. (2002). Legal Protection, Corporate Governance and Information Asymmetry in Emerging Financial Markets. *Working Paper*, City University of Hong Kong.

176. Gul, F. A. & Tsui, J. S. (1998). A Test of the Free Cash Flow and Debt Monitoring Hypothesis: Evidence from Audit Pricing. *Journal of Accounting and Economics*, 24(2), 219-237.
177. Gurunlu, M. & Gursoy, G. (2010). The Influence of Foreign Ownership on Capital Structure of Non-Financial Firms: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *The IUP Journal of Corporate Governance*, 9(4), 21-29.
178. Hail, L. & Leuz, C. (2006). International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter? *Journal of Accounting Research*, 44(3), 485-531.
179. Hampel, R. (1998). *Committee on Corporate Governance: Final Report*. Gee, London.
180. Harris, M. & Raviv, A. (1988). Corporate Control Contests and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), 55-86.
181. Harris, M. & Raviv, A. (1990). Capital Structure and the Informational Role of Debt. *The Journal of Finance*, 45(2), 321-349.
182. Harris, M. & Raviv, A. (2008). A Theory of Board Control and Size. *Review of Financial Studies*, 21(4), 1797-1832.
183. Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
184. Hart, O. & Moore, J. (1995). Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management. *American Economic Review*, 85(3), 567-585.
185. Hart, O. (1995). Corporate Governance: Some Theory and Implications. *The Economic Journal*, 105(430). 678-689.
186. Harvey, C., Lins, K. & Roper, A. (2004). The Effect of Capital Structure When Expected Agency Costs Are Extreme. *Journal of Financial Economics*, 74(1), 3-30.
187. Heaton, J. B. (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Management*, 31(2), 33-45.
188. Heinkel, R. & Zechner, J. (1990). The Role of Debt and Preferred Stock as a Solution To Adverse Investment Incentives. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(1), 1-24.
189. Heinrich, P. R. (2000). Complementarities in Corporate Governance: Ownership Concentration, Capital Structure, Monitoring and Pecuniary Incentives. *Working Paper No. 968*, Kiel Institute of World Economics, Kiel;

190. Helwege, J. & Liang, N. (1996). Is There a Pecking Order? Evidence from a Panel of IPO Firms. *Journal of Financial Economics*, 40(3), 429-458.
191. Hernadi, P., & Ormos, M. (2012). Capital Structure and Its Choice in Central and Eastern Europe. *Acta Oeconomica*, 62(2), 229-263
192. Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G. & Love, I. (2002). Investor Protection, Ownership and Cost of Capital. *Working Paper No.25*, National Bank of Belgium.
193. Himmelberg, P. C., Hubbard, R. & Palia, D. (1999). Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 353-384.
194. Holderness, C. G. (2003). A Survey of Blockholders and Corporate Control. *Economic Policy Review*, 9(1), 51-64.
195. Hopwood, J. C. (2007). Moderation and Mediation in Structural Equation Modeling: Applications for Early Intervention Research. *Journal of Early Intervention*, 29(3), 262-272.
196. Huafang, X. & Jianguo, Y. (2007). Ownership Structure, Board Competition and Corporate Voluntary Disclosure. *Managerial Auditing Journal*, 22(6), 604-619.
197. Huang, G. & Song, M. F. (2006). The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 17(1), 14-36.
198. Huang, R & Ritter, R. J. (2004). Testing the Market Timing Theory of Capital Structure. *Working Paper, University of Florida*.
199. Hughes, P. J. (2009). Corporate Value, Ultimate Control and Law Protection for Investors in Western Europe. *Management Accounting Research*, 20(1), 41-52.
200. Iskander, R. M. & Chamlou, N. (2000). *Corporate Governance: A Framework for Implementation*, World Bank Group, Washington, D. C.
201. Иванишевић, М. (2011). *Пословне финансије*. Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд
202. Jackson, G. & Moerke, A. (2005). Continuity and Change in Corporate Governance: Comparing Germany and Japan. *Corporate Governance*, 13(3), 351-361.
203. Jaggl, B. & Gul, F. A. (1999). An Analysis of Joint Effects of Investment Opportunity Set Free Cash Flows and Size on Corporate Debt Policy. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 12(4), 371-381.
204. Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Take-Overs. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.



205. Jensen, M. C. & Ruback, R. S. (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.
206. Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
207. Jensen, M. C. & Meckling, H. W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
208. Jensen, M. C. (1983). Organization Theory and Methodology. *The Accounting Review*, 58(2), 319-339.
209. Jensen, M. C. (1988). Takeovers: Their Causes and Consequences. *The Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 21-48.
210. Jensen, M. C. (2002). Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function. *Business Ethics Quarterly*, 12(2), 235-256.
211. Jiraporn, P. & Gleason, C. K. (2007). Capital Structure, Shareholders Rights and Corporate Governance. *Journal of Financial Research*, 30(1), 21-33.
212. Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review*, 90(2), 22-27.
213. Kadapakkam, P., Kummar, P. & Riddick, L. (1998). The Impact of Cash Flows and Firm Size on Investment: The International Evidence. *Journal of Banking and Finance*, 22(3), 293-320.
214. Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
215. Kaplan, S.N. & Milton, B. (1994). Appointment of Outsiders To Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers. *Journal of Financial Economics*, 36, 225-258.
216. Khan, A. G. (2012). The Relationship of Capital Structure Decisions With Firm Performance: A Study of the Engineering Sector of Pakistan. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2(1), 245-262.
217. Khanna, T. & Rivkin, W. (2001). Estimating the Performance Effects of Business Groups in Emerging Markets. *Strategic Management Journal*, 22, 45-74.
218. Kim, W. S. & Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(2), 131-144.

219. King, R. M. & Santor, E. (2008). Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms. *Journal of Banking and Finance*, 32(11), 2423-2432.
220. Kjellman, A. & Hansen, S. (1995). Determinants of Capital Structure: Theory vs Practice. *Scandinavian Journal of Management*, 11(2), 91-102.
221. Klapper, L. F. & Love, I. (2004). Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.
222. Klein, A. (2002). Audit Committee, Board of Director Characteristics and Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375-400.
223. Klerman, M. D., Mahoney, G. P., Spamann, H. & Weinstein, I. M. (2011). Legal Origin or Colonial History. *Journal of Legal Analysis*, 3(2), 379-409.
224. Koksal, B. & Orman, C. (2014). Determinants of Capital Structure: Evidence from a Major Developing Economy. *Working Paper No. 14/26*, Central Bank of the Republic of Turkey.
225. Koteski, C., Josheski, D. & Magdinceva-Sopova, M. (2015). Tobin's Q and R&D Investment in CESEE Countries, *CEA Journal of Economics*, 10(1), 81-98.
226. Kotowitz, Y. (1987). Moral Hazard, Eds. Eatwell, J., Milgate, M. & Newmann, P., *New Palgrave – A Dictionary of Economics*. Vol. 3, London: Macmillan, 549-551.
227. *Korporativno upravljanje - Priručnik* (2011). Međunarodna finansijska korporacija – IFC, Beograd
228. Kraus, A. & Litzengerger H. R. (1973). A State-Preference Model of Optimal Finance Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
229. Кукобат, Л., Тешановић, С. & Кукић, С. (2016). Корпоративно управљање у Србији: Проблем малих акционара. *Финиз, Зборник радова – Ризици у савременим условима пословања*, 111-116.
230. Kyereboah-Coleman, A. & Biekpe, N. (2006). Corporate Governance and Financing Choice of Firms: A Panel Data Analysis. *South African Journal of Economics*, 74(4), 670-681.
231. Kyereboah-Coleman, A. (2007). Corporate Governance and Shareholder Value Maximization: An African Perspective. *African Development Review*, 19(2), 350-367.
232. Лабус, М. (1995). *Основи економије – савремена теорија и примена*. Југословенска књига, Београд

233. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150.
234. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
235. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, W. R. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170.
236. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, W. R. (1998). Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
237. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, W. R. (1999). The Quality of Government. *Journal of Law, Economics and Organization*, 15(1), 222-279.
238. La Rocca, M. (2007). The Influence of Corporate Governance on the Relation Between Capital Structure and Value. *Corporate Governance*, 7(3), 312-325.
239. Lang, L., Ofek, E. & Stulz, R. (1996). Leverage, Investment and Firm Growth. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 3-29. и
240. Lasfer, M.A. (1995). Agency Costs, Taxes and Debt. *European Financial Management*, 1(3), 265-285.
241. Lawal, B. (2012). Board Dynamics and Corporate Performance: Review of Literature and Empirical Challenges. *International Journal of Economics and Finance*, 4(1), 22-35.
242. Leal, R. P. & Carvalhal-da-Silva, A. L. (2005). Corporate Governance in Brazil (and in Chile). *Research Network Paper No. R-514*, Inter-American Development Bank, Washington, D. C.
243. Leland, H. & Pyle, D. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371-388.
244. Leuz, C. Lins, K. V. & Warnock, F.E. (2010). Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms. *The Review of Financial Studies*, 23(3), 3245-3285.
245. Li, K., Yue, H. & Zhao, L. (2009). Ownership, Institutions and Capital Structure: Evidence from China. *Journal of Comparative Economics*, 37(3), 471-490.
246. Lipton, M. & Lorsch, J. (1992). A Model Proposal for Improved Corporate Governance. *Business Lawyer*, 48(1), 59-77.
247. Lopez-de-Foronda, O., Lopez-Iturriaga, J. F. & Santamaria-Mariscal, M. (2007). Ownership Structure, Sharing of Control and Legal Framework: International Evidence. *Corporate Governance*, 15(6), 1130-1143.

248. Lopez-Iturriaga, F. & Rodriguez-Sanz, J-A. (2008). Capital Structure and Institutional Settings: A Decompositional and International Analysis. *Applied Economics*, 40(14), 1851-1864.
249. Lummer, L. S. & McConnell, J. J. (1989). Further Evidence on the Bank Lending Process and the Capital-Market Response To Bank Loan Agreements. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 99-122.
250. MacKinnon, P. D. (2011). Integrating Mediators and Moderators in Research Design. *Research on Social Work Practice*, 21(6), 675-681.
251. Mahajan, A. & Tartaroglu, S. (2008). Equity Market Timing and Capital Structure: International Evidence. *Journal of Banking and Finance*, 32, 754-766.
252. Mahrt-Smith, J. (2005). The Interaction of Capital Structure and Ownership Structure. *Journal of Business*, 78(3), 787-816.;
253. Mallin, C. A. (2010). *Corporate Governance*. Oxford University Press. Inc. New York,
254. Malinić, D., Denčić-Mihajlov, K. & Ljubenović, E. (2013). The Determinants of Capital Structure in Emerging Capital Markets: Evidence from Serbia. *European Research Studies*, 16(2), 98-119.
255. Mande, V. Park, K. Y. & Son, M. (2012). Equity or Debt Financing: Does Good Corporate Governance Matter ? *Corporate Governance : An International Review*, 20(2), 195-211.
256. Manne, H. G. (1965). Mergers and the Market for Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, 73(2), 110-120.
257. Margaritis, D. & Pisillaki, M. (2007). Capital Structure and Firm Efficiency. *Journal of Business Finance and Accounting*, 34(9-10), 1447-1469.
258. Marsh, P. (1982). The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study. *The Journal of Finance*, 37(1), 121-144.
259. Masulis, R. (1988). *The Debt-Equity Choice*, Institutional Investor Series in Finance, Ballinger Press.
260. Masulis, R. W., Wang, C. & Xie, F. (2007). Corporate Governance and Acquirer Returns. *Journal of Finance*, 62(4), 1851-1889.
261. Mayer, C. (1990). Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development. Hubbard, R. G. (Ed.). *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*. The University of Chicago press, Chicago, 307-332.

262. Mayer, C. (1996). Corporate Governance, Competition and Performance. *OECD Economic Studies No. 27*
263. Mazzotta, R. & Veltri, S. (2014). The Relationship Between Corporate Governance and the Cost of Equity Capital: Evidence from the Italian Stock Exchange. *Journal of Management and Governance*, 18(2), 419-448.
264. McCarthy, D. & Puffer, S. (2002). Corporate Governance in Russia: Towards a European, US, or Russian Model? *European Management Journal*, 20(6), 630-640.
265. McConnell, J. J. & Servaes, H. (1995). Equity Ownership and Two Faces of Debt. *Journal of Financial Economics*, 39(1), 131-157.
266. Merhan, H. (1992). Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(4), 539-560.
267. Milgrom, P & Roberts, J. (1992). *Economic, Organization and Management*. New Jersey: Prentice Hall.
268. Miller, H. M. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
269. Милосављевић, М. (2012). Критички осврт на Закон о привредним друштвима Републике Србије из 2011. године. *Гласник права*, 3(1), 63-79.
270. Miyajima, H. & Hoda, T. (2015). Ownership Structure and Corporate Governance: Has an Increase in Institutional Investors' Ownership Improved Business Performance? *Public Policy Review*, Policy Research Institute, Ministry of Finance, 11(3), 361-393.
271. Modigliani, F. & Miller, H. M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
272. Modigliani, F. & Miller, H. M. (1963). Corporate Income Taxes and Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-443.
273. Moerland, P. W. (1995). Corporate Ownership and Control Structure: An International Comparison. *Review of Industrial Organization*, 10, 443-464.
274. Morck, R. Shleifer, A. & Vishny, R. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), 293-315.
275. Morck, R. Wolfenzon, D. & Yeung, B. (2005). Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth. *Journal of Economic Literature*, 43(3), 655-720.
276. Morellec, E., Nikolov, B. & Schurhoff, N. (2012). Corporate Governance and Capital Structure Dynamics. *The Journal of Finance*, 67(3), 803-848.

277. Morgado, A. & Pindado, J. (2003). The Underinvestment and Overinvestment Hypotheses: An Analysis Using Panel Data. *European Financial Management*, 9(2), p. 163-177.
278. Myers, S. C. (2003). Financing of Corporations. Eds. Constantinides, M. G., Harris, M. & Stulz M. R., *Handbook of the Economics of Finance*, Volume 1A, Chapter 4, Elsevier, Amsterdam. p. 7
279. Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firm Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
280. Myers, S. C. (1977). The Determinants of Corporate Borrowing. *The Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
281. Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
282. Myers, S. C. (2001). Capital Structure, *Journal of Economic Perspective*, 15(2), 81-102.
283. Nestor, S., Yasui, T. & Guy, M. (2000). The Relevance of Corporate Governance To Eurasian Transition Economies. 1-13. *electronic version at: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/1930716.pdf>*
284. *New York Times* (1/26/03) pages B1 and B12 (The Revolution That Wasn't)
285. Nganga, S., Jain, V. & Artivor, M. (2003). *Corporate Governance in Africa: A Survey of Publicly Listed Companies*. London Business School, London.
286. Nilsson, O. G. (2007). Corporate Governance in Turkey. *European Business Organization Law Review*, 8, 195-236.
287. Николић, J. & Бабић, В. (2015). Развој и примена европског оквира корпоративног управљања – препоруке за Србију, у Јакшић, М., Стојановић Алексић, В. & Мимовић, П. (ред.). *Економско-Социјални аспекти прикључивања Србије Европској унији* (сс. 213-224), Економски факултет, Крагујевац
288. Николић, J. & Бабић, В. (2016). Заштита интереса инвеститора као фактор унапређења конкурентности привреде. У Маринковић, В., Јањић, В. & Мићић, В. (ред.). *Унапређење конкурентности привреде Републике Србије* (сс. 205-2016). Економски факултет, Крагујевац

289. Николић, J. & Ерић, J. (2011). Улога и врсте управних одбора у корпоративном управљању. *Менаџмент – часопис за теорију и праксу менаџмента*, 16(60), 69-75.
290. Nini, G., Smith, C. D. & Sufi, A. (2009). Creditor Control Rights and Firm Investment Policy. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 400-420.
291. Nivorozhkin, E. (2005). Financing Choices of Firms in EU Accession Countries. *Emerging Market Review*, 6(2), 138-169.
292. Novaes, W. & Zingales, L. (1995). Capital Structure Choice When Managers Are in Control: Entrenchment versus Efficiency. *NBER Working Paper 5384*.
293. OECD (2003). Corporate Governance in Latin America, Paris, OECD.
294. OECD (2004). OECD Principles of Corporate Governance. *OECD Publications*. Paris
295. OECD, (2015). G20/OECD Principles of Corporate Governance. *OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*.
296. OECD. (2009). Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages. Available at <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf>
297. Oman, C., Fries, S. & Buiters, W. (2003). Corporate Governance in Developing, Transition and Emerging-Market Economies. *OECD Development Center, Policy Brief No. 23*, 1-49.
298. Oprel, T. C. & Titman, S. (1994). Financial Distress and Corporate Performance. *Journal of Finance*, 49(3), 1015-1040.;
299. Padilla, A. (2002). Can Agency Theory Justify the Regulation of Insider Trading? *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, 5(1), 3-38.
300. Pham, K. P., Suchard, J. & Yein, J. (2012). Corporate Governance and the Cost of Capital: Evidence from Australian Companies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(3), 84-93.
301. Phung, N. D. & Le, V. P. T. (2013). Foreign Ownership, Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnamese Listed Firms. *The IUP Journal of Corporate Governance*, 12(2), 40-58.
302. Piot, C. & Missonier-Piera, F. (2007). Corporate Governance, Audit Quality and the Cost of Debt Financing of French Listed Firms. *Social Science Research Network*, Available at <http://ssrn.com/abstract=960681>.

303. Pistor, K., Raiser, M. & Gelfer, S. (2000). Law and Finance in Transition Economies. *Economics of Transition*, 8(2), 325-368.
304. Plessis, D., Jacques, J., McConvill, J. & Bagaric M. (2005). *Principles of Contemporary Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press. pp. 13-14
305. Pöyry, S. & Maury, B. (2010). Influential Ownership and Capital Structure. *Managerial and Decision Economics*, 31(5), 311-324.
306. Putterman, L. (1993). Ownership and the Nature of the Firm. *Journal of Comparative Economics*, 17(2), 243-263.
307. Раденковић-Јоцић, Д. & Секулић, В. (2012). *Корпоративно управљање*, Економски факултет, Ниш
308. Rajagopalan, N. & Yhang, Y. (2008). Corporate Governance Reforms in China and India: Challenges and Opportunities. *Business Horizons*, 51(1), 55-64.
309. Rajan, R. & Zingales, L (1998). Debt, Folklore and Cross-Country Differences in Financial Structure. *Journal of Applied Corporate Finance*, 10(4), 102-107.
310. Rajan, R. & Zingales, L. (1995). What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
311. Rappaport, A. (1998). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, 2<sup>nd</sup> edition, The Free Press, New York
312. Renders, A. & Gaeremynck, A. (2012). Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts and Firm Value in European Listed Companies. *Corporate Governance: An International review*, 20(2), 125-143.
313. Reverte, C. (2009). Do Better Governed Firm Enjoy a Lower Cost of Equity Capital? Evidence from Spanish Firms. *Corporate Governance*, 9(2), 133-145.
314. Ricciardi, V. & Simon, K. H. (2000). What Is Behavior Finance? *The Business, Education and Technology Journal*, 2, 26-34.
315. Rose, C. (2005). The Composition of Semi-Two-Tier Corporate Boards and Firm Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 13(5), 691-701.
316. Ross, A. S., Westerfield, W.R. & Jordan, D. B. (2010). *Fundamentals of Corporate finance*, 9<sup>th</sup> Edition, McGraw-Hill/Irwin, New York.
317. Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
318. Ross, S. A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *American Economic Review*, 63(2), 134-139.



319. Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jaffe, J. (2002). *Corporate Finance*, 6<sup>th</sup> edition, McGraw-Hill/Irwin, Boston.
320. Samuels, J. M., Wilkes, F. M. & Brayshaw, R. E. (1995). *Management of Corporate Finance*. 6<sup>th</sup> edition, Chapman & Hall,
321. Santos, M. S. Moreira, A. C. & Vieira, E. S. (2014). Ownership Concentration, Contestability, Family Firms and Capital Structure. *Journal of Management and Governance*, 18(3), 1063-1107.
322. Sarkar, J. & Sarkar, S. (2008). Debt and Corporate Governance in Emerging Economies: Evidence from India. *Economics of Transition*, 16(2), 293-334.
323. Schinckus, C. (2011). Archeology of Behavioral Finance, *IUP Journal of Behavioral Finance*, 8(2), 7-22.
324. Schrouf, P. E. & Bolger, N. (2002). Mediation in Experimental and Non-Experimental Studies: New Procedures and Recommendations. *Psychological Methods*, 7(4), 422-445.
325. Seifert, B. & Gonenc, H. (2008). The International Evidence on the Pecking Order Hypothesis. *Journal of Multinational Financial Management*, 18, 244-260.
326. Sengupta, P. (1998). Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The Accounting Review*, 73(4), 459-474.
327. Shah, A. Z. S, Butt, A. S. & Saeed, M. M. (2011). Ownership Structure and Performance of Firms: Empirical Evidence from an Emerging Market. *African Journal of Business Management*, 5(2), 515-523.
328. Shleifer, A. & Vishny, R. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
329. Shleifer, A. & Vishny, R. (1989). Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123-139.
330. Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52, 737-783.
331. Shyam-Sunder, L. & Myers, S. C. (1999). Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244.
332. Smith, A. (1937). *The Wealth of Nations*. The Modern Library, Random House, Inc.
333. Smith, C. & Warner, J. (1979). On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 117-161.
334. Smith, H. J. (2003). The Shareholders vs. Stakeholders Debate. *MIT Sloan Management Review*, 44(4), 85-90.

335. Song, HS. (2005). Capital Structure Determinants: An Empirical Study of Swedish Companies. *Working Paper No. 25*, Royal Institute of Technology Stockholm.
336. Станчић, П. (2006). *Савремено управљање финансијсма предузећа*, Економски факултет Универзитета у Крагујевцу, Крагујевац.
337. Станчић, П. (2007). Компромисна теорија структуре капитала, *Рачуноводство*, 1-2, стр. 76-84.
338. Stančić, P., Janković, M. & Čupić, M. (2016). Testing the Relevance of Alternative Capital Structure Theories in Serbian Economy. *Teme*, 15(4), 1309-1325.
339. Stephens, J. J. (2001). *Managing Currency Risk Using Financial Derivatives*. Chichester, England: John Wiley and Sons.
340. Stiglitz, J. & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Market With Imperfect Information. *American Economic Review*, 71, 393-410.
341. Stiglitz, J. E. (1985). Money, Credit and Banking Lecture: Credit Market and the Control of Capital. *Journal of Money Credit and Banking*, 17(1), 133-152.
342. Stiglitz, J.E. (1988). Why Financial Structure Matters. *Journal of Economic Perspectives*, 2(4), 121-126.
343. Stulz, R. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27.
344. Sundaram, K. A.& Inkpen, C. A. (2004). The Corporate Objective Revisited. *Organization Science*, 15(3), 350-363.
345. Suto, M. (2003). Capital Structure and Investment Behavior of Malaysian Firms in the 1990s: A Study of Corporate Governance Before the Crisis. *Corporate Governance: An International Review*, 11(1), 25-39.
346. Taggart, R. A. (1977). A Model of Corporate Financing Decisions. *The Journal of Financing*, 32(5), 1467-1484.
347. Taggart, R. A., Jr. (1985). Secular Patterns in the Financing of US Corporations. In B. M. Friedman, ed., *Corporate Capital Structure in the Unites State*. Chicago: University of Chicago Press.
348. *The Cost of Capital: An International Comparison*, London Stock Exchange, Oxera Consulting Ltd, june 2006.
349. The Global Competitiveness Report 2011-2012, World Economic Forum
350. The Global Competitiveness Report 2012-2013, World Economic Forum
351. The Global Competitiveness Report 2013-2014, World Economic Forum
352. The Global Competitiveness Report 2014-2015, World Economic Forum

353. The Global Competitiveness Report 2015-2016, World Economic Forum
354. The Global Competitiveness Report 2016-2017, World Economic Forum
355. Thomsen, S. & Pedersen, T. (2000). Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.
356. Titman, S. & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
357. Тодоровић, М. (2010). *Пословно и финансијско реструктурирање предузећа*, Економски факултет Универзитета у Београду, Београд
358. Тодоровић, М. (2011). Психологија и финансијски менаџмент – бихејвиоралне корпоративне финансије, *Економика предузећа*, 59(5-6), 275-287.
359. Tran, H. D. (2014). Multiple Corporate Governance Attributes and the Cost of Capital – Evidence from Germany. *The British Accounting Review*, 46(2), 179-197.
360. Tricker, B. (2009). *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*. Oxford University Press, Inc. New York
361. Tse, T. (2011). Shareholder and Stakeholder Theory: After the Financial Crisis. *Qualitative Research in Financial Markets*, 3(1), 51-63.
362. Tsui, J. & Shieh, T. (2003). Corporate Governance in Emerging Markets: An Asian Perspective. In Choi, D. C. F. (eds.). *International Finance and Accounting Handbook*, 3<sup>rd</sup> Edition, John Wiley and Sons Ltd., 244-258.
363. Uchida, K. (2011). Does Corporate Board Downsizing Increase Shareholder Value? Evidence from Japan. *International Review of Economics and Finance*, 20(4), 562-573.
364. Umar, M., Tanveer, Z., Aslam, S. & Sajid, M. (2012). Impact of Capital Structure on Firm's Financial Performance: Evidence from Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 3(9), 1-12.
365. Van Horne C. J. (1995). *Financial Management and Policy*, 10<sup>th</sup> edition, Prentice-Hall International, London
366. Васиљевић, М. (2009). Корпоративно управљање и агенцијски проблем (I део). *Анали Правног факултета у Београду*, 57(1), 5-24.
367. Васиљевић, С. М. (2007). *Корпоративно управљање – правни аспекти*, Правни факултет, Универзитета у Београду

368. Вукадиновић, Р. (2004). Институционални оквир корпоративног управљања у ЕУ. У В. Бабић (ред.), *Корпоративно управљање у условима транзиције*, Економски факултет, Крагујевац, стр. 39-57.
369. Waddington, N. (2004). The Europeanisation of Corporate Governance in Germany and the UK. In *UNSPECIFID*, Sheffield, UK, pp. 1-26.
370. Wald, K. J. (1999). How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison. *The Journal of Financial Research*, 22(2), 161-187.
371. Wang, M. (2004). Empirical Study on Free Cash Flow in Chinese Listed Companies. *Securities Market Introduction*, 8, 50-55.
372. Warner, J. B. (1977). Bankruptcy Costs: Some Evidence, *The Journal of Finance*, 32(2), 337-347.
373. Weimer, J. & Pape, C. J. (1999). A Taxonomy of Systems of Corporate Governance. *Corporate Governance*, 7(2), pp. 152-166.
374. Weir, C. Laing, D. & McKnight, J. P. (2002). Internal and External Governance Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large UK Public Companies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 29(5&6), 579-611.
375. Wen, Y., Rwegasira, K. & Bilderbeek, J. (2002). Corporate Governance and Capital Structure Decisions of the Chinese Listed Firms. *Corporate governance: An International Review*, 10(2), 75-83.
376. Whitehead, K. C. (2012). Creditors and Debt Governance. Hill, A. C. & McDonnell, H. B. (Eds.), *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, Edward Elgar Publishing, 68-84.
377. Williamson, O. E. (1988). Corporate Finance and Corporate Governance. *Journal of Finance*, 43(3), 567-591.
378. Wipperfurth, R. (1966). Financial Structure and the Value of the Firm. *Journal of Finance*, 21(4), 615-633.
379. Wiwattanakantang, Y. (1999). An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7(3-4), 371-403.
380. Xie, B., Davidson, W. N. & DaDalt, P. J. (2003). Earnings Management and Corporate Governance: The Role of the Board and Audit Committee. *Journal of Corporate Finance*, 9(3), 295-316.
381. Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies With a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.

382. Young, M.N., Peng, M.W. Ahlstrom, D., Bruton, G.D. & Jiang. Y. (2008). Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196-221.
383. Закић, В. (2013). Генерисање вредности за заинтересоване субјекте као циљ савременог корпоративног предузећа. Зборник Матице српске за друштвене науке, Матица српска, Нови Сад, 144(3), 467-481.
384. Zhang, G. (1998). Ownership Concentration, Risk Aversion and the Effect of Financial Structure on Investment Decisions. *European Economics Review*, 42(9), 1751-1778.
385. Zhang, H. & Li, S. (2008). The Impact of Capital Structure on Agency Costs: Evidence from UK Public Companies. Lee C-F (Eds.) in *Proceedings of the 16<sup>th</sup> Annual Conference on Pacific Basin Finances, Economics, Accounting and Management*, Brisbane, Australia, 1-18.
386. Zhang, I. X. (2007). Economic Consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1), 74-115.
387. Zhu, F. (2014). Corporate Governance and the Cost of Capital: An International Study. *International Review of Finance*, 14(3), 393-429.
388. Zingales, L. (2000). In Search of New Foundations. *The Journal of Finance*, 54(4), 1623-1653.
389. Zou, H. & Xiao, J. Y. (2006). The Financing Behavior of Listed Chinese Firms. *The British Accounting Review*, 38(3), 239-58.
390. Zuoping, X. (2009). Large Shareholders, Legal Institution and Capital Structure Decision: Empirical Evidence from Chinese Listed Companies. *Nankai Business Review International*, 1(1), 59-86.
391. Zwiebel, J. (1996). Dynamic Capital Structure Under Managerial Entrenchment. *American Economic Review*, 86(5), 1197-1215.
392. [www.apr.gov.rs](http://www.apr.gov.rs)
393. [www.belex.rs](http://www.belex.rs)
394. [www.stat.gov.rs](http://www.stat.gov.rs)

**ОБРАЗАЦ 1.**

**Изјава о ауторству**

Потписани-а **Марина Јанковић**

Број уписа **2008/5**

Изјављујем

да је докторска дисертација под насловом

**Корпоративно управљање и избор оптималне структуре капитала**

- резултат сопственог истраживачког рада,
- да предложена дисертација у целини ни у деловима није била предложена за добијање било које дипломе према студијским програмима других високошколских установа,
- да су резултати коректно наведени и
- да нисам кршио/ла ауторска права и користио интелектуалну својину других лица.

**Потпис аутора**

У Крагујевцу, \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

## ОБРАЗАЦ 2.

### Изјава о истоветности штампане и електронске верзије докторског рада

Име и презиме аутор **Марина Јанковић**

Број уписа **2008/5**

Студијски програм **Рачуноводство и пословне финансије**

Наслов рада **Корпоративно управљање и избор оптималне структуре капитала**

Ментор **Проф. др Предраг Станчић**

Потписана **Марина Јанковић**

изјављујем да је штампана верзија мог докторског рада истоветна електронској верзији коју сам предао/ла за објављивање на порталу **Дигиталног репозиторијума Универзитета у Крагујевцу.**

Дозвољавам да се објаве моји лични подаци везани за добијање академског звања доктора наука, као што су име и презиме, година и место рођења и датум одбране рада.

Ови лични подаци могу се објавити на мрежним страницама дигиталне библиотеке, у електронском каталогу и у публикацијама Универзитета у Крагујевцу.

**Потпис аутора**

У Крагујевцу, \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

### **ОБРАЗАЦ 3.**

#### **Изјава о коришћењу**

Овлашћујем Универзитетску библиотеку да у Дигитални репозиторијум Универзитета у Крагујевцу унесе моју докторску дисертацију под насловом:

#### **Корпоративно управљање и избор оптималне структуре капитала**

која је моје ауторско дело.

Дисертацију са свим прилозима предао/ла сам у електронском формату погодном за трајно архивирање.

Моју докторску дисертацију похрањену у Дигитални репозиторијум Универзитета у Крагујевцу могу да користе сви који поштују одредбе садржане у одабраном типу лиценце Креативне заједнице (Creative Commons) за коју сам се одлучио/ла.

1. Ауторство
2. Ауторство - некомерцијално
3. Ауторство - некомерцијално - без прераде
4. Ауторство - некомерцијално - делити под истим условима
5. Ауторство - без прераде
6. Ауторство - делити под истим условима

(Молимо да заокружите само једну од шест понуђених лиценци, чији је кратак опис дат је на обрасцу број 4.).

**Потпис аутора**

У Крагујевцу, \_\_\_\_\_