

doc. dr. sc. Ante Džidić

Sveučilište u Mostaru, Ekonomski fakultet, Mostar, Bosna i Hercegovina
ante.dzidic@ef.sum.ba

red. prof. dr. sc. Silvije Orsag

Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet, Zagreb, Republika Hrvatska
sorsag@efzg.hr

STRUKTURA VLASNIŠTVA I PERFORMANSE PODUZEĆA: SLUČAJ BOSNE I HERCEGOVINE

Primljen: 26. listopada 2021.

Prihvaćen: 23. prosinca 2021.

<https://doi.org/10.46458/27121097.2021.PI.110>

Pregledni rad

Sažetak

U ovom radu analizirana je struktura vlasništva najvećih poduzeća izlistanih na tržištu kapitala Bosne i Hercegovine. U okviru toga ispitan je utjecaj koncentracije vlasništva i identiteta vlasnika na učinkovitosti vrijednost ovih poduzeća. Rezultati istraživanja pokazuju visok stupanj koncentracije vlasništva, pri čemu se država javlja kao najveći vlasnik kapitala. Kontrolirajući za učinke veličine poduzeća, financijske poluge i isplate dividendi, rezultati višestruke linearne regresije pokazuju statistički značajan pozitivan utjecaj koncentracije vlasništva na vrijednost poduzeća mjerenu aproksimacijom Tobinovog Q . Kad je u pitanju identitet vlasnika, istraživanje pokazuje kako učinkovitost poduzeća raste s povećanjem udjela institucionalnih investitora, a opada s povećanjem udjela države u vlasničkoj strukturi poduzeća. Istraživanje je također pokazalo da poduzeća koja su u većinski državnom vlasništvu imaju relativno veće investicije, niže odnose isplate dividendi, slabije prinose na imovinu i kapital te lošiju kvalitetu dobiti u odnosu na poduzeća koja su u privatnom vlasništvu.

Ključne riječi: *struktura vlasništva, koncentracija, učinkovitost poduzeća.*

JEL: G23, G32, G18.

1. UVOD

Odnos agenata definira se kao ugovor u kojem principal delegira donošenje odluka na agenta koji posjeduje niz specifičnih znanja neophodnih za upravljanje društvom (Jensen i Meckling, 1976). Ako obje strane ovog odnosa teže maksimizirati vlastitu korisnost, javlja se opasnost štetnog djelovanja agenta na interese principala, što može rezultirati porastom troškova agenata. Problem agenata posebno je naglašen u uvjetima niskih investicijskih mogućnosti i viška novca jer se povećava vjerojatnost iracionalnog trošenja resursa poduzeća ne štetu dioničara (Jensen, 1986). Dokaz tomu je i istraživanje Blancharda i sur. (1994) koji pokazuju da menadžment financijske dobitke ne distribuira vlasnicima kroz otkup dionica, isplatu dividendi ili smanjenje duga već povećava zaduživanje, poduzima iracionalne investicije i isplaćuje bonuse. Empirijska potvrda troška neželjenog ponašanja agenata se dokumentirala kroz brojna istraživanja koja su pokazala pad prinosa nakon objave preuzimanja, otpor preuzimanju kod potencijalno plodonosnih preuzimanja i trgovinu blokova dionica u odnosu na manjinske transakcije (vidjeti Shleifer i Vishny, 1997; Johnson i sur., 2000). Kao „najsкупљи“ oblik problema agenata Jensen i Ruback (1983) navode otpor menadžmenta smjeni s upravljačkih pozicija u društvu. Prema dosadašnjoj literaturi, jedan od načina da se menadžeri stave pod kontrolu je koncentracija vlasništva (Berle i Means, 1932; Shleifer i Vishny 1986; Jensen i Meckling, 1976) Naime, kada menadžment ima veći udjel u društvu, u većoj mjeri snosi i troškove „promašenih“ investicija i iracionalnih privilegija menadžmenta. Svjestan opasnosti da bude lišen djela prinosa na svoj ulog menadžment neće olako ulaziti u investicije da bi postigao rast i diversifikaciju kao glavne ciljeve menadžmenta u odnosu na dioničare (Shleifer i Vishny, 1997). U tom svijetlu, povećanje vlastitog udjela u riziku smanjuje pobude za štetnim ponašanjem.

Obzirom da struktura vlasništva u određenoj mjeri djeluje na pobude menadžera, a time i na efikasnost upravljanja, može se govoriti o razlikama u učinkovitosti poduzeća ovisno o strukturi vlasništva, ali i identitetu vlasnika. Naime, individualni investitori, poduzeća, institucionalni investitori i država, predstavljaju različite klijentele investitora čije preferencije glede načina ostvarivanja prinosa od ulaganja ovise o ciljevima koje žele postići. Nominalno, cilj svakog ulaganja je ostvarenje maksimalnog prinosa uz danu razinu rizika ili nižeg rizika za danu razinu prinosa. Ako se taj cilj zanemari od strane vlasnika koji kontrolira poduzeće, posljedice takvog pristupa osjećaju svi dioničari. Primjerice, koncentracija vlasništva u rukama države omogućava efikasniju kontrolu menadžmenta, ali nerijetko rezultira žrtvovanjem resursa poduzeća nauštrb postizanja političkih ciljeva. Štetu izazvanu takvim djelovanjem neposredno snose dioničari poduzeća, a posredno i građani te iste države. U skladu s time može se postaviti nekoliko važnih pitanja. Kako koncentracija vlasništva djeluje na performanse i vrijednost

poduzeća? Jeli učinkovitost poduzeća određena karakteristikama vlasnika? Kako u uvjetima koncentrirane strukture vlasništva na učinkovitost poduzeća djeluje prisutnost institucionalnih investitora? Da li njihova prisutnost znači bolje performanse zbog povećanog nadzora? Smanjuje li se problem agenata između većinskog vlasnika i manjinskih dioničara s prisutnošću institucionalnih investitora? Prethodna empirijska testiranja postavljenih istraživačkih pitanja pokazala su kako koncentracija vlasništva uglavnom pozitivno djeluje na vrijednost poduzeća te da prisutnost institucionalnih investitora kroz aktivniju ulogu nadzora pozitivno djeluje na kvalitetu korporativnog upravljanja, a time i na performanse poduzeća. Uz pokoju iznimku, većina je ovih istraživanja temeljena na uzorcima izlistanih poduzeća u vlasništvu insajdera i/ili eksternih investitora poput fizičkih osoba, drugih poduzeća i institucionalnih investitora. Kada su pak u pitanju tranzicijske zemlje s mladim, slabo razvijenim i nelikvidnim tržištem kapitala te visokom razinom koncentracije vlasništva u kojoj država još uvijek igra značajnu ulogu, poput Bosne i Hercegovine, korisno je provjeriti u kojoj se mjeri zaključci izvedeni iz prethodnih studija mogu primijeniti i u Bosni i Hercegovini. Stoga je cilj ovoga rada analizirati povezanost koncentracije i vrste vlasništva s performansama poduzeća u Bosni i Hercegovini.

Rad je organiziran kako slijedi. U drugom dijelu prikazane su teoretske perspektive odnosa strukture vlasništva i performansi poduzeća kao i prethodne empirijske studije istraživanog odnosa. U trećem dijelu rada opisan je uzorak i metodologija istraživanja dok su rezultati istraživanja i diskusija izloženi u četvrtom dijelu rada. Peti dio rada sumira glavne zaključke istraživanja i smjernice za buduća istraživanja.

2. PREGLED LITERATURE

Studija koju su proveli McConnell i Servaes (1990) na dva uzorka američkih poduzeća korištenjem regresijske analize na podacima presjeka u 1976. i 1986. godini pokazuje da Tobinov Q najprije raste s povećanjem udjela insajdera i doseže maksimum kako se vlasništvo insajdera približava 50 posto kapitala, a potom se smanjuje kako se vlasništvo insajdera povećava. Do sličnih zaključaka došli su Stulz (1988) i Morck i sur. (1988). Kada je u pitanju identitet vlasnika, McConnell i Servaes (1990) su dokumentirali pozitivan utjecaj institucionalnog vlasništva na vrijednost poduzeća, što je u skladu s hipotezom o efikasnom monitoringu institucionalnih investitora. Nasuprot tomu, Demesetz (1983) ističe kako je nerazumno pretpostaviti da disperzirano vlasništvo obezvrjeđuje maksimizaciju profita kao kriterij za alokaciju resursa. Štoviše, tvrdi da maksimizacija profita nerijetko zahtijeva disperziju vlasništva. Autor ne relativizira realni problem agenata na relaciji menadžment-dioničari kod disperzirane strukture vlasništva, ali smatra da postojanje prednosti disperzirane strukture vlasništva može nadmašiti troškove

agenata, jer bi u suprotnom, disperzirana struktura vlasništva jednostavno iščezla. U skladu s time, Demesetz i Lehn (1985) ne pronalaze statistički značajnu vezu između koncentracije vlasništva mjerene udjelom vlasništva najvećih 5 dioničara i stope prinosa na kapital. Demesetz (2001) tretira strukturu vlasništva kao endogenu varijablu koja reflektira performanse poduzeća kao što performanse poduzeća reflektiraju strukturu vlasništva. Ukazuje kako se u studijama koje analiziraju vlasništvo menadžmenta kao determinantu vrijednosti poduzeća, pogrešno pretpostavlja da svi dioničari klasificirani kao menadžment uistinu predstavljaju profesionalni menadžment jer udio menadžmenta nerijetko uključuje dionice članova upravnog odbora i top menadžmenta. Autor se pri tome referira na činjenicu da prethodne studije nisu uzele u obzir mogućnost da menadžment može dijeliti zajednički interes s nekim od dioničara. Član upravnog odbora je možda dio odbora zato jer predstavlja nekog tko ima značajan udio u poduzeću, što znači da ne mora dijeliti interese profesionalnog menadžmenta. Burkart i sur. (1997) također ukazuju kako je struktura vlasništva instrument ravnoteže između kontrole i menadžerskih inicijativa, odnosno da redukcija menadžerske diskrecije ide nauštrb menadžerskih inicijativa.

Pobude velikih dioničara za nadzorom određene su i eksternim faktorima poput razine likvidnosti tržišta kapitala i pravne zaštite investitora. Maug (1998) prepoznaje kako je utjecaj likvidnosti dvostran, ali nedvojbeno pozitivan. Likvidnije tržište kapitala smanjuje potrebe za aktivnijim nadzorom zbog jednostavnije i povoljnije prodaje dionica, ali u isto vrijeme čini povoljnijim stjecanje većeg udjela, što pozitivno djeluje na razinu korporativnog upravljanja. Likvidnija tržišta kapitala rezultiraju većim nadzorom zbog troškovno efikasnijeg trgovanja - kapitalni dobici ostvareni „informiranim“ trgovanjem nadilaze troškove nadzora. Nasuprot tomu, kada smanjena likvidnost ograničava povećanje udjela velikog dioničara kapitalni dobici nisu dovoljni za pokriće troškova nadzora. Povrh toga, istraživanja pravnih determinanti eksternog financiranja pokazuju da zemlje koje imaju bolje mehanizme zaštite investitora imaju veću disperziju vlasništva i razvijenija tržišta kapitala, dok zemlje sa slabijom zaštitom investitora imaju veći stupanj koncentracije vlasništva i manje razvijena tržišta kapitala (La Porta i sur. 1997). Razlike u tretmanu slučajeva ekspropriacije resursa poduzeća reflektiraju se i u judikaturi sudova kontinentalnog i anglosaksonskog prava. U kontinentalnom pravnom sustavu ponašanje menadžmenta ili većinskog vlasnika ocjenjuje se u svijetlu konzistentnosti odluka sa statutom poduzeća, a ne na temelju provjere poštenog odnosa prema malim dioničarima. Nasuprot tomu, u anglosaksonskom pravnom nasljeđu pošten odnos prema malim dioničarima je središnji princip u analizi štetnog ponašanja menadžera (Johnson i sur., 2000). Posljedično, koncentracija vlasništva nije tipična za zrela tržišta kapitala, poput onog u SAD-u, ali je dominantan oblik vlasništva u ostatku svijeta (Shleifer i Vishny 1997).

2.1. Uloga institucionalnih investitora

Utjecaj strukture vlasništva na učinkovitost poduzeća može se razmatrati i s aspekta karakteristika vlasnika u okviru svake kategorije vlasništva. Naime, empirijska istraživanja su prepoznala kako se različite karakteristike institucionalnih investitora ili različite forme državnog vlasništva reflektiraju na operativnu efikasnost poduzeća. Brickley (1998) iznosi empirijske dokaze kako su institucionalni investitori koji su pod slabijim utjecajem menadžmenta poput uzajamnih fondova, fondacija i mirovinskih fondova, kvalitetnija opozicija menadžmentu u odnosu na banke i osiguravajuća društva koji nerijetko imaju poslovne veze s menadžmentom poduzeća. Slično sugeriraju i rezultati studije koju su proveli Cornett i sur. (2007). Oni pokazuju kako veći broj institucionalnih investitora u vlasništvu poduzeća pozitivno djeluje na performanse poduzeća mjerene odnosom novčanog toka i ukupne imovine, ali samo ako je riječ o neovisnim institucionalnim investitorima koji nisu u poslovnim vezama s tim poduzećem. Chen i sur. (2007) pokazuju kako prisutnost neovisnih institucionalnih investitora orijentiranih dugoročnim ulaganjima u određenoj mjeri sprječava prihvaćanje loših ponuda za preuzimanje te pozitivno djeluje na učinkovitost poduzeća nakon spajanja. Jiang i Habib (2012) su istraživali utjecaj koncentracije vlasništva na ublažavanje problema agenata na uzorku društava na Novom Zelandu. Rezultati istraživanja nisu pokazali da koncentracija vlasništva reducira problem agenata, ali je dokumentirano kako je struktura vlasništva u kojoj dominiraju financijske institucije ipak povezana s problemom slobodnog novčanog toka. Povrh toga, njihovo je istraživanje pokazalo da poduzeća s problemom slobodnog novčanog toka, a koja su pod kontrolom menadžmenta ili financijskih institucija, bilježe lošije buduće performanse.

Filatotchev i sur. (2001) su istraživali ulogu najvećih dioničara u Rusiji provedbom ankete u 300 privatnih proizvodnih poduzeća različitih veličina u različitim djelatnostima. Istraživanje je pokazalo visoku koncentraciju vlasništva koja je negativno povezana s investicijama i performansama poduzeća, ali i da efekt koncentracije vlasništva ne ovisi o identitetu vlasnika. Kokotec i sur. (2021) su istraživali vezu između institucionalnog vlasništva i korporativnog upravljanja na uzorku poduzeća u susjednoj Hrvatskoj. Rezultati istraživanja su pokazali statistički značajnu vezu između udjela institucionalnog vlasništva i performansi poduzeća. Pri tome su autori dokumentirali statistički značajnu pozitivnu povezanost vlasništva investicijskih fondova i statistički značajan negativan utjecaj osiguravajućih društava na performanse poduzeća mjerene prinosom na imovinu i/ili prinosom na kapital. Negativan utjecaj osiguravajućih društava na performanse poduzeća autori objašnjavaju razlikama u stilu upravljanju portfeljem. Naime, za razliku od osiguravajućih društava koja prakticiraju pasivniji pristup investiranju, investicijski fondovi su orijentirani i prema kratkoročnim ciljevima s agresivnijem pristupom upravljanju portfeljem. Laporšek i sur. (2020) su

istraživali odnos strukture vlasništva i performansi poduzeća na uzorku poduzeća u Sloveniji. Autori nisu dokumentirali statistički značajnu povezanost koncentracije vlasništva i performansi poduzeća, al su utvrdili kako su privatna poduzeća profitabilnija od državnih poduzeća.

Samuel (1996) ističe kako nema jasnih dokaza da institucionalno vlasništvo *per se* poboljšava performanse poduzeća, ali ukazuje kako je aktivizam institucionalnih ulagača zamijenio preuzimanja kao središnji mehanizam korporativne kontrole u SAD -u 1990-ih godina. Smatra kako su institucionalni investitori efikasniji od individualnih investitora u prikupljanju i analiziranju fundamentalnih podataka te da nadzorne i disciplinirajuće aktivnosti institucionalnih ulagača mogu (korporativnim upravljanjem) zamijeniti disciplinirajuću i signalnu ulogu duga. Naime, upravljačke uloge institucionalnih investitora ogledaju se u sljedećim aktivnostima (Mallin, 2004):

- aktivan dijalog s poduzećem koji se temelji na međusobnom razumijevanju i ciljevima,
- ocjenjivanje transparentnosti upravljanja s naglaskom na strukturu upravnog odbora,
- vrednovanje i monitoring performansi povezanih s bogatstvom dioničara i aktivizmom,
- izvršavanje glasačke moći (direktno ili putem punomoći) po pitanju svih važnih korporativnih odluka,
- intervenciju po pitanjima korporativnih ili operativnih strategija, odluka o investiranju, strategije poslovnih kombinacija, mehanizama interne kontrole te ugovora s upravnim odborom i menadžmentom.

Drugim riječima prisustvo institucionalnih investitora promovira odgovornije korporativno upravljanje i izgrađuje kulturu ulaganja neophodnu za razvoj tržišta kapitala. U skladu s time, Samuel (1999) ističe kako je za zemlje u razvoju je važno poticati institucionalno vlasništvo i promicati aktivizam među institucionalnim ulagačima.

2.2. Državno vs. privatno vlasništvo

Općenito se smatra kako društva u državnom vlasništvu imaju lošije performanse u odnosu na društva s drugim oblicima vlasništva. Razlog tomu je inertnost državnog vlasništva u redukciji troškova i inovacijama koje su imanentne privatnom vlasništvu (Shleifer, 1998). Povrh toga, društva u državnom vlasništvu često su produžena ruka socijalnih programa usko vezanih za osiguravanje budućih glasačkih kapaciteta (Shleifer i Vishny, 1994). Kao što menadžeri nerijetko teže

upravlјati novcem poduzeća na način da osiguraju svoju poziciju u poduzeću, tako osobe na upravlјačkim funkcijama u državnim poduzećima i institucijama mogu promatrati proračun kroz prizmu najbolјeg glasačkog prinosa. Prema tomu, manјak efikasnosti u državnim poduzećima nije samo posljedica slabih pobuda za rezanje troškova već i cilјane politike vladajuće strukture da kroz pristranu distribuciju društvenih resursa osigura potporu za vlastiti opstanak na političkoj pozornici (Shleifer & Vishny, 1994). Pojava rastrošnog pristupa u takvim okolnostima posljedica je različite percepcije rizika kod ulaganja vlastitih i zajedničkih, odnosno proračunskih sredstava. Megginson i sur. (1994) su uspoređivali financijske i operativne performanse poduzeća prije i poslije procesa privatizacije na uzorku od 61 poduzeća iz 18 zemalјa i 32 djelatnosti. Rezultati njihova istra֒ivanja pokazuju kako su ova poduzeća nakon privatizacije u prosjeku zabilje֒ila povećanje prodaje, profitabilnosti, kapitalnih ulaganja i operativne efikasnosti. Povrh toga, privatizirana poduzeća su smanјila dugove i povećala odnose isplate dividendi, ali i najva֒nije, nisu zabilje֒ila pad zaposlenosti. Do sličnih zakljućaka došli su i Galal i sur. (1992) analizirajući efekte privatizacije u Velikoj Britaniji, Čileu, Maleziji i Meksiku. U 11 od 12 slućajeva autori su zabilje֒ili porast neto bogatstva pri ćemu ni u jednom slućaju nije došlo do pogoršanja uvjeta rada. Chen i sur. (2009) na uzroku izlistanih poduzeća u Kini pokazuju kako performanse poduzeća ovisе i o identitetu državnog vlasništva. Autori dokumentiraju kako izlistana poduzeća u privatnom vlasništvu nisu učinkovitija od državnih poduzeća, ali i da se oblik državnog vlasništva različito manifestira na učinkovitost poduzeća. Naime, rezultati su pokazali kako su poduzeća u vlasništvu centralne vlade efikasnija od poduzeća kojima upravlјa lokalna vlasti ili državni fond za upravlјanje imovinom. Autori dokumentiraju i statistički znaćajan utjecaj koncentracije vlasništva na operativnu efikasnost poduzeća mjerenu prinosom na imovinu i odnosom novćanog toka i ukupne imovine.

3. METODOLOGIJA ISTRA֒IVANJA

Istra֒ivanje je obavljeno na uzorku od 40 nefinancijskih dionićkih društava iz Bosne i Hercegovine. Uzorak je sastavlјen od 20 najvećih društava (mjereno tržišnom kapitalizacijom) izlistanih na Banјalućkoј burzi i 20 najvećih društava izlistanih na Sarajevskoj burzi. Financijska poduzeća, poput banaka, osiguravajućih društva i leasing društava nisu ukljućena u uzorak zbog specifićne prirode njihova poslovanja. Kriterij selekcije uzorka, povrh tržišne kapitalizacije je broj dionićara i dostupnost podataka o svim istra֒ivaćkim varijablama. Naime, društva koja su dio istra֒ivaćkog uzorka imaju minimalno 40 dionićara što ih sukladno Zakonu o gospodarskim društvima FBiH¹ svrstava u otvorena dionićka društva. Društva za

¹ U Zakonu o privrednim društvima Republike Srpske ne postoji kriterij broја dionićara ali je ovaj uvjet primijenjen i prilikom selekcije uzorka poduzeća iz Republike Srpske.

koja nisu bili dostupni podaci o istraživačkim varijablama nisu ušla u istraživački uzorak, pri čemu je u uzorak ušlo sljedeće društvo po visini tržišne kapitalizacije.

Empirijska analiza se sastoji od tri dijela. Najprije je izvršena analiza korelacije između strukture vlasništva i performansi poduzeća mjerenih prinosom na kapital i imovinu te aproksimacijom Tobinovog Q (odnos tržišne i knjigovodstvene vrijednosti poduzeća). U drugom dijelu je napravljena višestruka regresijska analiza kojom se ispitivao utjecaj vlasničke strukture na performanse poduzeća, kontrolirajući za druge čimbenike vrijednosti i performansi poduzeća. U trećem dijelu empirijske analize napravljena je komparacija performansi poduzeća između skupine poduzeća u privatnom vlasništvu i skupine poduzeća u državnom vlasništvu temeljem deskriptivne statistike pokazatelja performansi poduzeća. Istraživačke varijable i njihove definicije dane su u tablici 1.

Tablica 1. Definicije istraživačkih varijabli

Varijabla	Definicija
Isplata dividendi (DIVPAY)	1 - isplata dividendi, 0 -bez isplate dividendi
Investicije (INV)	Kupovina stalnih sredstava / ukupna imovina
Profitabilnost (ROE)	Neto dobit / vlasnički kapital
Profitabilnost (ROA)	EBIT/ ukupna imovina
Veličina (SIZE)	Logaritam ukupne imovine
Rast prodaje (SGROWTH)	Odnos prihoda iz tekuće i prethodne godine
Financijska poluga (DR)	Ukupne Obveze / ukupna imovina
Tobinov Q (TQ)	Tržišna kapitalizacija / knjigovodstvena vrijed. kapitala
Kvaliteta dobiti (EQUAL)	Novčani tok iz poslovnih aktivnosti / EBIT
Koncentracija vlasništva (TOP1)	Postotak vlasništva najvećeg dioničara
Koncentracija vlasništva (TOP5)	Postotak vlasništva 5 najvećih dioničara
Udio institucionalnih investitora (INST)	Postotak vlasništva institucionalnih investitora
Udio države (STATE)	Postotak državnog vlasništva
Udio drugih poduzeća (CORP)	Postotak vlasništva drugih poduzeća
Udio fizičkih osoba (PP)	Postotak vlasništva fizičkih osoba
Privatno vlasništvo (PRIV)	Postotak vlasništva fizičkih osoba i drugih poduzeća

Izvor: Izrada autora

Podaci o financijskim pokazateljima prikupljeni su iz revidiranih financijskih izvještaja analiziranih poduzeća za 2019. godinu objavljenih na entitetskim burzama, dok su podaci o strukturi vlasništva prikupljeni od Registra vrijednosnih papira Federacije Bosne i Hercegovine i Centralnog registra za hartije od vrijednosti Republike Srpske. Model višestruke regresijske analize je kako slijedi:

$$TQ_i = \alpha + \beta_1 TOP1_i + \beta_2 TOP5_i + \beta_3 INST_i + \beta_4 STATE_i + \beta_5 DR_i + \beta_6 DIVPAY_i + \beta_7 SGROWTH_i + \beta_8 SIZE_i + \varepsilon_i$$

gdje je postotak vlasništva najvećeg dioničara, postotak vlasništva pet najvećih dioničara, udio vlasništva institucionalnih investitora, udio državnog vlasništva, odnos ukupnih obveza i ukupne imovine (stupanj zaduženosti), odnos isplate dividendi i stopa rasta prihoda od prodaje. Posljednje tri varijable predstavljaju kontrolne varijable koje mogu utjecati na vrijednost poduzeća pa je potrebno izolirati njihov utjecaj. Povezanost veličine poduzeća s njegovim performansama utemeljena je na ekonomiji razmjera. Ekonomije razmjera mogu nastati iz različitih razloga, poput financijskih (velika tvrtka može dobiti bolju kamatnu stopu i također bolja diskontna stopa zbog velike količine koju kupuje); organizacijski razlog (specijalizacija i podjela rada); tehnički razlog (podjela visokih fiksnih troškova na veliki broj jedinica) (Pervan i Višić, 2012). Stoga je razumno pretpostaviti pozitivan utjecaj ekonomije razmjera na performanse poduzeća. Međutim, ovaj odnos može biti narušen pojavom problema agenata kada interesi menadžmenta ili većinskog vlasnika odstupaju od maksimalizacije bogatstva dioničara kao glavnog kriterija za alokaciju resursa, kao što je to slučaj s poduzećima u državnom vlasništvu (Shleifer i Vishny, 1994). Kada je u pitanju politika dividendi, Modigliani i Miller (1961) pokazuju kako cijene dionica na savršenom tržištu kapitala ne ovise o visini dividendi. Nasuprot tomu, Gordon (1962, 1963) smatra kako cijene dionica u stvarnosti ipak ovise o načinu alokacije zarada polazeći od pretpostavke da je prinos od tekućih dividendi sigurniji od pretpostavljene stope njihova rasta. Empirijska provjera Gordonove hipoteze polučila je mješovite rezultate². U kontekstu teorije agenata, politika dividendi također ima važnu ulogu jer reducira mogućnost iracionalnog trošenja zarada od strane menadžmenta poduzeća. Naime, slobodni novčani tok predstavlja višak novca nakon realizacije projekata s pozitivnom čistom sadašnjom vrijednošću pa je za očekivati kako će potencijalni trošak agenata biti veći ako je slobodni novčani tok veći. Stoga, Jensen (1986) ističe da se problem agenata može smanjiti redukcijom slobodnog novčanog toka „prisiljavanjem“ menadžmenta na isplatu većih dividendi. Jedan od načina na koji dioničari koriste ovaj mehanizam zaštite je glasovanje za direktore koji nude bolju politiku dividendi. Osim toga, frekventnija isplata dividendi izlaže poduzeće većoj potrebi eksternog financiranja, što vanjskim investitorima omogućuje veći stupanj kontrole, smanjujući diskrecijski prostor menadžmenta (Easterbrook, 1984). Prema tome, ako se dividende mogu javiti kao supstitut zaštite investitora pretpostavlja se pozitivan utjecaj dividendi

² Gordon (1959, 1962) prezentira empirijsku potporu hipotezi o pozitivnom utjecaju isplate dividend na vrijednost poduzeća. Do suprotnih zaključaka u svojim istraživanjima došli su Black i Scholes (1974), Miller i Scholes (1978, 1982), Miller (1986), Hess (1981) te Bernstein (1996).

na vrijednost poduzeća. Utjecaj duga na uspješnost poduzeća može se razmatrati efektom financijske poluge i strukture kapitala. Pozitivni efekti korištenja duga kroz porezni zaklon kamata se smanjuju s povećanjem udjela duga zbog rizika od financijskih poremećaja (Modigliani i Miller, 1958, 1963). Povrh toga, dug može djelovati kao mehanizam smanjenja problema agenata jer povećanje duga neizravno smanjuje slobodni novčani tok i disciplinira menadžment eksplicitnim troškom kapitala. Performanse poduzeća, a time i njihova vrijednost, ovise i o mogućnostima rasta. U tom smislu, razumno je pretpostaviti kako će se ubrzan rast poduzeća pozitivno reflektirati na njegovu vrijednosti.

4. REZULTATI ISTRAŽIVANJA I DISKUSIJA

Bosna i Hercegovina je na svom tranzicijskom putu od planske ka tržišnoj ekonomiji, po uzoru na druge tranzicijske zemlje srednje i istočne Europe, poduzela nužne korake za provedbu masovne kuponske privatizacije društvenog vlasništva. Pri tome je većinski udio zadržala u velikim poduzećima u elektroenergetskoj, telekomunikacijskoj, poštanskoj, željezničkoj i namjenskoj djelatnosti. Posljedično, značajan dio velikih poduzeća čije dionice kotiraju na burzi i dalje je u većinskom vlasništvu države, što se odražava na visok stupanj koncentracije vlasništva izlistanih poduzeća. Deskriptivna statistika koncentracije vlasništva na entitetskoj razini i na razini Bosne i Hercegovine na kraju 2019. godine dana je u tablici 2.

Tablica 2. Deskriptivna statistika visine udjela najvećeg dioničara i pet najvećih dioničara

Varijabla	Broj opažanja	Arit. sredina	Std. dev.	Min	Max
Federacija Bosna i Hercegovina					
TOP1	20	0.6885	0.239501	0.23	0.95
TOP5	20	0.9085	0.090454	0.61	0.99
Republika Srpska					
TOP1	20	0.580577	0.147328	0.1448	0.756741
TOP5	20	0.874441	0.08077	0.5796	0.9935
Bosna i Hercegovina					
TOP1	40	0.634539	0.20373	0.1448	0.95
TOP5	40	0.89147	0.086381	0.5796	0.9935

Izvor: Izrada autora na temelju podataka pribavljenih od entitetskih registara vrijednosnih papira

Aritmetička sredina vlasništva najvećeg dioničara i 5 najvećih dioničara pokazuje kako je stupanj koncentracije vlasništva visok u oba entiteta, a time i na razini Bosne i Hercegovine. Nešto veći stupanj koncentracije vlasništva u Federaciji BiH odražava činjenicu da je Federacija BiH u najvećim elektroenergetskim poduzećima, kao i u najvećem telekomunikacijskom operateru, zadržala čak 90% vlasništva, za razliku od Republike Srpske koja u najvećim elektroenergetskim poduzećima posjeduje 65% posto vlasništva. Na razini Bosne i Hercegovine najveći dioničar minimalno posjeduje 14,5%, a u prosjeku 63,5% kapitala. Najvećih 5 dioničara vlasnici su minimalno 57,96% kapitala dok u prosjeku kontroliraju čak 89,15% kapitala. Visok stupanj koncentracije vlasništva odražava i činjenica da 32 društva iz istraživačkog uzorka imaju većinskog vlasnika koji kontrolira upravljanje društvom. U tablici 3 dan je pregled strukture vlasništva prema identitetu vlasnika.

Tablica 3. Struktura vlasništva na razini Bosne i Hercegovine

(a) Država	(b) Poduzeća	(c) Fizičke osobe	(b+c) Privatno	(d) Institucije	(e) Insajderi (FBiH)
44.85%	26.37%	2.75%	29.12%	18.20%	1.11%

Izvor: Izrada autora na temelju podataka pribavljenih od entitetskih registara vriednosnih papira

Iz prethodne tablice je razvidno kako je dominantan tip vlasništva na tržištu kapitala Bosne i Hercegovine državno vlasništvo koje s različitim titularima upravljanja (entitetska ministarstva, entitetske agencije i lokalna uprava) iznosi visokih 44,85% posto. Štoviše, čak u 20 društava država minimalno posjeduje više od 50 % kapitala što znači da država upravlja polovicom najvećih poduzeća na tržištu kapitala BiH. Drugi najznačajniji vlasnici su druga poduzeća (26%), nakon kojeg slijede institucionalni investitori s udjelom od 18,20 posto kapitala. Udio insajdera, odnosno članova upravnog ili nadzornog odbora, na uzroku poduzeća izlistanih na Sarajevskoj burzi gotovo je beznačajan (1,11%).³U kategoriji institucionalnih investitora najzastupljeniji su otvoreni i zatvoreni investicijski fondovi koji drže uglavnom manjinske uloge, dok se banke uglavnom pojavljuju u ulozi skrbnika. Najmanje zastupljeni tip institucionalnog vlasništva su osiguravajuća društva koja se u ulozi vlasnika pojavljuju samo kod jednog društva s udjelom od 0,07 posto.

Analiza povezanosti između koncentracije vlasništva i efikasnosti poduzeća napravljena je analizom korelacije najvećeg dioničara i 5 najvećih dioničara s izabranim pokazateljima performansi poduzeća. Rezultati korelacijske analize dani su u tablici 4.

³ Podatak o vlasništvu insajdera na uzroku izlistanih poduzeća na Banjalučkoj burzi nije javno dostupan.

Tablica 4. Analiza korelacije između koncentracije vlasništva i performansi poduzeća

Varijabla	TQ	ROE	ROA	TOP1	TOP5	STATE	INST	PRIV
TQ	1							
ROE	0.458**	1						
ROA	0.296*	0.699***	1					
TOP1	-0.129	0.121	-0.00827	1				
TOP5	0.113	0.149	0.114	0.633***	1			
STATE	-0.438**	-0.199	-0.170	0.0862	0.109	1		
INST	0.257	-0.144	-0.186	-0.402*	-0.283*	-0.274	1	
PRIV	0.292*	0.290*	0.281*	0.200	0.178	-0.803***	-0.338*	1
* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$, **** $p < 0.001$								

Izvor: Izrada autora na temelju podataka iz revidiranih financijskih izvještaja i entitetskih registara vrijednosnih papira

Iz gornje tablice je razvidno kako ne postoji značajna korelacija između koncentracije vlasništva i pokazatelja vrijednosti i performansi poduzeća za obje mjere koncentracije vlasništva. Kada je u pitanju identitet vlasnika evidentno je kako vrijednost poduzeća opada s rastom udjela državnog vlasništva (STATE), dok je korelacija između državnog vlasništva i performansi poduzeća negativna, slaba i statistički beznačajna. Očekivano, udio države je u negativnoj korelaciji s privatnim (PRIV) i institucionalnim vlasništvom (INST) pri čemu je negativna korelacija intenzivnija i značajnija u odnosu na privatno vlasništvo, što je u skladu s prethodno prikazanom deskriptivnom statistikom koja je pokazala veći udio drugih poduzeća u strukturi vlasništva u odnosu na institucionalne investitore. Suprotno očekivanjima, korelacija institucionalnog vlasništva (INST) s vrijednošću i performansama poduzeća nije statistički značajna.

Nakon analize korelacije, modelom višestruke linearne regresije testirano je postojanje izoliranog utjecaja strukture vlasništva i identiteta vlasnika na vrijednost i performanse poduzeća, što podrazumijeva kontroliranje zadruga čimbenike koji mogu utjecati na vrijednost i učinkovitost poduzeća. Rezultati modela višestruke regresijske prikazani u tablici 5.

Tablica 5. Rezultati višestruke linearne regresije

	(1)		(2)		(3)	
	TQ		ROA		ROE	
TOP1	-0.725	(-0.90)	-0.0776	(-1.34)	0.0302	(0.20)
TOP5	3.793***	(2.81)	0.215*	(1.85)	0.194	(0.89)
INST	1.072*	(1.71)	-0.0325	(-0.88)	-0.0446	(-0.66)
STATE	-0.418	(-1.68)	-0.00855	(-0.47)	-0.00955	(-0.29)
DIVPAY	0.764***	(3.61)	0.0733****	(4.17)	0.0728*	(2.28)
DR	1.407**	(2.46)	0.00259	(0.07)	0.189	(1.14)
SGROWTH	0.423	(1.15)	0.00330	(0.20)	-0.0229	(-0.64)
SIZE	-1.34e-10	(-0.82)	-7.84e-12	(-0.74)	-2.50e-11	(-0.94)
_cons	-2.633***	(-2.79)	-0.120	(-1.57)	-0.191	(-1.36)
<i>N</i>	40		40		40	
<i>R</i> ²	0.573		0.405		0.287	

t statistics in parentheses

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$, **** $p < 0.001$

Izvor: Izrada autora na temelju podataka iz revidiranih financijskih izvještaja i entitetskih registara vrijednosnih papira

Utjecaj koncentracije vlasništva, mjereno visinom udjela pet najvećih dioničara, na vrijednost poduzeća je pozitivan i statistički značajan na razini značajnosti od 1 posto, dok je u modelu za zavisnom varijablom ROA pozitivan i značajan na razini značajnosti od 10 posto. Povrh toga, efekti institucionalnog i državnog vlasništva na vrijednost poduzeća bilježe očekivane predznake i statistički su značajni na razini značajnosti od 10%. Naime, povećanje udjela institucionalnih investitora u vlasničkoj strukturi poduzeća povezano je s većom vrijednošću poduzeća, dok povećanje udjela državnog vlasništva ima suprotan efekt. Kada su u pitanju performanse poduzeća, udjeli institucionalnog i državnog vlasništva nisu se pokazali statistički značajnim prediktorima. Razlog izostanka značajnijeg pozitivnog utjecaja institucionalnog vlasništva na vrijednost i performanse poduzeća općenito se može tražiti u nedostatku institucionalnih investitora poput otvorenih investicijskih fondova, mirovinskih fondova i osiguravajućih društava, ali i u karakteristikama zatvorenih investicijskih fondova kao dominantnog oblika institucionalnog ulaganja na tržištu kapitala Bosne i Hercegovine. Naime, zatvorenim investicijskim fondovima upravljaju društva za upravljanje fondovima čija naknada, sukladno zakonima o investicijskim fondovima u FBiH i RS, ovisi o prosječnoj neto vrijednosti imovine fonda, a ne ostvarenim prinosima fonda, što rezultira smanjenim pobudama za aktivnim ulagačkim strategijama usmjerenim ostvarenju većih prinosa. Od kontrolnih varijabli, isplata dividendi se pokazala kao statistički značajan prediktor vrijednosti i performansi poduzeća u sva tri modela na razini značajnosti od 5 posto. Imajući u vidu slabu razinu zaštite investitora i nisku razinu likvidnosti tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini,

može se zaključiti kako su preferencije investitora usmjerene ka poduzećima koja isplaćuju dividende iz razloga što slaba likvidnost onemogućava kreiranje tzv. domaćinskih dividendi i/ili zato što dividende predstavljaju supstitut za slabu zaštitu investitora. Utjecaj stupnja zaduženosti na vrijednost poduzeća također je pozitivan i statistički značajan na razini značajnosti od 5 posto. Nasuprot tomu, utjecaji stupnja zaduženosti na performanse poduzeća mjerene prinosom na imovinu (ROA) i prinosom na kapital (ROE) nisu statistički značajni. Činjenica da stupanj zaduženosti nije značajan čimbenik performansi poduzeća, ali da pozitivno djeluje na vrijednost poduzeća, ukazuje da priroda ovog odnosa uglavnom izvire iz disciplinirajuće uloge duga, a ne iz efekta financijske poluge ili poreznog zaklona kamata. Efekti rasta prodaje i veličine poduzeća na vrijednost i performanse poduzeća nisu se pokazali statistički značajnim ni u jednom modelu. U skladu s time, značajna uloga dividendi i duga za vrijednost poduzeća ukazuje kako efekt problema agenata u slučaju Bosne i Hercegovine nadmašuje efekte ekonomije razmjera i mogućnosti rasta.

Najveći koeficijent determinacije zabilježen je u prvom modelu kojim je objašnjeno 57% varijacije u vrijednosti izlistanih poduzeća mjereno aproksimacijom Tobinog Q. Sva tri regresijska modela napravljena su s robusnom procjenom standardnih greški zbog narušene pretpostavke o konstantnoj varijanci. Koristeći *VIF* i *Tolerance* statistiku odbačena je hipoteza o postojanju problema multikolinearnosti za sva tri modela. Shapiro Wilk test normalnosti distribucije pokazao je normalnost distribucije rezidualnih odstupanja samo u prvom modelu zbog čega je izostavljena regresijska dijagnostika za drugi i treći model. Rezultati testiranja pretpostavki linearne regresije za prvi model dani su u tablici 6.

Tablica 6. Testiranje pretpostavki linearne regresije

Shapiro-Wilk W test	W= 0.95959	V= 1.597	z=0.985	Prob>z = 0.16222
Varijabla	VIF	1/VIF		
TOP1	2.40	0.417012		
TOP5	2.06	0.484306		
STATE	1.62	0.617386		
SIZE	1.56	0.640838		
INST	1.39	0.718436		
DIVPAY	1.29	0.773600		
DR	1.20	0.836031		
SGROWTH	1.13	0.881260		
Mean VIF	1.58			

Izvor: Izrada autora na temelju podataka iz revidiranih financijskih izvještaja i entitetskih registara vrijednosnih papira

Obzirom da su 32 od 40 poduzeća u većinskom vlasništvu jednog dioničara, pri čemu dominira državno vlasništvo (u 20 od 40 poduzeća država posjeduje više od 50% vlasništva), izvršena je usporedba učinkovitosti društava koja su u većinski državnom vlasništvu i onih u većinski privatnom vlasništvu (tablica 7). Zbog malog broja poduzeća u državnom vlasništvu koji su pod ingerencijom lokalne vlasti, usporedba utjecaja različitih oblika državnog vlasništva ne bi polučila vrijedne istraživačke rezultate. Isto vrijedi za analizu utjecaja različitih kategorija institucionalnog vlasništva u kojem dominiraju zatvoreni investicijski fondovi.

Tablica 7. Usporedba performansi između privatnih i državnih poduzeća

Varijabla	Broj opažanja	Ar. Sredina	Std. Dev.	Min	Max
Privatna poduzeća					
TQ	20	0.607394	0.473052	0.037802	1.714159
SIZE	20	147.074	272.1958	9.79121	1246.98
PR	20	0.15403	0.336289	0	1
ROE	20	0.057085	0.129323	-0.0604	0.57
ROA	20	.0270587	.0438488	-.0542228	.1473744
INV	20	0.015925	0.030857	-0.05879	0.065064
EQUAL	20	5.58864	16.51723	-10.2066	58.48772
Državna poduzeća					
TQ	20	0.294493	0.335564	0.011538	1.400102
LSIZE	20	556.8042	775.7574	8.748326	3394.101
PR	20	0.0345	0.154289	0	0.69
ROE	20	0.018887	0.044946	-0.0321	0.15
ROA	20	.0184397	.0358951	-.023121	.1289222
INV	20	0.035091	0.057941	-0.01753	0.199756
EQUAL	20	1.823552	8.192242	-16.5796	26.79676

Izvor: Izrada autora na temelju podataka iz revidiranih financijskih izvještaja i entitetskih registara vrijednosnih papira

Usporedba performansi između poduzeća u privatnom vlasništvu i onih pod kontrolom države zorno pokazuje kako društva koja kontrolira država bilježe niže prinose na imovinu i kapital i slabiju kvalitetu zarada. Povrh toga, državna poduzeća imaju niže odnose isplate dividendi i relativno više investiraju u odnosu na privatna poduzeća, što odražava sklonost zadržavanju novca za potrebe investicija unatoč nižim prinosima na kapital. U skladu s time, glavni problem agenata u Bosni i Hercegovini egzistira na relaciji između većinskog vlasnika, u ovom slučaju države, i manjinskih dioničara. Ako se ima u vidu da se 11 posto zaposlenih odnosi na zaposlenike u javnim poduzećima (Čegar i Parodi, 2019) može se zaključiti da je politički klijentelizam (Jensen i Mecking 1994.; Shleifer i Vishny,

1994) primarni model upravljanja u izlistanim poduzećima u Bosni i Hercegovini. U takvoj situaciji trošak agenata izravno snose mali dioničari ovih poduzeća, ali i neizravno, svi građani Bosne i Hercegovine.

Društva u državnom vlasništvu ostvaruju lošije rezultate u odnosu na privatna društva, ali to ne znači da je privatizacija *per se* bolja od državnog vlasništva. Iskustva iz Rusije pokazuju da masovne privatizacije otvaraju mogućnost insajderskih transakcija od strane menadžera i kontrolirajućih dioničara, osim ako zemlja ima kvalitetnu infrastrukturu koja bi to spriječila. Važno je, dakle, tko su vlasnici, koliko su snažni zakonski mehanizmi zaštite od štetnih transakcija i u kakvoj poslovnoj klimi društva posluju (Black, Kraakman & Tarassova, 2000). Autori naglašavaju kako uzrok ekonomskih nuspojava i korupcije nije privatizacija, navodeći primjer Ukrajine koja nije privatizirala velika poduzeća, ali je korumpirana jednako kao i Rusija s time da je u ekonomski lošijem stanju u odnosu na Rusiju. Kao primjere zemalja koje su uspjele izgraditi pitoma poslovna okruženja i ostvariti određeni ekonomski uspjeh autori navode Estoniju, Mađarsku, Latviju, Poljsku, Sloveniju i Češku Republiku. Pri tome naglašavaju primjer Poljske koja najprije privatizirala mala poduzeća, izgradila efikasno poslovno okruženje te jake pravne i tržišne institucije koje su prethodile privatizaciji velikih poduzeća. Dakle, za efikasno procesuiranje financijskih prijevара regulatorima je neophodno steći iskustvo u istragama i dokazivanju financijskih manipulacija što znači da privatizacija u određenoj mjeri mora biti „inscenirana“ kako prevaranti ne bi nadmašili regulatore (Black, Kraakman & Tarassova, 2000). Nominalno, zaštita investitora u Bosni i Hercegovini je inkorporirana u entitetske zakone koji uređuju funkcioniranje tržišta kapitala i zakone koji reguliraju upravljanje društvima kapitala, ali izostaje efikasna primjena zaštitnih mehanizama utjelovljenih u odredbama ovih zakona. To nije iznenađenje ako se ima u vidu da kadrovski kapaciteti pravosuđa ne mogu odgovoriti izazovima razvijenih tržišta kapitala. Primjerice, Izvještaj svjetske banke o stalnim sudskim vještacima pokazao je, između ostalog, kako suci i sudski vještaci u Bosni i Hercegovini, najmanje znanja posjeduju iz područja bankarstva i tržišta kapitala (Svjetska banka, 2019). U takvom okruženju procesuiranje koruptivnih transakcija i manipulacija na tržištu kapitala je ograničeno, usporeno i potkapacitirano, što konzumaciju vlasničkih prava po osnovu ulaganja čini neizvjesnom. Drugim riječima, izostanak efikasnih mehanizama zaštite investitora destimulira alokaciju raspoloživog dohotka na tržište kapitala.

Trend smanjenja izlistanih poduzeća na entitetskim burzama koja su pretvorena u privatna poduzeća pokazuje kako su dionička društva uglavnom na burzi zbog zakonske prisile, a ne zbog prepoznavanja važnosti i potreba tržišta kapitala. Orsag i Mikerević, (2019) su zabilježili kako u razdoblju od 2014. do 2018. godine na Sarajevskoj burzi nije bilo niti jedne javne emisije dionica, a na Banjalučkoj

burzi u zadnje dvije godine istog razdoblja, što pokazuje da primarno tržište kapitala u BiH, bar kad su u pitanju vlasnički instrumenti, ne ispunjava svoju funkciju. To je jednim djelom refleksija niske likvidnosti sekundarnog tržišta kapitala koja se odražava na povećanje troškova konverzije vrijednosnih papira u novac. Naime, slaba likvidnost u određenoj mjeri destimulira sudjelovanje institucionalnih investitora jer im onemogućava smanjenje ili povećanje udjela bez značajnih transakcijskih troškova. Budući da je likvidnost jedna od temeljnih karakteristika razvijenih tržišta kapitala te da je razvoj tržišta kapitala određen stupnjem zaštite investitora (La Porta i sur.,1997)može se zaključiti kako je glavna prepreka razvoju tržišta kapitala u BiH nesposobnost izgradnje jakih institucija koje će garantirati primjenu zakonskih odredbi zaštite investitora.

5. ZAKLJUČAK

Cilj ovog rada je analiza odnosa strukture vlasništva i performansi poduzeća na tržištu kapitala Bosne i Hercegovine. Istraživanje je pokazalo kako ne postoji statistički značajna korelacija između koncentracije vlasništva i performansi poduzeća, ali i kako su performanse poduzeća u negativnoj korelaciji s udjelom državnog vlasništva. Regresijska analiza pokazala je nešto drugačije rezultate. Naime, kada se kontrolira za utjecaje veličine poduzeća, isplate dividendi, financijske poluge i mogućnosti rasta, koncentracija vlasništva mjerena visinom udjela najvećih pet dioničara ima pozitivan i statistički značajan utjecaj (na razini značajnosti od 1%) na vrijednost poduzeća mjerenu aproksimacijom Tobinovog Q. Kada je u pitanju identitet vlasnika, istraživanje je pokazalo da prisutnost institucionalnih investitora pozitivno djeluje na vrijednost poduzeća, dok je utjecaj državnog vlasništva negativan (na razini značajnosti od 10%). U skladu s time, usporedba deskriptivne statistike između dvije najzastupljenije kategorije vlasništva, državnog i privatnog vlasništva, pokazala je kako su državna poduzeća u smislu efikasnosti inferiorna poduzećima u privatnom vlasništvu. To je u skladu s dosadašnjim analizama utjecaja državnog vlasništva na performanse poduzeća koja su uglavnom identificirala sklonost ostvarenju političkih ciljeva nauštrb poslovne efikasnosti.

Na koncu, važno je naglasiti kako su zaključci ovog istraživanja temeljeni na podacima presjeka ignorirajući vremensku dimenziju poslovanja koja se odražava na korištene pokazatelje učinkovitosti poduzeća. Istraživanje utjecaja vlasničke strukture u dužem vremenskom razdoblju omogućio bi testiranje efekta dinamike strukture vlasništva na performanse pojedinih poduzeća. Tako koncipirano istraživanje, zajedno s povećanjem uzorka izlistanih poduzeća, predstavlja plodno područje za buduća istraživanja.

LITERATURA

1. Berle, A. A. i G. C. Means (1932). *The Modern Corporation and private property*. New Jersey: Harcourt, Brace & World, Inc.
2. Bernstein, P. L. (1996). „Dividends: The puzzle”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 9 (1), 4-15.
3. Black, F. i M. S. Scholes, (1974). „The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns“, *Journal of Financial Economics*, 1, 1-22.
4. Black, B. Krakman, R. & Tarassowa, A. (2000). Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong? *Stanford Law Review*, 52, 1731-1808.
5. Blanchard, O. J., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1994). What do firms do with cash windfalls? *Journal of Financial Economics*, 36 (3), 337-360.
6. Brickley, A. (1998). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, (1-2), 267-291.
7. Burkart, M., Gromb, D., & Panunzi, F. (1997). Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(3), 693–728.
8. Čegar, B., & Parodi, F. (2019). State-Owned Enterprises in Bosnia and Herzegovina: Assessing Performance and Oversight. *IMF Working Papers*, 19.
9. Chen, G., Firth, M., & Xu, L. (2009). Does the type of ownership control matter? Evidence from China’s listed companies. *Journal of Banking & Finance*, 33(1), 171–181.
10. Chen, X., Harford, J., Li, K. (2007). Monitoring: Which institutions matter? *Journal of Financial Economics*, 86(2) 279-30
11. Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A., & Tehranian, H. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking & Finance*, 31 (6), 1771-1794.
12. Demsetz, H. (1983). The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 375–390.
13. Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155–1177.
14. Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209-233.
15. Easterbrook, F. H. (1984). “Two Agency-Cost Explanations of Dividends”, *American Economic Review*, 74, 650-669.
16. Filatotchev, I. Kapelyushnikov, R., Dyomina, N. & Aukutsionek, S. (2001). The Effects of Ownership Concentration on Investment and Performance

- in Privatized Firms in Russia. *Managerial and Decision Economics*, 22(6), 299-313.
17. Galal, A., Jones, L., Tandon, P. & Vogelsang, I. (1992). *Welfare Consequences of Selling Public Enterprises* (The World Bank, Washington, D.C.).
 18. Gordon, M.J. (1959). "Dividends, Earnings and Stock Prices", *The Review of Economics and Statistics*, 41, 99-103.
 19. Gordon, M.J. (1962). "The Savings, Investment and Valuation of a Corporation", *The Review of Economics and Statistics*, 44, 37-51.
 20. Gordon, M.J. (1963). "Optimal Investment and Financing Policy", *The Journal of Finance*, 18, 264-272.
 21. Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature, *Journal of Accounting and Economics* 31(1-3), 405-440.
 22. Hess, P.J. (1981). „Dividend Yields and Stock Returns: A Test For Tax Effects“ Working Paper No. 649, National Bureau of Economic Research, CambridgeMA.
 23. Jensen, M. C. (1996). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. In J. S. Bhandari & L. A. Weiss (Eds.), *Corporate Bankruptcy*, 1, 11–16. Cambridge University Press.
 24. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
 25. Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 5-50.
 26. Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1994). The Nature of Man. *Journal of Applied Corporate Finance* 7 (2), 4–19.
 27. Jiang, H., & Habib, A. (2012). Ownership concentration, free cash flow agency problem and future firm performance: New Zealand evidence. *Corporate Ownership and Control*, 9(3), 96–110.
 28. Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review*, 90(2), 22–27.
 29. Kokotec, I. Đ., Orsag, S., & Čalopa, M. K. (2021). The Impact of Institutional Investors' Ownership on Performance and Financial Position: Evidence from Firms in the Republic of Croatia. *South East European Journal of Economics and Business*, 16(1), 53–69.

30. Lang, L.H.P., i R.H. Litzenberger (1989). „Dividend announcements”,- *Journal of Financial Economics*,24, 181–191.
31. Laporšek, S., Dolenc, P., Grum, A. & Stubelj I.(2021). Ownership structure and firm performance – The case of Slovenia, Economic Research-Ekonomska Istraživanja.
32. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., i R. Vishny. (1997). “Legal determinants of external finance”, *Journal of Finance* 52 (3), 1131-1150.
33. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., i R. Vishny (1998). “Law and finance”,*Journal of Political Economy* 106 (6), 1113-1155.
34. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., i A. Shleifer (1999). “Corporate ownership around the world”,*Journal of Finance* 54 (2), 471-517.
35. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., i R. Vishny (2000a). “Agency problems and dividend policies around the world”,*Journal of Finance* 55 (1), 1-33.
36. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., i A. Shleifer, (2006). “What Works in Securities Laws”, *The Journal of Finance*, 61 (1), 1-32
37. Mallin, C. A. (2004).*Corporate Governance*. New York: OxfordUniversity Press.
38. Maug, E. (1998). Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-Off between Liquidity and Control? *The Journal of Finance*, 53(1), 65–98.
39. McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595–612.
40. Megginson, W. L., Nash, R. C., & Van Randenborgh, M. (1994). The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 49(2), 403–452.
41. Miller, M. i M. Scholes (1978). “Dividends and Taxes,”*Journal of Financial Economics*,6, 333-264.
42. Miller, M. i M. Scholes (1982). “Dividends and Taxes: Empirical Evidence,” *Journal of Political Economy*, 90, 1118-1141.
43. Miller, M. H. (1986). „Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends“, *The Journal of Business*, 59, 451-468.
44. Miller, M.&Modigliani, F. (1961).“Dividend policy, growth, and the valuation of shares”, *The Journal of Business* 34, 411-33.

45. Modigliani, F. & Miller, M. (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". *American Economic Review*. 48 (3), 261–297.
46. Modigliani, F.; Miller, M. (1963). "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction". *American Economic Review*, 53 (3), 433–443
47. Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation. *Journal of Financial Economics*, 20, 293–315.
48. Orsag, S. & Mikerević, D. (2019). Osvrt na neke poluge održivog rasta malih ekonomija. Zbornik radova 14. Međunarodnog simpozijuma o korporativnom upravljanju "Održivi razvoj malih ekonomija u uslovima industrijske revolucije 4.0 – šanse i ograničenja", 195-214, Univerzitet u Banja Luci, Ekonomski fakultet i Finrar.
49. Pervan, M. (2012). Influence of Firm Size on its Business Success. *Croatian Operational Research Review*, 3(1), 213-223.
50. Roe, M. J. (2004). *The Institutions of Corporate Governance*, Harvard Law School, John M. Olin Center for Law, Economics and Business, Discussion Paper No. 488, dostupno na: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Roe_488.pdf
51. Samuel, C. (1999), „Stock Market and Investment: the Governance Role of the Market“, The World Bank, Policy Research working paper No. 1578.
52. Shleifer, A. (1998). State versus Private Ownership. *The Journal of Economic Perspectives*, 12(4), 133–150.
53. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461–488.
54. Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1994). Politicians and Firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 109 (4), 995-1025.
55. Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
56. Stulz, R.M. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20 (1-2) 25-34.
57. World Bank Group (2019). Examining the Experts: A Comparative Analysis of the Role of Expert Witnesses in Court Systems of the Western Balkans. World Bank, Washington, DC. © World Bank.

Ante Džidić, PhD

University of Mostar, Faculty of Economics, Mostar, Bosnia and Herzegovina
ante.dzidic@ef.sum.ba

Silvije Orsag, PhD

University of Zagreb, Faculty of Economics, Zagreb, Croatia
sorsag@efzg.hr

OWNERSHIP STRUCTURE AND PERFORMANCE OF THE COMPANY: THE CASE OF BOSNIA AND HERZEGOVINA

Received: October 26, 2021

Accepted: December 23, 2021

<https://doi.org/10.46458/27121097.2021.PI.110>

Review

Abstract

This paper examines the ownership structure of the largest public firms in Bosnia and Herzegovina. In this context, the impact of ownership concentration and owner identity on firm value and performance was analysed. Research results show high ownership concentration in the capital market of Bosnia and Herzegovina, where the state appears as the largest owner of capital. Controlling for the effects of firm size, leverage, and dividend pay-outs, regression results show a statistically significant positive impact of ownership concentration on firm value measured by the simplistic version of Tobin Q. Regarding the identity of owner, research results show that firm value increases with an increase in institutional holdings and decreases with an increase in government ownership. Research results also show that government-controlled firms have relatively higher levels of investment, lower dividend pay-out ratios, lower returns on assets and capital and poorer quality of profits compared to companies owned by other firms or private persons.

Keywords: *ownership structure, concentration, efficiency of the enterprise.*

JEL: G23, G32, G18.

Dodatak 1

Varijabla	Obs	Arit. Sredina	Std. Dev.	Min	Max
TQ	40	0.7329699	0.8013398	0.0190846	3.307598
ROE	40	39097.6	99259.2	-62325.3	574906.3
ROA	40	0.0199981	0.0408363	-0.0578549	0.133281
TOP1	40	0.6345645	0.2037125	0.1448	0.95
TOP5	40	0.8914704	0.0863811	0.5796	0.9935
INST	40	0.1827393	0.2222679	0	0.899831
STATE	40	0.3929318	0.3755661	0	0.93778
PR	40	0.094265	0.2652469	0	1
DR	40	0.2639411	0.2253237	0.004053	0.863966
SGROWTH	40	-0.0164709	0.3803246	-1	1.732559
SIZE (u mil.)	40	351.9588	610.1703	8.748326	3394.101