



XXVI Интернационални научни скуп  
Стратегијски менаџмент и системи подршке одлучивању у  
стратегичком менаџменту

21. мај 2021, Суботица, Република Србија

**Александра Стоиљковић**

Економски факултет у Суботици,  
Суботица, Република Србија  
aleksandra.stoiljkovic@ef.uns.ac.rs

**Славица Томић**

Економски факултет у Суботици,  
Суботица, Република Србија  
slavica.tomic@ef.uns.ac.rs

## УТИЦАЈ СТРУКТУРЕ КАПИТАЛА НА ПЕРФОРМАНСЕ ПРЕДУЗЕЋА

**Апстракт:** Одређивање оптималне структуре капитала је једна од најкомплекснијих, али и најважнијих одлука за свако предузеће, с обзиром на то да ова одлука у великој мери утиче на финансијске перформансе, конкурентност и опстанак предузећа. Постоје бројне теорије које објашњавају структуру капитала и њен утицај на перформансе предузећа, од почетне теорије Модиглианија и Милера о ирелевантности структуре капитала на вредност предузећа, до бројних алтернативних теорија које предвиђају различит утицај структуре капитала на вредност/перформансе предузећа. У раду ће бити приказани резултати досадашњих емпиријских истраживања, спроведених у различитим земљама, о утицају структуре капитала на перформансе предузећа. Најзначајнији резултати спроведене анализе литературе генерално упућују на позитивну везу између структуре капитала и перформанси предузећа, те да предузећа коришћењем дуга, односно већим учешћем дуга у структури капитала, могу допринети унапређењу својих перформанси. Ипак, поједина истраживања упућују на то да када учешће дуга у структури капитала постане релативно високо, даље повећање дуга може имати негативан утицај на перформансе предузећа.

**Кључне речи:** Структура капитала, теорије структуре капитала, перформансе, вредност предузећа.

## THE IMPACT OF CAPITAL STRUCTURE ON THE PERFORMANCE OF THE COMPANY

**Abstract:** Determining the optimal capital structure is one of the most complex, but also the most important decisions for any company, given that this decision greatly affects the financial performance, competitiveness and survival of the company. There are a number of theories that explain capital structure and its impact on firm performance, from the initial Modigliani-Miller theory of capital structure irrelevance to firm value, to a number of alternative theories that predict different capital structure impacts on firm value / performance. The paper will present the results of previous empirical research, conducted in different countries, on the impact of capital structure on company performance. The most significant results of the conducted literature analysis generally indicate a positive relationship between capital structure and company performance, and that companies can contribute to the improvement of their performance by using debt, through a higher share of debt in the capital structure. However, some research suggests that when the share of debt in the capital structure becomes relatively high, a further increase in debt may have a negative impact on corporate performance.

**Key words:** Capital structure, capital structure theories, performance, company value.

## 1. УВОД

Структура капитала и њен утицај на перформансе предузећа једно је од најважнијих али и најинтригантнијих питања, с обзиром на то да постоје различите теорије које објашњавају ову везу, али да су емпиријски налази спроведених студија различити и често контрадикторни. Од почетне, Модилјани-Милер (Modigliani-Miller, 1958) теорије о ирелевантности структуре капитала на вредност предузећа, која је убрзо и коригована, с обзиром на то да је била заснована на веома рестриктивним претпоставкама о савршеном тржишту капитала, које у реалности не постоји, развијен је читав низ алтернативних теорија, међу којима су најпознатије теорија компромиса, теорија хијерархијског редоследа и агенцијска теорија. Поред наведених, важно место у литератури заузимају и теорија сигнала као и теорија тржишног тајминга. Наведене теорије, за разлику од почетне Модилјани-Милер теорије о ирелевантности структуре капитала, истичу да структура капитала предузећа, на различите начине, може утицати на вредност односно перформансе предузећа.

У наставку ће бити дат преглед најзначајнијих теорија структуре капитала, основне претпоставке на којима се заснивају, те очекиван утицај структуре капитала на вредност/перформансе предузећа. Након прегледа најзначајнијих теорија структуре капитала, биће приказани резултати емпиријских истраживања о утицају структуре капитала на перформансе предузећа, спроведених у различитим земљама, на који начин је изражавана структура капитала, као и које мере су претежно примењиване за перформансе предузећа у наведеним истраживањима. На основу спроведене анализе литературе покушаће се извести генерални закључци о утицају структуре капитала на перформансе предузећа, као и да ли је могуће направити значајну дистинкцију када су у питању резултати истраживања добијени из земаља у развоју, од резултата истраживања спроведених у развијеним земљама.

Методологија истраживања заснива се на анализи досадашњих емпиријских студија, у којима је анализирана веза између структуре капитала и перформанси предузећа. Анализа ће бити усмерена на резултате добијене у различитим контекстима, односно биће приказани резултати емпиријских студија спроведених у развијеним, а нарочито ће фокус бити усмерен на резултате истраживања добијених из земаља у развоју.

## 2. ТЕОРИЈЕ СТРУКТУРЕ КАПИТАЛА

Једна од најпознатијих теорија структуре капитала свакако је она коју су развили Модилјани и Милер (Modigliani & Miller, 1958). Наведени аутори сматрали су да је тржишна вредност предузећа у потпуности независна од његове структуре капитала, те да је вредност предузећа детерминисана његовим средствима, а не односом дуга и капитала. Теорија је заснована на веома ригорозним претпоставкама, те тако порези и трансакциони трошкови не постоје, као ни банкротство предузећа, ни агенцијски трошкови, присутна је потпуна информисаност (не постоји информациона асиметричност), појединци и предузећа могу да позајмљују неограничене износе по истој каматној стопи и др. Ипак, у наредним годинама, аутори коригују почетне, ригорозне претпоставке о савршено конкурентном тржишту, те наводе да задуживањем предузећа остварују пореску предност, с обзиром на то да камате умањују основицу за опорезивање (Modigliani-Miller, 1963).

Иако је Модилјани-Милер теорија заснована на нереалном сету претпоставки, из којих произилазе и недостаци ове теорије, неоспоран је њен значај и утицај на развој бројних модерних теорија структуре капитала, те се може рећи да Модилјани-Милер теорија представља темељ за настанак савремених теорија структуре капитала, које се јављају као одговори на теорију ирелевантности структуре капитала, односно које настоје да кориговањем претпоставки о савршеном тржишту капитала докажу да структура капитала има утицај на вредност/перформансе предузећа. Управо је кориговање Модилјани-Милер теорије, укључивањем пореза на добит, представљао зачетак теорије компромиса.

Према теорији компромиса (trade-off theory) предузећа формирају оптималну структуру капитала, којом се максимизира вредност предузећа, прављењем компромиса између трошкова и бенефита дуга. Главна корист дуга јесте пружање „пореског штита“, а који се односи на то да предузеће може смањити пореско оптерећење смањењем опорезиве основе плаћањем камата, док се трошкови дуга односе на директне и индиректне трошкове банкротства, који се јављају због повећаног финансијског ризика. Према овој теорији, оптимална структура капитала је резултат изједначавања користи, које настају задуживањем предузећа (претежно пореске уштеде) и трошкова финансијских неприлика (Martinez et al., 2019).

Теорија компромиса указује на изложеност фирме банкроту и агенцијским трошковима у односу на пореске бенефиције повезане са употребом дуга (Chen & Chen, 2011). Осим трошкова банкрота, агенцијски трошкови (Jensen & Meckling, 1976) такође се узимају у обзир код модела компромиса. Џенсен и Меклинг (1976) објашњавају да је одвајање власништва и контроле разлог повећања агенцијских трошкова. Џенсен (1986) наводи да дуг може смањити агенцијске трошкове и тврди да већи дужнички капитал представља обавезу да се исплати више готовине. Један од трошкова стечаја је трошак ликвидације, који представља губитак вредности као резултат ликвидације нето имовине предузећа. Други трошак банкрота је трошак невоље, а то је трошак који фирма сноси ако заинтересоване стране верују да ће фирма престати са радом (Chen & Chen, 2011). Теорија компромиса препоручује да је оптимални ниво дуга тамо где је гранична корист дужничког финансирања

једнака његовом граничном трошку. Предузеће може постићи оптималну структуру капитала прилагођавањем нивоа дуга и капитала, балансирајући тако порески штит и трошкове финансијске невоље.

На основу налаза Доналдсона (Donaldson, 1961) да менаџмент преферира интерно финансирање у односу на екстерно, Мајерс и Мајлф (Myers & Majluf, 1984) развили су теорију хијерархијског редоследа (pecking order theory). Према овој теорији предузећа преферирају интерно финансирање у односу на дужнички капитал, те објашњава да предузећа прво користе интерне изворе финансирања, затим користе дуг, док се напослетку одлучују за емитовање акција. За разлику од теорије компромиса, теорија хијерархијског редоследа не бави се утврђивањем оптималне структуре капитала већ истиче да приликом компоновања структуре капитала предузећа уважавају посебан редослед по питању преференција различитих извора за финансирање свог пословања.

Мајерс и Мајлф (Myers & Majluf, 1984) наводе да постоји асиметрија информација између менаџера (insiders) и инвеститора (outsiders). Захваљујући асиметрији информација између предузећа и потенцијалних инвеститора, предузеће ће дати предност задржаној добити (као интерном извору финансирања) у односу на дуг, краткорочном дугу у односу на дугорочни дуг и дугу у односу на капитал (Chen & Chen, 2011). Мајерс (Myers, 1984) у свом раду истиче да предузећа преферирају интерно финансирање, док уколико је екстерно финансирање неопходно, предузећа се прво одлучују за најсигурнију опцију, односно почињу са дугом, затим се евентуално одлучују за хибридне хартије од вредности, као што су конвертибилне обвезнице, те капитал, као крајње средство којем прибегавају. Теорија хијерархије стоји на становишту да боље информисани менаџери због високих трошкова информационе асиметрије и трансакционих трошкова привлачења капитала избегавају емисију акција. Сходно томе предузеће ће за финансирање својих пројеката у почетку користити сопствене ресурсе, нераспоређени добитак и амортизацију, односно интерни капитал, затим чисте дугове, ризичне дугове и само у крајњем случају, емисију акција (Тодоровић, 2011, стр. 279). Теорија хијерархије истиче да се предузећа више задужују када интерно генерисана средства нису довољна да задовоље инвестиционе потребе (Shyam-Sunder & Myers, 1999). Као што је претходно наведено, према овој теорији не постоји добро дефинисан, циљани микс дуг/капитал, због тога што постоје две врсте капитала, интерни и екстерни, један који је на врху хијерархијског редоследа и један на дну, те радио дуга сваког предузећа рефлектује његове кумулативне захтеве за екстерним финансирањем (Myers, 1984).

Теорија агенцијских трошкова наводи да постоје циљни сукоби међу менаџерима, акционарима и кредиторима, те да оптимална структура капитала, којом се максимизира вредности предузећа, јесте она која минимизира сукобе интереса између различитих стејкхолдера (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986; Hart & Moore, 1994). Џенсен и Меклинг (Jensen & Meckling, 1976) наводе да постоје две врсте агенцијских трошкова. Агенцијски трошак капитала, који је узрокован сукобом између акционара и менаџера, и агенцијски трошак дуга, који је узрокован сукобом власника дуга и власника капитала.

Према теорији агенцијских трошкова, интереси менаџера компаније и њених акционара нису савршено усклађени. Раздвајањем власништва и контроле у предузећима са професионалним менаџментом, настаје један извор агенцијских конфликта (Berger & Emilia Bonaccorsi di Patti, 2006) односно сукоб између менаџера и акционара, при чему менаџери теже остваривању личних циљева и максимизирању властите корисности, а не максимизирању вредности предузећа. Џенсен (Jensen, 1986) тврди да употреба дуга може ублажити агенцијске трошкове који произилазе из сукоба интереса између менаџера и акционара. Као такав, у складу са теоријом компромиса, дуг има ту додатну корист: смањење агенцијских трошкова између менаџера и власника капитала (Alves et al., 2015). Џенсен (Jensen, 1986) је тврдио да су менаџери са великим дугом под притиском да улажу у профитабилне пројекте како би створили новчани ток за плаћање камата. Стога се високи коефицијенти дуга могу користити као дисциплински уређај како би се повећала обазривост менаџера приликом управљања новчаним токовима кроз претњу ликвидацијом (Grossman & Hart, 1982). На пример, са вишком слободног новчаног тока, менаџери имају могућности да улажу у непрофитне пројекте, којим би остварили неке личне циљеве. Стога, смањењем агенцијских трошкова који се односе на менаџере и акционаре, дуг може имати позитиван ефекат на вредност предузећа.

Ипак, иако дуг представља ефикасно средство за смањење сукоба акционара и менаџера, он повећава сукоб акционара и кредитора (Myers, 1977). Када предузећа имају високо учешће дуга, кредитори ће захтевати веће каматне стопе како би надокнадили већи ризик од неизвршења обавеза, што може довести до настанка проблема „недовољне инвестиције“ или „прекомерног дуга“ (Myers, 1977). У овом случају, дуг ће негативно утицати на вредност предузећа. Џенсен и Меклинг наводе да се оптимална структура капитала може постићи прављењем компромиса између агенцијских трошкова дуга у односу на корист дуга (Harris & Raviv, 1991, p. 301).

### **3. ВЕЗА ИЗМЕЂУ СТРУКТУРЕ КАПИТАЛА И ПЕРФОРМАНСИ ПРЕДУЗЕЋА – РЕЗУЛТАТИ ЕМПИРИЈСКИХ ИСТРАЖИВАЊА**

Резултати емпиријских истраживања о односу структуре капитала и перформанси предузећа често упућују на контрадикторне закључке, што оправдава даља истраживања о наведеном односу. Највећи број истраживања спроведен је у развијеним земљама, у којима су тржишта капитала добро развијена. Ипак, приметан је пораст емпиријских истраживања спроведених у земљама у развоју, у којима су тржишта капитала релативно слабо развијена, те је посебно интересантно сагледати резултате ових истраживања и проверити да ли се

традиционалне теорије структуре капитала, које су настале у развијеним земљама могу примењивати и у контексту земаља у развоју.

Иако се под структуром капитала углавном подразумевају дугорочни извори финансирања (сопствени капитал и дугорочни дуг) у највећем броју емпиријских истраживања структура капитала се, поред показатеља дугорочни дуг/укупна актива, изражава и показатељима краткорочни дуг/укупна актива и укупан дуг/укупна актива, што је веома значајно, с обзиром да поједина предузећа у структури капитала имају веома ниско учешће дугорочног дуга, те коришћење показатеља који укључује само дугорочни дуг не би пружило реалну слику о задужености ових предузећа.

Када су у питању мере перформансе (учинка) предузећа, у истраживањима се користе бројне, како рачуноводствене, тако и тржишне мере перформансе. Када су у питању рачуноводствене мере перформансе, ROA (return on assets - принос на имовину) се сматра најкориснијом мером за тестирање учинка предузећа, на шта упућује то што овај показатељ можемо срести у највећем броју истраживања. Поред ROA, веома коришћена рачуноводствена мера перформансе јесте ROE (return on equity - принос на капитал). Тржишне мере перформансе се релативно ређе користе у односу на рачуноводствене, а међу њима, у истраживањима најчешће се користе EPS (earning per share - зарада по акцији) и Tobin's Q, који комбинује тржишну вредност са рачуноводственом вредношћу. Зеитун и Тиан (Zeitun & Tian, 2014) истичу да поред циља предузећа, који може утицати на његов избор мера учинка, на корисност изабраних мера перформанси може утицати и развој берзе и тржишта капитала, те истичу да уколико берза није високо развијена и активна, мере тржишног учинка неће пружити добар резултат. Наведено је и разлог због чега се у највећем броју студија спроведених у земљама у развоју претежно примењују рачуноводствене мере перформанси.

Саеди и Махмуди (Saeedi & Mahmoodi, 2011) анализирали су на узорку од 320 компанија које су се котирале на Техеранској берзи током периода 2002–2009. године, однос између структуре капитала и учинка предузећа. У истраживању су се користиле три мере структуре капитала: показатељи дугорочног дуга, краткорочног дуга и укупног дуга, док је учинак компанија изражаван кроз четири мере учинка: ROA (return on assets - принос на имовину), ROE (return on equity - принос на капитал), EPS (earning per share - зарада по акцији) и Tobin's Q. Аутори нису дошли до једнозначних резултата када је у питању веза између структуре капитала и учинка компанија, с обзиром на то да је код појединих мера учинка идентификован позитиван утицај структуре капитала, односно перформансе предузећа, које се мере EPS-ом и Тобиновим Q-ом, значајно и позитивно су повезане са структуром капитала, док је веза између структуре капитала и ROA негативна. Између показатеља ROE и структуре капитала није идентификована значајна веза.

Зеитун и Тиан (Zeitun & Tian, 2014) истраживали су ефекат који је структура капитала имала на перформансе предузећа користећи панел узорак података који представља 167 јорданских компанија током 1989-2003. године. У истраживању су коришћене различите мере корпоративних перформанси, тржишне и рачуноводствене. Када су у питању рачуноводствене мере учинка, коришћене су ROA (return on assets - повраћај имовине), ROE (return on equity - повраћај капитала) и PROF (earnings before interest and tax plus depreciation to total assets - зарада пре камата и пореза плус амортизација на укупну имовину), док су за мерење тржишних перформанси компанија коришћени показатељи Tobin's Q (тржишна вредност капитала плус књиговодствена вредност дуга према књиговодственој вредности имовине), MBVR (market value of equity to the book value of equity - тржишна вредност капитала према књиговодственој вредности капитала), P/E (price per share to the earnings per share - цена по акцији/зараде по акцији) и MBVE (market value of equity and book value of liabilities divided by book value of equity - тржишна вредност капитала и књиговодствена вредност обавеза подељена са књиговодственом вредношћу сопственог капитала. За изражавање структуре капитала коришћене су четири варијабле: укупан дуг према укупној активи (TDTA - total debt to total assets), дугорочни дуг према укупној активи (LTDTA= long-term debt to total assets), укупан дуг према укупном капиталу (TDTE= total debt to total equity) и краткорочни дуг према укупној активи (STDTA=short-term debt to total assets). Резултати истраживања су показали да је структура капитала предузећа имала значајно негативан утицај на мере учинка предузећа, како у рачуноводственим, тако и у тржишним мерама. Аутори су открили и да ниво краткорочног дуга према укупној активи (STDTA) има позитиван и значајан утицај на меру тржишног учинка (Tobin's Q), те истичу да би наведено могло донекле да подржи Мајерсов аргумент (Myers, 1977) да предузећа са високим краткорочним дугом према укупној активи имају високу стопу раста и високе перформансе.

Окиро и сарадници (Okiro et al., 2015) анализирали су везу између структуре капитала и перформанси предузећа, на узорку од 56 компанија (компаније из Кеније, Танзаније, Уганде и Руанде) које су биле листиране на Источноафричкој берзи хартија од вредности, у периоду од 2009-2013. године. Резултати указују да постоји значајна позитивна веза између структуре капитала и учинка предузећа мерено показатељем ROA.

Саед и Бадар (Saeed & Badar, 2013) су анализом података о предузећима из прехранбеног сектора у Пакистану, која су котирана на берзи у Карачију (за период 2007-2011), идентификовали значајан позитиван утицај дугорочних дугова на перформансе предузећа (ROA) и значајан негативан утицај краткорочних дугова на перформансе предузећа. Аутори наводе да се предузећа која користе велике износе краткорочних дугова суочавају са негативним трендом учинка, јер су они скупљи у поређењу са дугорочним дуговима, што проузрокује негативан утицај на перформансе предузећа.

Шеик и Ванг (Sheikh & Wang, 2013) су такође анализирали предузећа из Пакистана, која су била котирана на берзи у Карачију, током 2004-2009. године. Наведени аутори су идентификовали негативну везу између свих мера структуре капитала (рацио укупног дуга, дугорочног и краткорочног дуга) и приноса на имовину (ROA),

за разлику од Саед и Бадар (Saeed & Badar, 2013), који су утврдили позитиван везу између дугорочних дугова и ROA показатеља.

Пратипкент (Pratheerkanth, 2011) је анализирао утицај структуре капитала на финансијске перформансе компанија из Шри Ланке, котираних на Коломбо берзи, у периоду 2005-2009. године. Резултати истраживања упућују на негативну везу између структуре капитала и финансијских перформанси анализираних предузећа.

Салим и Јадав (Salim & Yadav, 2012) на узорку од 237 компанија, котираних на берзи у Малезији, истраживали су везу између структуре капитала и учинка предузећа, у периоду 1995-2011. године, користећи различите мере структуре капитала (краткорочни, дугорочни и укупан дуг према укупној активи) и учинка (ROA, ROE, EPS и Tobin Q). Резултати истраживања показују да учинак фирме, који се мери приносом на имовину (ROA), приносом на капитал (ROE) и зарадом по акцији (EPS), има негативну везу са краткорочним дугом (STD), дугорочним дугом (LTD) и укупним дуга (TD), као независним променљивама. Показатељ Tobin's Q и структура капитала, мерено краткорочним и дугорочним дугом, показују значајну позитивну везу, док када се посматра укупан дуг, идентификована је значајна негативна веза са учинком предузећа.

Резултати истраживања спроведених у развијеним земљама углавном показују позитивну везу између структуре капитала и перформанси предузећа. Гил и сарадници (Gill et al., 2011) утврдили су на узорку од 272 предузећа из САД-а, листираних на Њујоршкој берзи (период 2005-2007) значајну позитивну везу између структуре капитала, изражене кроз укупан дуг/укупну активу, краткорочни дуг/укупна актива и дугорочни дуг/укупна актива и профитабилности предузећа, користећи ROE. Абор (Abor, 2005) је пронашао значајну позитивну везу између структуре капитала, мерено рациом краткорочни дуг/укупна актива и рациом укупан дуг/укупна актива и показатеља ROE, док је између рация дугорочни дуг/укупна актива и показатеља ROE идентификована негативна веза.

Резултати појединих студија указују на нелинеарну везу између структуре капитала и перформанси предузећа, те тако структура капитала показује различит утицај на перформансе предузећа, у зависности од нивоа задужености предузећа. Лин и Чанг (Lin & Chang, 2009) истраживали су везу између структуре капитала и перформанси предузећа на узорку од 196 предузећа на Тајвану, у периоду 1993-2005. године, те су утврдили да када је рацио дуга на релативно нижем нивоу, повећање рация дуга доводи до значајнијег повећања Tobin's Q-а, у односу на повећање овог показатеља, које је знатно мање, када је рацио дуга на вишем нивоу, док, када је рацио дуга виши од 33,33% не постоји веза између структуре капитала и вредности предузећа, мерено Tobin's Q-ом. Аутори истичу да су добијени резултати у складу са теоријом компромиса, која сугерише да постоји статички износ дуга који подстиче менаџере да пронађу „оптималну структуру капитала“ која максимизира вредност предузећа, када су користи од дуга једнаке маргиналног трошку дуга, те да тај рацио треба да буде мањи од утврђене граничне вредности (33,33%) након које вредност предузећа престаје да се повећава. Такође, Ле и Фан (Le & Phan, 2017) су на узорку предузећа из Вијетнама (период 2007-2012. година) утврдили нелинеарну везу између структуре капитала и перформанси предузећа, у случају када је структура капитала мерена укупним и краткорочним дугом, а перформанса предузећа мерена показатељем ROE, те аутори наводе да, на нижим нивоима, рацио дуга позитивно утичу на ROE, док се на високом нивоу овог показатеља, веза мења из позитивне у негативну.

#### 4. ЗАКЉУЧАК

Резултати истраживања спроведених у развијеним земљама углавном упућују на позитивну везу између структуре капитала и перформанси предузећа. У раду је акценат стављен на анализу емпиријских истраживања из земаља у развоју, како би се прегледом добијених резултата утврдило да ли традиционалне теорије структуре капитала, настале у развијеним земљама, са развијеним тржиштима капитала, дају очекиване резултате и када се примене у другим контекстима. Резултати истраживања о утицају структуре капитала на перформансе предузећа у земљама у развоју нису једнозначни. Ипак, у већини студија, за разлику од резултата истраживања из развијених земаља, утврђена је негативна веза између структуре капитала и перформанси предузећа, мерено различитим показатељима. Утврђени резултати могу упућивати да потцењивањем директних и индиректних трошкова стечаја, предузећа могу настојати да у структури капитала имају више дуга него што би требало. Такође предузећа у земљама у развоју углавном имају ниско учешће дугорочних дугова у структури капитала, у односу на краткорочне дугове, који су релативно скупљи извор финансирања пословања, што повећава ризик од рефинансирања, али и ограничава могућности дугорочног инвестирања. Иако учешће дуга у структури капитала доноси различите бенефите предузећу, резултати истраживања упућују на то да када је учешће дуга на веома високом нивоу ефекат на перформансе предузећа може се променити из позитивног у негативан, што може угрозити конкурентност и опстанак предузећа на тржишту.

#### РЕФЕРЕНЦЕ

Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. *The journal of risk finance*, 6(5), 438-445.

- Alves, P., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2015). Board of directors' composition and capital structure. *Research in International Business and Finance*, 35, 1-32.
- Berger, A. N., & Udell, E. B. (2006). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, 30(4), 1065-1102.
- Chen, L. J., & Chen, S. Y. (2011). How the pecking-order theory explain capital structure. *Journal of International Management Studies*, 6(3), 92-100.
- Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity*. Harvard University, Boston.
- Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2011). The effect of capital structure on profitability: Evidence from the United States. *International Journal of Management*, 28(4), 3-15.
- Grossman, S. J., and O. Hart, 1982. *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*, in J. McCall, ed.: *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, Chicago.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Hart, O., & Moore, J. (1994). A theory of debt based on the inalienability of human capital. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 841-879.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- 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.
- Le, T. P. V., & Phan, T. B. N. (2017). Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. *Research in international business and finance*, 42, 710-726.
- Lin, F. L., & Chang, T. (2011). Does debt affect firm value in Taiwan? A panel threshold regression analysis. *Applied Economics*, 43(1), 117-128.
- Martinez, L. B., Scherger, V., & Guercio, M. B. (2019). SMEs capital structure: trade-off or pecking order theory: a systematic review. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 26(1), 105-132.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S. C. (1984). Capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Okiro, K. O., Aduda, J., & Omoro, N. (2015). The effect of corporate governance and capital structure on performance of firms listed at the east african community securities exchange. *European Scientific Journal*, 11(7), 517-546.
- Pratheepkanth, P. (2011). Capital structure and financial performance: evidence from selected business companies in Colombo stock exchange Sri Lanka. *Researchers World*, 2(2), 171-180.
- Saeed, R. B. A., & Badar, R. (2013). Impact of capital structure on performance empirical evidence from sugar sector of Pakistan. *European Journal of Business and Management*, 5(5), 78-86.
- Saeedi, A., & Mahmoodi, I. (2011). Capital structure and firm performance: Evidence from Iranian companies. *International Research Journal of Finance and Economics*, 70, 20-29.
- Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65, 156-166.
- Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2013). The impact of capital structure on performance. *International Journal of commerce and Management*, 23(4), 354-368.
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of financial economics*, 51(2), 219-244.
- Todorović, M. (2011). Psychology and financial management: Behavioral corporate finance. *Ekonomika preduzeća*, 59(5-6), 275-287.
- Zeitun, R., & Tian, G. G. (2014). Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 1(4), 40-61.