



**XXIV Интернационални научни симпозијум
Стратегијски менаџмент и системи подршке одлучивању у
стратегичком менаџменту**

17. мај 2019, Суботица, Република Србија

Слободан Марић

Економски факултет у Суботици
Универзитет у Новом Саду
Суботица, Република Србија

Озрен Узелац

Економски факултет у Суботици
Универзитет у Новом Саду
Суботица, Република Србија

Маја Стругар Јелача

Економски факултет у Суботици
Универзитет у Новом Саду
Суботица, Република Србија

СТРУКТУРА ВЛАСНИШТВА КАО МЕРА КОРПОРАТИВНЕ ПЕРФОРМАНСЕ

Апстракт: Привредна транзиција није једнодимензионалан процес него подразумева власничку, структурну и трансформацију управљања. Актуелне околности привреде Републике Србије можемо назвати пост – транзиционим, за чега је заслужна у највећој мери власничка трансформација. Претходно поменути процес представља основ формирања корпоративног сектора у оквиру кога се испољавају све најважније детерминанте професионалног менаџмента, будући да тржиште капитала представља највећу дистанцу између власништва и управљања. Структура власништва корпорација детерминише природу односа менаџера и акционара што се у коначној истанци манифестује у форми принципал – принципал или принципал – агент ситуације.

У раду биће анализирана природа структуре власништва корпорација, по једној од уобичајене три димензије (концентрација власништва), у односу на корпоративну перформансу. Корпоративна перформанса биће изражена помоћу Тобин'с Q показатеља. Структуру власништва корпорација представимо помоћу две групе показатеља. Прву групу чине показатељи процентуалног учешћа одређеног броја највећих акционара и то у виду мера Топ_1, Топ_2, Топ_3 и Топ_5. Други приступ у анализи структуре власништва укључује показатеље групе Г1 (widely held) која представља корпорације са дисперзованим власништвом, Г2 корпорације са великим акционарима и Г3 (ultimate owner) корпорације са већинским власништвом.

У случајном узорку биће одабране корпорације које имају листинг на Београдској берзи, док ће се на нивоу параметарских статистичких поступака користити методе за анализу повезаности наведених варијабли и идентификовање разлика између група формираних на бази горе наведеног критеријумског обележја.

Основни циљ рада је дефинисање структуре власништва корпорација која има директне последице на менаџмент и перформансу корпорација. Корпоративна перформанса изражена у раду помоћу тржишне капитализације одређује будућност пословања кроз обим будућих инвестиција.

Кључне речи: структура власништва, корпоративни менаџмент, перформанса, Србија

OWNERSHIP STRUCTURE AS A MEASURE OF CORPORATE PERFORMANCE

Abstract: Economic transition is not a one-dimensional process but implies ownership, structural and management transformation. We can call the current circumstances of the economy of the Republic of Serbia post - transitional, for which the ownership transformation is largely due. The aforementioned process is the basis for the formation of a corporate sector in which all the most important determinants of professional management are expressed, since the

capital market represents the greatest distance between ownership and management. The structure of corporate ownership determines the nature of the relationship between managers and shareholders, which in the final stance manifests in the form of principal - principal or principal - agent of the situation.

The paper will analyze the nature of the ownership structure of corporations, according to one of the usual three dimensions (concentration of ownership), in relation to the corporate performance. The corporate performance will be expressed using the Tobin's Q indicators. The structure of ownership of the corporation will be presented using two sets of indicators. The first group consists of indicators of percentage participation of a number of major shareholders in the form of Top_1, Top_2, Top_3 and Top_5. Another approach to property ownership analysis includes G1 (widely held) indicators that represent dispersed -owned corporations, G2 corporations with large shareholders, and G3 (ultimate owner) majority-owned corporations.

In the random sample will be selected corporations that have a listing on the Belgrade Stock Exchange, while at the level of parametric statistical procedures, methods will be used for analyzing the correlation between the listed variables and identifying the differences between the groups formed on the basis of the above mentioned criterion.

The main objective of the paper is to define the ownership structure of a corporation that has direct implications for the management and performance of corporations. Corporate performance expressed through market capitalization determines the future of operations through the scope of future investments.

Key words: ownershipstructure, corporate management, performance, Serbia

Скупштине акционара представљају церемоније у којима се баналност такмичи са ирелевантношћу!

J. K. Galbraith, 1972

УВОД

Формирање корпоративног сектора у Републици Србији отпочело је са процесом приватизације, и првих форми трансформације друштвене својине, а различити модели овог процеса одредили су структуру власништва корпоративног сектора. Други модел приватизације, спроведен 1997. год. подразумевао је бесплатну поделу акција што је у корпоративном сектору формирало принципал – агент ситуацију, односно створиле су се околности у којима велики број малих акционара није имао адекватан механизам утицаја тако ни остваривање права на одлучивање. У условима велике дисперзије власништва (widely held) професионални менаџмент користи доминанту позицију у поменути односима, остварујући личне интересе и занемарујући интересе акционара, што доводи до тога да власништво постаје маргинализовано у пословању корпорација што представља један од парадокса у функционисању корпоративне форме привредних друштава јер оставља значајне последице на остваривање права приноса на акцијски капитал, односно дивиденду. Уважавајући претходну ситуацију примењује се трећи модел приватизације 2001. год. где се већински пакет продаје стратешком инвеститору и тако решава ситуација у којој менаџери имају доминацију али се формирају нове околности значајног присуства великих или већинских акционара (ultimate owner), што доводи мањинске акционаре у идентичну ситуацију као у претходном случају. Ове прилике отварају дилему како регулисати понашање великих акционара да би се заштитили интереси великог броја малих акционара а да се не закорачи у првобитни проблем (Becht, et al., 2003). Овакве и сличне околности имају значајне последице на обезбеђивање нових извора финансирања и на тржишну капитализацију, јер низак ниво власничких права не привлачи инвеститоре и будућа улагања у ове корпорације. Овакве парадоксалне ситуације посебно су изражене у, сада већ, пост – транзиционим земљама због слабе развијености правног и институционалног оквира који регулише функционисање тржишта капитала и корпоративног сектора.

Оно што прво узимамо за корпорације јесте највиши ниво професионализације менаџмента засноване на основном критеријуму дистинкције власништва и менаџмента што је код ове форме привредног друштва најизраженије. Поменуто раздвојеност власништва и менаџмента у овом случају представља веома сложен, како институционални тако и ван институционални механизам тржишта капитала. У исто време, без обзира на претходну ситуацију раздвојености поменуте две категорије присутна је и значајна повезаност, будући да природа власништва остварује директни утицај на корпоративни менаџмент. Тако власничка структура, односно степен концентрације власништва доводи се у директну везу са пословним резултатом корпорације, будући да структура/концентрација власништва представља директни механизам корпоративног менаџмента.

Уважавајући све претходно увек је актуелно питање, без обзира из којег времена долази, ко контролише модерне корпорације, акционари или менаџери (Berle and Means, 1932)? У последњим деценијама све се више гомилају докази о томе како у модерним корпорацијама моћ прелази са власника на менаџере, док моћ акционара очигледно све више слаби. Само мали део укупне вредности акција појављује се на скупштинама акционара, тим церемонијама у којима се баналност такмичи са ирелевантношћу (Galbraith, 1972). Посматрајући из садашње перспективе, мора се признати, да се десио значајан и можда на дужи рок, како не би рекли трајан, прелаз моћи са власника капитала на менаџере. Утицај ове моћи може се посматрати и изван данашњих корпорација, а тада мислимо о утицају на целокупно друштво. Да би што скорије избегли сензационализам претходних навода и врло приземно објаснили поменуте трендове, довољно је рећи да је само

реч о наставку преласка моћи са једног фактора производње на други. Будући да је моћ некада подразумевала власништво над земљом, која је након пет векова изгубила примат као стратегијски фактор производње, извор моћи и друштвеног положаја.

Основни мотив кретања моћи са једног фактора производње на други је критеријум реткости. Тако моћ одлази оном фактору производње до којег се најтеже долази или којег је немогуће или најтеже супституисати. Овакве трендове намеће достигнути ниво технолошког развоја, степен акумулираног знања у виду технологије који помера моћ са једног фактора производње на други и тако одређује који ће бити доминантан. Овај пут је природан и представља један логичан процес у оквиру цивилизацијског развоја. Тако данашња технологија поставља нове захтеве пред моћне корпорације, како би обезбедиле одрживи развој, а то је располагање високо специјализованом радном снагом а пре свега добро организованом. Овај захтев је значајно изван контроле модерних корпорација што не важи када је у питању капитал као фактор производње, будући да су захваљујући управо капиталу корпорације данас достигле границе моћи које поседују а пре свега значајну независност. Тако данас високо специјализована радна снага представља фактор производње за корпорацију који обезбеђује у екстерном окружењу, а што пре свега значи да није независна и не може сама стварати. Тако поседовање капитала од стране корпорација у данашњим условима пословања, не значи гаранцију и сигурност у обезбеђивању високо специјализоване радне снаге, што представља довољан разлог да се критеријум реткости везује за људски фактор а самим тим и основни извор моћи модерних корпорација.

На основу претходних ставова лако је спознати да је реч о новом процесу преласка моћи са једног фактора производње на други, у овом случају са капитала на организационо знање, јер у фокусу није појединац којег би стручно назвали корпоративни предузетник. Интерни или корпоративни предузетник је у актуелним околностима изгубио супериорност која га је карактерисала у време његове доминације. Те способности данас немају вредност. Оно што захтева промене јесте човек који је постао радник знања, носилац вредности највећег дела имовине предузећа у виду интелектуалног капитала, високообразовани појединац, специјалиста или експерт (Стојановић и Марић, 2018). Овде је реч о томе да је моћ заправо прешла на сасвим нови фактор производње, а то је добро организована група појединаца која поседује специјалистичка знања из различитих области, која удружена и добро организована чине основу корпоративне перформансе. Суштина се огледа у томе да је потребан онај ниво знања који ће удовољити актуелним технолошким захтевима, а то никако није знање које поседује или може поседовати појединац, то је организационо, удружено и добро организовано знање мноштва појединаца. Овај процес присутан је читав последњи век, док је у актуелним околностима достигао врхунац, и као фактор производње чини извор одрживе конкурентности. У контексту овог истраживачког рада, као сегмент организационог знања подразумева се менаџмент знање што представља нови извор моћи корпорација занемарујући власничку структуру и степен концентрације власништва.

Циљ овог рада је процена релативног утицаја власничке структуре, посматране кроз димензију концентрације власништва, на успешност корпоративног менаџмента израженог кроз перформансу корпорације. У складу са тим постављамо следеће истраживачко питање:

RQ: У којој мери степен концентрације власништва детерминише корпоративну перформансу?

Преостала садржина рада организована је у оквиру следеће структуре: у следећем делу рада анализира се релевантна литература из дефинисаног истраживачког подручја у циљу дефинисања истраживачких хипотеза. Затим следи део који представља начин селекције узорка, прикупљања података и одабраних метода истраживања. Анализа резултата истраживања и коментари истих налазе се у наредном делу, пре извођења коначних закључака рада у сврху реализације основних истраживачких аспирација.

1. ТЕОРИЈСКЕ ОСНОВЕ РАДА – КОНЦЕНТРАЦИЈА ВЛАСНИШТВА КАО КОНТРОЛНИ МЕХАНИЗАМ КОРПОРАТИВНЕ ПЕРФОРМАНСЕ

Чињенице, да у значајном делу литературе из подручја истраживања овога рада, постоји мноштво супротстављених ставова и резултата истраживања, даје простор и оправдава нова истраживања на тему утицаја концентрације власништва на корпоративну перформансу. Привредна транзиција ка тржишној економији апсолутно је непотпуна без процеса власничке трансформације (Barberis et al., 1996, Shleifer and Vishny, 1996). Међутим ово није само питање форме, јер тржишна економија неће функционисати без релевантних институција и интелектуалног капитала, односно потпуније речено развој тржишта капитала, развој институционалне и правне инфраструктуре као и раст интелектуалног капитала су потребни услови који ће тржишну економију учинити ефикаснијом (Stiglitz, 1999). Говорити о привредној трансформацији а не поменути супериоран транзициони модел кинеске привреде под називом „dual – track“ приступ, који је подразумевао, фазни или постепени процес као основну стратегију реформе државног власништва (Kang and Kim 2012), није универзално примењив у свим бившим социјалистичким земљама због значајних специфичности поменутих привредних система.

Shleifer и Vishnu (1986) истичу позитиван утицај концентрације власништва на резултат корпорације, што се искључиво заснива на уштрб интереса малих од стране великих и већинских акционара, ствари су Holderghess и Sheehan (1988), Barclay и Holderghess (1989), Shleifer и Vishnu (1997) што директно отежава финансирање односно емитовање нових акција. Уколико у корпорацији постоје овакве околности тада се последице манифестују и на кратак рок у виду угрожене ликвидности, што у сваком случају не заобилази успех менаџмента који је најиндикативнији кроз тржишну капитализацију (Holmstrom and Tirole, 1993). Међутим, веома респектабилни аутори када је у питању ово подручје истраживања, Demsetz и Lehn (1985) не потврђују везу између концентрације власништва и профита, док McConnell и Servaes (1990) указују да не постоји повезаност између индекса тржишне капитализације и трошкова имовине. Тако Holderghes (2003) изводи генерално становиште у којем истиче да не постоји опште присутан позитиван или негативан утицај концентрације власништва на тржишну капитализацију.

У посматрању утицаја концентрације власништва на корпоративну перформансу из угла динамичке перспективе и националних услова пословања и степена развијености националне економије, аутори Nguен, Locke, и Reddy, K. (2015) истичу да постоји јача повезаност степена концентрације власништва у мање развијеним земљама него што је то присутно у земљама већег степена развоја, објашњавајући ову ситуацију на начин да механизам корпоративног менаџмента може да надомести слабости националног управљања. *Аутори рада прихватају чињенични део претходних резултата истраживања који истиче јачу повезаност концентрације власништва и корпоративне перформансе у мање развијеним земљама у односу на земље вишег степена развоја али се не слажу са понуђеним образложењем ових резултата. Наиме, аутори рада (Марић, Узелац, Стругар Јелача) прихватају постојање разлике у јачини повезаности посматраних појава али као образложење наводе да је у мање развијеним земљама моћ сконцентрисана на капиталу као фактору производње услед чега и значајан део резултата пословања корпорација произилази из контроле над капиталом, у овом случају акционарским. Док код земаља већег степена развоја где је присутан нижи степен повезаности контроле над капиталом и резултата корпорација последица је преласка моћи са капитала на нови фактор производње, организационо знање, како је то у уводном делу рада експлицитно представљено. У наводима претходних аутора динамичка перспектива се тумачи на начин да садашња менаџмент структура и перформанса детерминисане су перформансом из прошлости (Wintoki, Linck и Netter, 2012).*

Супротне резултате истраживања проналазимо код аутора Li, Lu, Mittoo, и Zhang (2015), који истичу да нижи ниво концентрације власништва истовремено значи већу независност корпоративног менаџмента и већи ниво корпоративне перформансе. Овакви резултати могу се образложити већим степеном развијености корпоративног сектора у смислу целине као корпоративне културе која влада у привреди која је била предмет истраживања. Овде је потребно истаћи да се корпоративна перформанса разликује у зависности од природе власништва, где позитивни резултати иду у прилог приватног у односу на јавно.

Постоје актуелни резултати истраживања попут аутора Kumar и Zattoni (2013), Filatotchev, Jackson и Nakajima (2013) поред осталих, који се позивају на истраживање и постојање интеракције утицаја нивоа привредне развијености земље и организационих варијабли у студијама о корпоративном менаџменту. Тако Wang и Shailer (2015) истичу потребу за будућим корпоративним истраживањима на релацији структура власништва – корпоративна перформанса у земљама у развоју, што потврђују резултатима сопствених истраживања да је ова тема у наведеним оквирима још увек контраверзно питање. Овај закључак није последица не слагања теоријских ставова него и супротстављених резултата емпиријских истраживања.

Контролна варијабла

Обележје које је укључено у анализу истраживања као контролна варијабла је величина корпорације будући да овај критеријум директно детерминише конкурентност. Величина корпорације мерена је вредношћу имовине односно величина активе биланса стања. Од великих корпорација очекује се већи ниво профитабилности захваљујући економији обима, као и све друге предности које произилазе из економске моћи корпорације а пре свега поседовање значајног капацитета за апсорбовање пословног ризика. Већи ниво корпоративне конкурентности утиче на већи ниво тржишне капитализације што директно опредељује будуће пословање кроз успешније привлачење нових инвеститора.

2. МЕТОДОЛОГИЈА

2.1 УЗОРАК И ПОДАЦИ

Узорак чини 150 корпорација (акционарска друштва) одабраних по дефинисаном критеријуму случајности које имају листинг на Београдској берзи. Подаци за потребе истраживања прикупљени су из три извора. Подаци о вредности тржишне капитализације акцијског капитала Београдска берза (<https://www.belex.rs> - приступано март 2019), подаци о структури власништва акцијског капитала Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности (<http://www.crhov.rs/> - приступано март 2019), подаци о укупној вредности имовине корпорација, финансијски извештаји - биланс стања последњи доступан, Агенција за привредне регистре (<http://www.apr.gov.rs/> - приступано март 2019).

2.2 ВАРИЈАБЛЕ И КВАНТИТАТИВНИ ПОСТУПЦИ

У избору мера структуре/концентрације власништва, прегледом литературе из подручја истраживања, преовладава приступ аутора Demsetz и Lehn (1985), који груписање акционара у виду највећих 5 или највећих 20 акционара као % власничког удела у укупном акцијском капиталу и АН као Herfindahl Index концентрације власништва који се рачуна као сума квадрата процента акција контролираних од сваког појединачног акционара. Као учестала мера концентрације власништва користи се и издвајање већинских акционара (ultimate owner), (Holderghess and Sheehan, 1988) или препознавање као мере процентуално учешће највећег акционара (Claessens et al., 2002). Док као засебну меру у виду процентуалног учешћа највећих пет акционара посебно истичу Prowse (1992), Hovey, Li и Naughton (2003). Оно што је битно истаћи приликом селекције адекватних мера концентрације власништва, поготово када су у питању мере засноване на групама највећих акционара, тада је потребно обратити пажњу да ли постоји већински власник. У таквим ситуацијама где имамо присуство већинског власника, приликом спровођења одређених истраживања и дефинисања утицаја структуре власништва на менаџмент корпорација и корпоративну перформансу, његов утицај је далеко битнији него утицај заснован на мерама одређене групе акционара. Док мерење утицаја групе значајно је искључиво у ситуацијама када имамо неколико великих акционара који могу остварити контролу над корпорацијом. Из претходно наведених разлога аутори рада се опредељују за анализу утицаја концентрације власништва засновану на оба приступа.

Табела 1. Преглед варијабли укључених у истраживање

Варијабле	Дефинисање
Tobin's Q	мера корпоративне перформансе – коефицијент тржишне капитализације: вредност тржишне капитализације акцијског капитала/књиговодствена вредност укупне имовине
Top_1	% учешће у укупној емисији највећег акционара са правом гласа
Top_2	% учешће у укупној емисији два највећа акционара са правом гласа
Top_3	% учешће у укупној емисији три највећа акционара са правом гласа
Top_5	% учешће у укупној емисији пет највећих акционара са правом гласа
ComSize	Величина корпорације мерена укупном имовином
Group 1	Група корпорација са малим акционарима или дисперзованим власништвом (widely held) где учешће највећег акционара не прелази 20% акција са правом гласа
Group 2	Група корпорација са великим акционаром где учешће највећег акционара прелази 20% акција са правом гласа а мање је од 50%
Group 3	Група корпорација са већинским акционаром (ultimate owner) где учешће највећег акционара прелази 50% акција са правом гласа

Напомена: Тест колинеарности и мултиколинеарности

Извор: Аутори

Уважавајући истраживачку намеру, ултимативни циљ копоративног менаџмента јесте реализација дугорочне вредности за акционаре, овакав исход може бити очекиван уколико се прихвати најбоља пракса корпоративног менаџмента што ће оставити директне последице на перформансу корпорације (Anum Mohd Ghazali, 2010). Избор Tobin's Q коефицијента као мере перформансе корпорације је суштинско питање из следећих разлога (Demsetz and Villalonga, 2001). Пре свега укључује будућу временску перспективу у виду приступа forward – looking, будући да је то основа приступа перформансе у смислу пословних могућности у остваривању постављених циљева, али посматрано у тренутку постављања циљева односно из перспективне садашњости. Овај приступ је далеко сензибилнији у процени циљева које менаџери треба да оставаре. Следећи разлог који даје предност одабраној мери је носилац мерења, у случају Tobin's Q коефицијента то су будући инвеститори који кроз одабрану меру изражавају ниво поверења пословног окружења и свих заинтересованих страна у корпорацију.

Стандардна вишеструка регресија као метода која се примењује у овом раду омогућава да се предвиди очекивани исход од стране одређеног скупа предикторских променљивих концентрације власништва (као непрекидних варијабли), као и која променљива, појединачно посматрано представља најбољег предиктора корпоративне перформансе. Уважавајући специфичности наведене методе постављамо следећу истраживачку претпоставку:

X1: Постоји позитивна корелациона веза на нивоу статистичке значајности између мера концентрације власништва и мере корпоративне перформансе;

Друга метода за коју се опредељујемо је МАНОВА, чију примену омогућава природа варијабли концентрације власништва (како категоријске варијабле) и све друге накнадне поступке које подразумева целина

калкулативног поступка заснована на одабраној методи. Уважавајући специфичности наведене методе постављамо следеће истраживачке претпоставке:

X2: Постоји статистички значајна разлика између дефинисаних група корпорација у односу на посматране варијабле;

X2a: Постоји прецизно дефинисана граница између дефинисаних група корпорација у односу на посматране варијабле;

X2b: Постоји статистички значајна разлика између дефинисаних група корпорација по појединим обележјима.

3. АНАЛИЗА РЕЗУЛТАТА ИСТРАЖИВАЊА И ДИСКУСИЈА

Значај ове теме и природе истраживања у Републици Србији огледа се пре свега због фазе у развоју друштвено – економског система а у складу са тим и идентификовања основних специфичности корпоративног сектора. Анализом наведених ставова у претходним деловима рада потврђује актуелност и сврсисходност ове врсте истраживања пре свега настојања да се на основу резултата истраживања понуди адекватан одговор на постављено истраживачко питање. Концепт истраживања у значајној мери дефинисале су одабране мере посматраних појава.

Табела 2. Дескриптивна статистика одабраних варибли за примену вишеструке регресије

	Mean	Std. Deviation	N
Tobins Q Ratio (Market Values/Asset Book Value)	,5049	,89658	146
% ucesce prvog akcionara Top_1	58,9897	24,87023	150
% ucesce prva dva akcionara Top_2	70,4373	21,57453	150
% ucesce prva tri akcionara Top_3	74,9330	19,82014	150
% ucesce prvih pet akcionara Top_5	78,4925	18,84817	150
Asset Book Value	1023585415,0068	2123286779,45398	147

Извор: Калкулација аутора

Први приступ мерења концентрације власништва заснован на мерама Топ_1, Топ_2, Топ_3 и Топ_5 укључујући меру корпоративне перформансе Tobins Q Ratio и меру величине корпорације Asset Book Value формира се модел за примену вишеструке регресије како би се утврдило колико добро скуп варијабли концентрације власништва и величине корпорације предвиђа корпоративну перформансу. Будући да је стандардна вишеструка регресија као метод веома осетљива на дефинисане претпоставке, мултиколинеарност као једна од основних модел чини неприхватљивим будући да варијабле Топ_2, Топ_3 и Топ_5, као независне променљиве су јако корелиране са вредностима којефицијента $r > 0,9$, вредности Tolerance $< 0,10$ и vrednost VIF су на високом нивоу изнад граничне вредности 10. Ова ситуација последица је високог нивоа концентрације власништва где 2/3 корпорација у узорку има већинског власника, подразумевајући под тим апсолутну контролу где тако остале мере не одликовају различиту природу што се све може видети на бази средњих вредности осталих мера приказаних у табели 2. Када су у питању мере концентрације власништва приступ Demsetz i Lehn (A5, A20, AH index) примењив је у земљама где постоји велика дисперзија власништва у корпоративном сектору. Земље неразвијеног корпоративног сектора и тржишта капитала, значајне концентрације власништва, што преваходно представљају специфичности пост – транзиционих привредних околности, од великог значаја је анализирати утицај већинског акционара (Earle at al., 2005). Редукцијом модела за варијабле које не испуњавају услов мултиколинеарности које се због високе концентрације власништва суштински не разликују од варијабле Топ_1, добили смо резултате корелационе анализе приказане у табели 3.

Вредновање добијених резултата коригованог модела што се чини на основу квадратне вредности коефицијента детерминације који се налази у табели 3 и износи $r^2=0,033$. Ова вредност указује колики део варијансе зависне променљиве, објашњава постављени модел. У процентима изражено коефицијент има вредност 3,3%, што значи да је 3,3% корпоративне перформансе објашњено постављеним моделом, што је веома ниска вредност за ову врсту истраживања.

Табела 3. Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,183 ^a	,033	,020	,88766

a. Predictors: (Constant), Asset Book Value (knjigovodstvena vrednost akcijskog kapitala), % ucesce prvog akcionara

b. Dependent Variable: Tobins Q Ratio (Market Values/Asset Book Value)

Извор: Калкулација аутора

Одбацивању метода, осим што иде у прилог, природа концентрације власништва, оценили смо у којој мери вредност коефицијента детерминације је статистички значајна за постављени модел, што је представљено у табели 4, АНОВА, где се налазе резултати тестова нулте хипотезе да је $r^2=0$. Будући да је вредност $Sig=0,089$, што заправо значи да модел не достиже статистичку значајност. Сви претходно анализирани резултати добијени применом стандардне вишеструке регресије указују на одбацивање хипотезе Х1.

Табела 4. ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3,883	2	1,942	2,464	,089 ^b
	Residual	112,676	143	,788		
	Total	116,559	145			

a. Dependent Variable: Tobins Q Ratio (Market Values/Asset Book Value)

b. Predictors: (Constant), Asset Book Value (knjigovodstvena vrednost akcijskog kapitala), % ucesce prvog akcionara

Извор: Калкулација аутора

Уважавајући ставове Demsetz и Lehn укључујемо други приступ у одабиру мера концентрације власништва, условљено корпорацијама одабраних у узорак где имамо присуство високе концентрације власништва, тачније речено углавном присутног већинског акционара, услед чега претходни приступ губи на значају. Други приступ упућује утврђивање разлика између група корпорација Г1, Г2 и Г3 (La Porta et al., 1999) у односу на корпоративну перформансу изражену Тобин's Q коефицијентом.

Поступцима једнофакторске мултиваријационе анализе варијансе вршило се ипитивање разлика између дефинисаних група корпорација према наведеном критеријумском обележју концентрације власништва у односу на изабране зависне варијабле, Asset Book Value, Tobins Q Ratio и Top_1.

На основу резултата из табеле 5 утврђена је статистички значајна разлика између група корпорација Г1, Г2, и Г3 у односу на линеарну комбинацију зависних променљивих, $F(2,282.000) = 56,553$, Wilksov lambda 0.206 уз статистичку значајност $p = 0.000$ (Tabachnick & Fidell, 2007). Ови резултати указују на прихватање хипотезе Х2.

Из резултата дискриминативне анализе $F(2, 141.000) = 217,311$ уз статистичку значајност на шта указује вредност $p = 0.000$, закључујемо да постоји јасно дефинисана граница између посматраних група корпорација као независног обележја у односу на одабране варијабле. Ови резултати указују на прихватање хипотезе Х2а.

Табела 5. МАНОВА и дискриминативна анализа односу на групу зависних варијабли

Analysis	n	F	p
MANOVA	3	56,553	,000
discriminative	3	217,311	,000

Извор: Калкулација аутора

Резултати претходних квантитативних поступака указали су на разликовање и постојање граница између категорија критеријумског обележја посматране појаве што нас упућује на наредне кораке у анализи и разматрање зависних променљивих засебно.

Табела 6. Tests of Between-Subjects Effects

Source	Dependent Variable	Type III Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	Partial Eta Squared
Group	Asset Book Value	4487160184829640700,000	2	2243580092414820350,000	,492	,613	,007
	Tobins Q Ratio	,935	2	,468	,578	,562	,008
	Top_1	69165,110	2	34582,555	271,360	,000	,791

a. R Squared = ,007 (Adjusted R Squared = -,007)

b. R Squared = ,008 (Adjusted R Squared = -,006)

c. R Squared = ,791 (Adjusted R Squared = ,789)

Извор: Калкулација аутора

Резултати анализе и разматрање зависних променљивих засебно представљено је у табели 6, који су добијени на основу униваријационих поступака, у виду показатеља **F**, броја степени слободе **df** и вероватноћом грешке прве врсте **Sig.** Анализом АНОВА настоје се утврдити разлике између дефинисаних група корпорација на основу сваког појединачног обележја, као и допринос утврђеној разлици сваког појединачног зависног обележја помоћу показатеља **Partial Eta Squared**.

Табела 7. Descriptive Statistics

	Grupe akcionara	Mean	Std. Deviation	N
Asset Book Value	G1<20%	1267423000,0000	1556973768,00721	8
	G2>20%	740246710,5263	1724591026,99752	38
	G3>50%	1121972200,0000	2304286044,78724	100
	Total	1030588897,2603	2128891472,28836	146
Tobins Q Ratio	G1<20%	,3600	,36512	8
	G2>20%	,3932	,33838	38
	G3>50%	,5590	1,05626	100
	Total	,5049	,89658	146
% ucesce prvog akcionara	G1<20%	9,5163	6,21759	8
	G2>20%	32,3895	7,91137	38
	G3>50%	74,0788	12,56809	100
	Total	59,6905	24,54964	146

Извор: Калкулација аутора

Анализом резултата табеле 6 можемо закључити да се хипотеза Х2б делимично прихвата, будући да допринос постојању разлике и прецизном разграничавању дефинисаних група корпорација, од посматрана три независна обележја, једино обележје % учешће највећег акционара са вредностима $F(2, 143) = 271.360$, статистичке значајности на нивоу $p < 0.000$, и вредности Partial Eta Squared 0,791 доприноси наведеној истраживачкој претпоставци.

ЗАКЉУЧАК

У контексту овог истраживања примарно посматрано обележје у виду Tobins Q Ratio као мере корпоративне перформансе није допринело разликовању група корпорација већинског власника са више од 50% акција са правом гласа, великог акционара са више од 20% права гласа и мањинских акционара чије процентуално учешће у укупном акцијском капиталу не прелази 20%. На основу претходног можемо закључити да суштинска разлика између већинског, великог и малих акционара у контексту овог сектора и не постоји будући да врло мали број појединачних акционара може формирати већински пакет акција и остварити контролу над корпорацијом. Ову ситуацију даље можемо објаснити да услед изражене високе концентрације власништва (што се може видети у оквиру табеле 7, описне статистике) и доминантног утицаја већинског или неколицине великих акционара, акцијски капитал не доживљава адекватну тржишну верификацију на шта указују мале вредности показатеља Tobins Q Ratio, пре свега као последице присутне принципал – принципал ситуације која утиче на низак ниво поверења потенцијалних инвеститора и ниског нивоа капитализације акцијског капитала.

Тако тржиште капитала постоје, сходно ситуацији у којој се налази корпоративни сектор, искључиво механизам прерасподеле својинских права, што би требало да буде секундарна функција, док примарна функција у виду механизма финансирања овог сектора готово да и не постоји.

РЕФЕРЕНЦЕ

- Anum Mohd Ghazali, N. (2010). Ownership structure, corporate governance and corporate performance in Malaysia. *International Journal of Commerce and Management*, 20(2), 109-119.
- Barberis, Nocholas, Boycko, Maxim, Shleifer, Andrei, & Tsukanova, Natalia (1996). How does privatization work? Evidence from the Russian shops. *Journal of Political Economy*, 104(4), 764–790.
- Barclay, M. J., & Holderness, C. G. (1989). Private benefits from control of public corporations. *Journal of financial Economics*, 25(2), 371-395.

- Becht, M., Bolton, P., & Röell, A. (2003). Corporate governance and control. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1, pp. 1-109). Elsevier.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. New Brunswick, NJ: Transaction.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of political economy*, 93(6), 1155-1177.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of corporate finance*, 7(3), 209-233.
- Earle, J. S., Kucsera, C., & Telegdy, Á. (2005). Ownership concentration and corporate performance on the Budapest stock exchange: Do too many cooks spoil the goulash?. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 254-264.
- EBRD. (2006). *Transition Report 2006: Finance in Transition*.
- Filatotchev, I., Jackson, G., & Nakajima, C. (2013). Corporate governance and national institutions: A review and emerging research agenda. *Asia Pacific Journal of Management*, 30(4), 965-986.
- Galbraith, J. K. (1967). 1972 The new industrial state.
- Holderness, C. G. (2003). A survey of blockholders and corporate control. *Economic policy review*, 9(1).
- Holderness, C. G., & Sheehan, D. P. (1988). The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis. *Journal of financial economics*, 20, 317-346.
- Holmström, B., & Tirole, J. (1993). Market liquidity and performance monitoring. *Journal of Political Economy*, 101(4), 678-709.
- Hovey, M., Li, L., & Naughton, T. (2003). The relationship between valuation and ownership of listed firms in China. *Corporate Governance: An International Review*, 11(2), 112-122.
- Kang, Y. S., & Kim, B. Y. (2012). Ownership structure and firm performance: Evidence from the Chinese corporate reform. *China Economic Review*, 23(2), 471-481.
- Kumar, P., & Zattoni, A. (2013). How much do country-level or firm-level variables matter in corporate governance studies? *Corporate Governance: An International Review*, 21(3), 199-200.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- Leng, A. C. A. (2004). The impact of corporate governance practices on firms' financial performance: Evidence from Malaysian companies. *ASEAN Economic Bulletin*, 21(3), 308-318.
- Li, K., Lu, L., Mittoo, U. R., & Zhang, Z. (2015). Board independence, ownership concentration and corporate performance—Chinese evidence. *International Review of Financial Analysis*, 41, 162-175.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595-612.
- Nguyen, T., Locke, S., & Reddy, K. (2015). Ownership concentration and corporate performance from a dynamic perspective: Does national governance quality matter?. *International Review of Financial Analysis*, 41, 148-161.
- Prowse, S. D. (1992). The structure of corporate ownership in Japan. *The Journal of Finance*, 47(3), 1121-1140.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1996). A survey of corporate governance. NBER Working paper.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461-488.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Stiglitz, J. (1999). *Whither reform?: Ten years of the transition*. World Bank Annual Conference on Development Economics Washington DC.
- Wang, K., & Shailer, G. (2015). Ownership concentration and firm performance in emerging markets: A meta-analysis. *Journal of Economic Surveys*, 29(2), 199-229.
- Wintoki, M.B., Linck, J.S., & Netter, J.M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581-606.
- Стојановић С. & Марић С. (2018). Комуникација као мера перформансе лидерства, *Анали Економског факултета у Суботици*, Вол. 54, No 40, pp. 81-94.