

Časopis za poslovnu teoriju i praksu
Rad primljen: 04.05.2021.
Rad odobren: 17.05.2021.

UDK 005.21:334.72.021:[330.14.01
DOI 10.7251/POS2126103D
Pregledni rad

Duvnjak Valentina, Univerzitet za poslovne studije, Banja Luka, Bosna i Hercegovina,
duvnjak_v@yahoo.com, valentina.duvnjak@univerzitetps.com

OPTIMALNA STRUKTURA KAPITALA

Rezime: *U procesu finansiranja poslovnih aktivnosti značajno mjesto zauzima struktura kapitala. Postoji otvoreno pitanje kakva treba biti struktura kapitala, odnosno u kojim okolnostima je više opravdano zaduživanje, a u kojim korišćenje vlastitih izvora? Prilikom traženja odgovora na ovo pitanje potrebno je uvijek polaziti od temeljnog zadatka poslovanja, a to je povećanje vrijednosti preduzeća. U tu svrhu predstaviće se istraživanja autora koji su dali fundamentalni i teorijski doprinos te nastojati proširiti postojeća saznanja o optimalnosti strukture kapitala.*

Ključne riječi: *struktura kapitala, zaduženost, vlastita sredstva, preduzeće, vrijednost*

JEL klasifikacija: G32

UVOD

Politika strukture kapitala podrazumijeva odluku o najpovoljnijoj strukturi kapitala. To bi trebala biti ona struktura kapitala koja će osigurati najveću vrijednost preduzeća uz najniže troškove kapitala.

Poslovni procesi predstavljaju dinamičku kategoriju, a poslovno okruženje preduzeća podložno je stalnim promjenama, tako da kriteriji za stepen optimalnosti strukture kapitala su relativni. Iz tih razloga je potrebno prilikom definisanja politike strukture kapitala voditi računa i o drugim aspektima poslovne politike preduzeća i nizom drugih poslovnih odluka.

1. TRADICIONALNA TEORIJA STRUKTURE KAPITALA

Tržišna vrijednost hartija od vrijednosti i drugih prava na novčane tokove preduzeća, koje su u vlasništvu investitora, određuju ekonomsku vrijednost preduzeća na tržištu. Novčana sredstva preduzeća se usmjeravaju na poslovnu i investicionu aktivnost preduzeća. Što je veći rizik, investitor traži i veći prinos na uloženi kapital.

Kad posmatramo tradicionalnu teoriju strukture kapitala, polazi se od pitanja da li postoji struktura kapitala pri kojoj preduzeće može da postigne svoju najveću tržišnu vrijednost i daje se odgovor da postoji kombinacija duga i akcijskog kapitala koja minimizira prosječnu cijenu kapitala, odnosno maksimizira njegovu tržišnu vrijednost. Kada se poveća učešće pozajmljenog kapitala povećaće se i vrijednost preduzeća, jer se sopstveni kapital (veća cijena) zamjenjuje pozajmljenim kapitalom (niža cijena), što smanjuje prosječnu cijenu kapitala preduzeća i povećava njegovu tržišnu vrijednost. Dalje, kada se zaduženost pretjerano poveća dovodi se u pitanje ostvarivanje dobitka, a povjerioci i akcionari traže više stope prinosa, a tržišna vrijednost opada. Prema ovoj teoriji strukture kapitala osnovni problem je ponašanje investitora, akcionara i povjerenika koji, kada učešće pozajmljenog kapitala u strukturi kapitala poraste do određenog nivoa, u skladu sa rastom rizika, oni krenu da traže veće prinose, tako da dolazi do opadanja tržišne vrijednosti preduzeća.

2. MODIGLIANI-MILLEROVE TEORIJE STRUKTURE KAPITALA

Modigliani-Milerova (MM) teorija strukture kapitala ima dva polazišta. Jedan je o irelevantnosti, a drugi o optimalnosti strukture kapitala. Prema Modigliani-Milerovoj (MM) teoriji strukture kapitala odnos pozajmljenog i sopstvenog kapitala je nebitan (Miller 1958). Prema ovoj teoriji vrijednost preduzeća je određena visinom i rizikom novčanih tokova koji zavise od investiranja, a ne finansijskih odluka preduzeća. U uslovima savršenog tržišta kapitala vrijednost kapitala je nezavisna od strukture kapitala, odnosno irelevantna. Dopuna ove teorije u analizu uvodi poreza na dobitak preduzeća. Kako su kamate priznate kao rashodi za poreske svrhe, preduzeće će sa rastom učešća zaduženosti u strukturi kapitala povećavati preostale novčane tokove za investitore za iznos poreskih ušteda na kamatnim plaćanjima. Odnosno, pošto se porez plaća na bruto dobitak, kamate kao rashodi umanjuju vrijednost bruto dobitka, a samim tim se smanjuje osnovica za porez. Postojanje poreskih odbitaka na kamatna plaćanja uzrokuje da vrijednost preduzeća raste sa rastom rizika za iznos kapitalizovane vrijednosti poreskih odbitaka po osnovu kamata (Modigliani 1988; Miller 1988). Tako da nova postavka MM teoreme mijenja stav, smatrajući da korist zamjene dividendnih plaćanja koja nisu priznata kao rashodi za poreske svrhe, kamatnim plaćanjima priznatim kao poreske svrhe, čine da optimalna struktura kapitala kojom se maksimizira vrijednost preduzeća bude ona u kojoj je učešće zaduženosti 100 procenata. Zaključci teoreme MM o irelevantnosti strukture kapitala i o optimalnosti strukture kapitala nisu tačni (Arnold and Hatzopoulos 2000).

U MM teoremi je zanemareno da su poreske uštede po osnovi kamata neizvjesne. Rast rizika stavlja upitnim ostvarivanje pozitivnog dobitka prije oporezivanja. Korišćenjem i drugih poreskih oslobođanja preduzeće može da umanju svoju poresku osnovicu kroz: oslobođanje po osnovu dodatnih investicija u preduzeću, prestankom zapošljavanja suvišnih radnika, regresivnim otpisivanjem fiksnih sredstava, smanjenjem stope poreza na dobitak preduzeća, pronalaženjem povoljnijih dobavljača, itd. Poreski efekti kamata nestaju ako preduzeće uđe u stečaj, a njegova vjerovatnoća ulaska u stečaj je veća ako je zaduženost veća. Rizik ostvarivanja kamatnih poreskih efekata raste, a njihov mogući uticaj na vrijednost preduzeća slabi.

Poslije uvođenja poreza na dobitak preduzeća kao dopuna teorije MM uveden je i porez na lični dobitak akcionara i povjerilaca. Uvođenje ličnih poreza nije značajno promijenilo postavku teorije da korišćenjem dugova preduzeća vrijednost se može povećati za iznos koji je direktno proporcionalan učešću dugova u strukturi kapitala. Međutim, iznos povećanja vrijednosti preduzeća po osnovu zajedničkih kompanijsko-ličnih poreskih ušteda razlikuje se u odnosu na proizvod marginalne i prosječne poreske stope preduzeća i tržišne vrijednosti dugova (Myers and Nicholas 1984).

Kao dopunjena MM teorija strukture kapitala razvila se teorija statičkog kompromisa i teorija statičkog optimuma. Teorija statičkog kompromisa i teorija statičkog optimum razvile su uvođenje troškova finansijskih poteškoća i svođenje poreskih efekata na realan iznos. U skladu sa ovom teorijom, preduzeća nastoje da nivo zaduženosti održavaju relativno nepromijenjenim u odnosu na unaprijed određenu tačku statičkog optimuma koja reprezentuje kompromis ili balans između propuštenih poreskih ušteda, na jednoj strani, i troškova finansijskih poteškoća na drugoj strani. Sa rastom stepena zaduženosti vrijednost preduzeća raste za iznos sadašnje vrijednosti kamatnih poreskih efekata, ali sa rastom stepena zaduženosti raste i diskontovana vrijednost očekivanih troškova finansijskih poteškoća (Milton 1991). Ipak, ova teorija nema vrijednost za potrebe poslovnog odlučivanja. Rijetko upotrebljiva praktična poruka jeste da se preduzeće umjereno zadužuje. Od strukture sredstava zavisi u kojoj mjeri će se preduzeće zadužiti. U skladu sa stavovima kritičara, MM teorema i na nju nadovezane teorije statičkog kompromisa su neodgovarajuće, jer u odsustvu poreskih odbitaka, a usljed postojanja troškova finansijskih poteškoća, zaduženost neće biti od koristi. Dovodi se u pitanje i postojanje optimalne strukture kapitala, jer pomijeranje strukture kapitala nezavisno u kom smjeru, od strane tržišta bude protumačeno padom cijena akcija i vrijednosti preduzeća. Sa današnjom

teorijom strukture kapitala to je kontradiktorno, jer tržišno reagovanje treba da zavisi od toga da li se struktura kapitala kreće prema tački optimuma ili se udaljava od nje. Druga kontraindikcija teorije jeste ta da se tumačenjem teorije statičkog kompromisa dolazi do zaključka da bi se više trebala zaduživati ona preduzeća koja su više profitabilna u grani zbog većih mogućnosti da se servisiraju dugovi i veće oporezive dobiti koju treba zaštititi (Myers 1993). Ipak, najprofitabilnija preduzeća u grani su manje zadužena u odnosu na ona koja su manje profitabilna.

3. TEORIJA IZBORA - AGENCIJSKA TEORIJA I MODERNIJA SHVATANJA TEORIJE STRUKTURE KAPITALA

Tradicionalna teorija o strukturi kapitala i MM teorija danas se smatraju osporenom, ali dopunjena MM teorija dala je finansijsku teoriju o strukturi kapitala, odnosno teoriju statičkog kompromisa. Uporedo sa razvojem ove teorije razvili su se i stavovi agencijske teorije i drugih teorija o uticaju strukture kapitala na vrijednost preduzeća, ali još uvijek nisu zaokruženi u posebnu teoriju strukture kapitala (Miglo 2021).

3.1. Troškovi agencije vezani za strukturu vlasništva i kontrolu

Današnja finansijska teorija strukture kapitala je nekompetentna, jer ne razmatra uticaj strukture vlasništva na vrijednost preduzeća. Vrijednost preduzeća raste sa rastom koncentracije vlasništva u onoj mjeri u kojoj promjena u vlasništvu dovodi do smanjenja agencijskih troškova, odnosno boljem poravnanju interesa menadžera i akcionara. Kod preduzeća koja su identična, a koja se samo razlikuju po stepenu koncentracije vlasništva, ona koja imaju više koncentrisanu strukturu vlasništva imaju veću profitabilnost i veću vrijednost, jer je veće interesovanje vlasnika da vrši monitoring i kontrolu i uradi potrebne promjene u menadžmentu. Zbog toga što su kompanije meta napada za preuzimanje od strane učesnika na tržištu, značajno je i razmatranje vlasništva u strukturi kapitala. Veća zaduženost smanjuje mogućnost neprijateljskog preuzimanja. Rast stepena zaduženosti povećava stepen koncentracije vlasništva i kontrole, što vodi povećanju vrijednosti preduzeća (Dawar 2014).

3.2. Troškovi agencije usljed investicionog ulaganja menadžera

Menadžeri, ulažući raspoložive viškove gotovine u investicione projekte koji nisu rentabilni, uništavaju vrijednost preduzeća. Slobodni novčani tokovi su ono što ostane od poslovnog neto novčanog toka nakon što se iz njega podmire izdavanja u sve investicione projekte sa pozitivnom neto sadašnjom vrijednosti. Kod zrelih preduzeća jako je izražen problem slobodnih novčanih tokova, jer se nekontrolisano crpe u poslovnim aktivnostima, umjesto da se usmjeravaju u profitabilne investicione aktivnosti. Kontrola agencijskih troškova, vezana za slobodne novčane tokove, može se vršiti pored mehanizma kompanijske kontrole tržišta i upotrebom zaduženog kapitala, jer dugovi disciplinuju menadžere. Veća zaduženost ima disciplinujuće efekte na menadžment preduzeća sa pozitivnim slobodnim novčanim tokovima zbog smanjenja rizika reinvestiranja sredstava u nepovoljne projekte i veće angažovanje menadžmenta da se osiguraju sredstva za otplatu duga (Berger and Pattic di Bonaccorsi 2006).

3.3. Agencijski troškovi zaduživanja

Agencijski troškovi zaduživanja vezuju se za konflikte na relaciji akcionar/menadžer-povjerilac i dovode do pada vrijednosti preduzeća. Osnovni izvori konflikata interesa akcionara i povjerioca po obveznicama su: politika dividendi (novo zaduživanje smanjuje vrijednost obveznica); razvodnjavanje prava (vrijednost prava povjerilaca smanjiće se zaduživanjem); problem supstitucije sredstava (kada preduzeće supstituiše manje rizična sredstva sredstvima

koja su više rizična, vrijednost prava povjerilaca će se smanjiti, a vrijednost vlastitog kapitala rasti); problem nedovoljnog investiranja. Povjerioci će, zavisno od inteziteta agencijskih troškova dugova, zahtijevati premiju na kamatne stope, čime će snošenje ovih troškova ex-ante prebaciti na akcionare. Akcionari će preferirati da snose dodatne agencijske troškovenovih dugova sve dok nove investicije povećavaju njihovo blagostanje.

3.4. Asimetrična informisanost i Myersova teorija strukture kapitala

Kapacitet zaduživanja je iznos zaduženosti u strukturi kapitala koji je optimalan sa stanovišta maksimizacije vrijednosti preduzeća za akcionare. To je iznos zaduženosti koje preduzeće treba da ima. U praksi se koncept zaduživanja vezuje za procjene povjerilaca o sigurnosti ulaganja i mogućnosti dužnika da založi sredstva za preuzete dugove. Kapacitet za zaduživanje je veći ako postoji aktivno tržište za sredstva kojima raspolaže preduzeće i ako sredstva nisu podložna zastarijevanju. Kapacitet zaduživanja je manji ako preduzeće ima visoke poreze u poređenju sa novčanim tokovima koje generiše. Ukoliko vrijednost preduzeća potiče u velikoj mjeri odsredstava koja su već u funkciji, imaće veće kapacitete zaduživanja, nego preduzeća čija budućnost zavisi od budućih investicionih prilika. Kapacitet zaduživanja je veći ako u strukturi sredstava više učestvuju materijalna sredstva.

Da li se zadužiti ili emitovati akcije? Pošto je zaduživanje u skladu sa optimističkim prognozama menadžera u odnosu na poslovanje, doći će do rasta cijena akcija. Menadžer koji radi za interes akcionara emitovaće akcije samo ako je njihova vrijednost realna ili precijenjena, dok ako ne radi za interes akcionara emitovaće akcije kada je njihova vrijednost potcjenjena. Investitori interpretiraju svaku emisiju akcija kao pokazatelj da su akcije precijenjene i redukuju iznos ulaganja koji su spremni da plate za akcije. Emisija akcija za investitore je loša vijest, što znači da emisija akcija dovodi do pada cijene akcije.

Prema Myers teoriji (Myers 1984), uz pretpostavku da je politika dividendi podešena na dugi rok i nema promjena na kratki rok, preduzeće će preferirati interne, a ne eksterne izvore finansiranja te će tek po iscrpljenju internih izvora koristiti eksterne i to one najmanje rizične izvore finansiranja. Ukoliko preduzeće preferira da ima više kapitala poslije konvencionalnih zaduživanja, preći će na rizična zaduživanja emisijom obveznica, zatim emisijom konvertibilnih hartija od vrijednosti i varanata pa poslije emisijom preferencijalnih akcija i tek poslije svih iscrpljenja zaduživanja emitovaće obične akcije. U ovoj teoriji je vidljiva uloga asimetrične informisanosti. Korišćenje sredstava iz akumulacije dobitaka ne traži novu emisiju hartija od vrijednosti, tako da nije pod uticajem problema asimetrične informisanosti i prema tome, ovi izvori će uvijek imati prednost u odnosu na eksterne izvore finansiranja. Cijene preferencijalnih akcija i obveznica su manje osjetljive na promjene u perspektivi preduzeća tako da ovi izvori nisu pod jakim uticajem problema asimetrične informisanosti. Obične akcije pri svakoj svojoj novoj emisiji su pod provjerom i ispitivanjem cijene od strane investitora u odnosu na poslovnu perspektivu i vrijednost sredstava preduzeća, tako da predstavljaju više rizičan izvor finansiranja sa izraženim problemom asimetrične informisanosti. Kako je ranije rečeno, menadžeri emituju akcije kad su precijenjene, tako da investitori neće htjeti da plate punu cijenu za akcije koje bi menadžeri emitovali, nego bi ih kupili samo uz diskont. Tako da menadžeri, ako rade u interesu akcionara, neće emitovati akcije, nego kapital obezbijediti iz izvora zaduživanja. Potcijenjene akcije menadžer, ako radi u interesu akcionara, neće emitovati, nego će ponovo kapital nabaviti iz zaduživanja. Stoga, menadžment prvo provlači kapital zaduživanjem. Samo u slučajevima gdje je zaduženost preduzeća toliko visoka da su potrošeni svi kapaciteti zaduživanja preduzeće će emitovati akcije.

Prema Myers teoriji (Myers 1993) finansijske rezerve su nekorisćeni kapaciteti zaduživanja i viškovi gotovine, kao i hartije od vrijednosti i realna sredstva, koja se mogu brzo prodati. Preduzeće, čekajući povoljne investicione prilike, često ne iskoristi kapacitete zaduživanja do kraja, tako da ako je preduzeće visoko zaduženo teško da će privući nove izvore zaduživanja. Briga za menadžment da će propustiti investicionu priliku je i situacija gdje se nove akcije

moгу emitovati samo uz značajne diskonte, rezerve gotovine, hartija od vrijednosti i realnih sredstava koja se mogu brzo prodati. Prema ovoj teoriji jasna je razlika između internog i eksternog kapitala. Optimalna struktura kapitala prema ovoj teoriji ne postoji. Prema teoriji statičkog kompromisa preduzeća se pridržavaju tačke statičkog optimuma, dok prema Myers teoriji rasio zaduženosti preduzeća može se pomijerati relativno često i sa visokim amplitudama, a u skladu sa dinamikom iscrpljivanja izvora prema determinisanom hijerarhijskom redosljedu. Prema ovoj teoriji rizik se mijenja kod nesklada internih novčanih tokova i investicionih odluka. Stoga će preduzeća visoke profitabilnosti i ograničene investicione mogućnosti imati nizak stepen zaduženosti, dok će se preduzeća niske profitabilnosti i prosječne investicione mogućnosti zadužiti da bi finansirala investicije.

U ovoj teoriji, iako je dosta približena poslovnoj praksi, ipak su prisutna odstupanja, jer postoje mnoga preduzeća koja emituju akcije iako bi mogla da emituju obveznice. U ovoj teoriji se ne razmatra uticaj koji proizilazi iz kamatnih poreskih efekata, troškova finansijskih poteškoća, promjene u strukturi vlasništva i promjene agencijskih troškova slobodnih novčanih tokova. Prema tome, ova teorija više bi se mogla nazvati stav o finansijskim politikama preduzeća kako bi se zadovoljila nedostajuća finansijska sredstva.

4. STRUKTURA KAPITALA U USLOVIMA KRIZE

Globalna finansijska kriza 2008. godine je pokrenula mnoga pitanja o tome kako finansijska i makroekonomska nestabilnost mogu uticati na strukturu kapitala u malim, srednjim i velikim preduzećima (Demirgüç-Kunt i drugi 2020). Finansijska kriza može uticati na strukturu kapitala preduzeća na različite načine. U uslovima krize, kako rastu neizvjesnost i rizik, a očekivani prinosi na uloženi kapital opadaju i povjerioci i preduzeća postaju manje zainteresovani za zaključavanje dugoročnih kredita (Demirgüç-Kunt i drugi 2020). Iz perspektive zajmodavaca (povjerioca), s obzirom na porast vjerovatnoće nemogućnosti naplate potraživanja, rok za plaćanje kamate značajno se povećava tokom krize, što čini dugoročna zaduženja manje atraktivnim u odnosu na kratkoročna zaduženja (Gürkaynak i Wright 2012; Dick i drugi 2013). Kako se povećavaju nesigurnost ili rizik, a izgledi za poslovanje postaju sve neizvjesniji, preduzeća koja nisu u mogućnosti da se odluče za agregatnu strukturu dospjeća, uprkos visokim troškovima mogu odabrati i smanjene roka dospjeća i finansijske poluge. Odnosno, preduzeća u tim okolnostima za investicije ne koriste pozajmljene izvore finansiranja.

Istraživanja u Belgiji i SAD su pokazala da preduzeća koja su imala veće kratkoročne dugove prije globalne finansijske krize doživjela su veći pad investicija tokom krize (Duchin i drugi 2010; Vermoesen i drugi 2013). S druge strane „kraća dospjeća mogu ublažiti problem nedovoljnog investiranja dužničkog finansiranja u vremenima rastuće neizvjesnosti i postati privlačnija zajmoprimcima, jer je vrijednost kratkoročnog duga manje osjetljiva na buduće mogućnosti ulaganja od vrijednosti dugoročnog duga” (Myers 1977). Prema ekonomskoj teoriji vjerovatnoća do koje mjere kriza utiče na strukturu kapitala preduzeća stvaranjem većih rizika, veće nesigurnosti ili manjih prinosa na uloženi kapital, zavisi od karakteristika finansijskog sistema i pravno-institucionalnog okruženja u kojem preduzeća posluju (Demirgüç-Kunt i drugi 2020; Duvnjak 2020, 42). U skladu sa tim, u akcionarskim društvima prema agencijskoj školi troškova u uslovima krize (Jensen i Meckling 1976) u zemljama u kojima su troškovi monitoringa i troškovi bankrota visoki, povećanje mogućnosti odstupanja od prinosa izazvalo bi veće preusmjeravanje rizika na akcionare. U uslovima krize, kada se ostvare loši rezultati (Duvnjak 2020, 54) i neizvjesnosti, veća je vjerovatnoća skraćivanja dospjeća duga i smanjenja uticaja na dug u okruženjima u kojima je teško izvršiti ugovore, na primjer gdje su zakoni i postupci o stečaju takvi da mnogo košta likvidacija preduzeća (Diamond 2004). U kontekstu međunarodnog duga, u uslovima krize u zemljama sa slabim imovinskim pravima ili vladavinom zakona, nedostatak prava investitora može rezultirati neefikasno kratkim dospjećem duga i prekomjernim rizicima (Jeanne 2009). U periodu neposredno nakon početka globalne finansijske krize: finansijska poluga, upotreba dugoročnog duga za finansiranje

imovine i dospijeće duga opali su među firmama koje su prije krize koristile dugoročne kredite za servisiranje duga. To je zabilježeno u nerazvijenim zemljama, zemljama u razvoju, zemljama koje nisu doživjele sistemsku bankarsku krizu i različitim vrstama firmi (Demirgüç-Kunt i drugi 2020). Pad finansijske poluge i dugoročnih kredita posebno je izražen u malim i srednjim preduzećima i velikim preduzećima koja ne kotiraju na berzi. Suprotno tome, nije zabilježen značajan pad omjera duga ili dospijeća duga među firmama koje kotiraju na berzi. Analizirajući preduzeća u kojima su uočene značajne promjene u strukturi kapitala, smatra se: da su pad finansijske poluge, dospijeće duga i upotreba dugoročnog duga znatno veća za mala i srednja preduzeća u zemljama sa strožijim ograničenjima za dizanje kredita (Demirgüç-Kunt i drugi 2020). U periodu prije krize i nakon krize preduzeća, s omjerom duga nižim od prosjeka, u industriji bilježe porast omjera duga, dok preduzeća s omjerom duga većim od prosjeka industrije bilježe pad omjera duga (Iqbal and Kume 2015; Leary and Roberts 2005). Tokom i neposredno nakon globalne finansijske krize postoje složeni međusobni odnosi između evolucije čvrstih struktura kapitala i karakteristika zemlje. Finansijski sektor i jako pravno institucionalno okruženje mogu ublažiti negativne efekte finansijske i ekonomske nestabilnosti, na mala, srednja i velika poduzeća.

Iznenadni događaj (COVID-19 pandemija) pokrenula je mnoga pitanja o tome kako hronična neizvjesnost uzrokovana kriznim događajima utiče na dostupnost preduzetničkih izvora finansiranja za novoosnovana, mala i srednja poduzeća (MSP) (Brown i Rocha 2020).

Istraživanje ulaganja u preduzetničke finansije u Kini tokom odvijanja krize Covid-19 pokazuje da su ove kapitalne investicije dramatično opale neposredno nakon virusa Covid-19, što je rezultiralo godišnjim smanjenjem od 60% ukupnog obima investicija prikupljenih između 1. kvartala 2019. i 1. kvartala 2020. (Brown i Rocha 2020). godine. Istraživanje je pokazalo da su novoosnovana preduzeća najteže pogođena krizom. Iako je globalna finansijska kriza snažno pogodila dužnička tržišta, poduzetničko finansiranje je još osjetljivije na velike preokrete izazvane krizom Covid-19. Iako je upravljanje krizama na mikro nivou u velikoj mjeri zadatak samih preduzeća, pravno-institucionalno okruženje treba da podrži preduzetnike u njihovim nastojanjima da se nose s krizama poput COVID-19, što znači da kreatori politika provode krizno upravljanje na makro nivou, s ciljem jačanja otpornosti preduzeća, uključujući startupe i za podršku njihovim pojedinačnim akcijama upravljanja krizama (Kuckertz i drugi 2020). Istraživanja su pokazala da su regije koje pokazuju visok nivo preduzetništva prije krize više otporne na egzogene šokove (Williams i Vorley 2015; Bishop 2019). Istraživanja u Grčkoj su pokazala da nedostatak institucionalne podrške ograničava preduzetničku aktivnost i da je taj efekat izraženiji u uslovima krize (Williams i Vorley 2015).

ZAKLJUČAK

S obzirom na raspoložive izvore finansiranja razvilo se više teorijskih pristupa za utvrđivanje kriterijuma optimalnog odnosa između pojedinih izvora, odnosno stepena optimalnosti strukture kapitala. U ovom radu detaljno su analizirane Tradicionalna teorija strukture kapitala, Modigliani-Miller (MM) teorije strukture kapitala, Teorija izbora (Agencijska teorija strukture kapitala i modernija shvatanja) i Struktura kapitala u uslovima krize u cilju približavanja odgovoru na „istorijsko“ pitanje: „Da li se još uvijek traži optimalna struktura kapitala?“

LITERATURA

1. Arnold, Glen and Hatzopoulos, Panos. 2000. "The Theory-Practice Gap in Capital Budgeting: Evidence from the United Kingdom". *Journal of Business Finance & Accounting*. 27(5-6):603-626.
2. Berger, Allen and Pattic di Bonaccorsi, Emilia. 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.

3. Bishop, Paul. 2019. "Knowledge diversity and entrepreneurship following an economic crisis: an empirical study of regional resilience in Great Britain". *Entrepreneurship & Regional Development*. 31:496 - 515.
4. Brown, Ross and Rocha, Augusto. 2020. "Entrepreneurial uncertainty during the Covid-19 crisis: Mapping the temporal dynamics of entrepreneurial finance." *Journal of Business Venturing Insights*. 14(C):00174. Accessed April 25, 2021. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2020.e00174>
5. Dawar, Varun. 2014, "Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence". *Managerial Finance*. 40(12):1190-1206. Accessed February 10, 2021. <https://doi.org/10.1108/MF-10-2013-0275>
6. Demirgüç-Kunt, Asli and Soledad, Maria and Peria, Martinez and Tressel, Thierry. 2020. "The global financial crisis and the capital structure of firms: Was the impact more severe among SMEs and non-listed firms?" *Journal of Corporate Finance*. 60:101514. Accessed: April 28. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101514>
7. Dick, Christian and Schmeling, Maik and Schrimpf, Andreas. 2013. "Macro-expectations, aggregate uncertainty, and expected term premia." *European Economic Review*. 58(C):58-80.
8. Diamond, Douglas and He, Zhiguo. 2014. "A Theory of Debt Maturity: The Long and Short of Debt Overhang." *Journal of Finance, American Finance Association*. 69(2): 719-762.
9. Duchin, Ran and Ozbas, Oguzhan and Sensoy, Berk. 2010. "Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis." *Journal of Financial Economics*. 97(3), 418-435.
10. Duvnjak, Valentina. 2018. "A real shock (Covid 19 pandemic)- impact on the financial crisis in the company and the economy as a whole." *Business Studiess*. 12(23-24):51-57.
11. Duvnjak, Valentina. 2020. „Uticaj inovacija na ekonomski rast i prevazilaženje krize u preduzeću”. Rad prezentovan na Sedmom naučno-stručnom skupu Tehnološke inovacije generator privrednog razvoja, Banja Luka, Bosna i Hercegovina, novembar, 37-45.
12. Gürkaynak, Refet and Wright, Jonathan. 2012. "Macroeconomics and the Term Structure." *Journal of Economic Literature, American Economic Association*. 50(2):331-367.
13. Iqbal, Abdullah and Kume, Ortenca. 2015. "Impact of Financial Crisis on Firms' Capital Structure in UK, France, and Germany". *Multinational Finance Journal*. 18(3-4):249-280. Accessed: April 20. <https://ssrn.com/abstract=2619193>
14. Jensen, Michael and Meckling, William. 1976. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure." *Journal of Financial Economics*. 3(4): 305-360.
15. Kuckertz, Andreas and Brändle, Leif and Gaudig, Anja and Hinderer, Sebastian and Morales Reyes, Carlos Arturo and Prochotta, Alicia and Steinbrink, Kathrin and Berger, Elisabeth. 2020. "Startups in Times of Crisis – A Rapid Response to the COVID-19 Pandemic". *Journal of Business Venturing Insights*. 2020. Accessed April 25, 2021. <https://ssrn.com/abstract=3580647> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3580647>
16. Leary, Mark and Roberts, Michael. 2005. "Do Firms Rebalance Their Capital Structures?." *Journal of Finance, American Finance Association*. 60(6): 2575-2619.
17. Vermoesen, Veronique and Deloof, Marc and Laveren, Eddy. 2013. "Long-term debt maturity and financing constraints of SMEs during the Global Financial Crisis." *Small Business Economics*. 41(2): 433-448.
18. Milton, Harris. 1991. "The Theory of Capital Structure." *The Journal of Finance*. 46(1)297-355. Accessed February 20, 2021.

19. Miller, Merton. 1988. "The Modigliani-Miller propositions after thirty years." *Journal of Economic Perspectives*. 2: 99-120.
20. Modigliani, Franco. 1988. "MM-past, present, and future". *Journal of Economic Perspectives*. 2:149-158.
21. Miglo, Anton. 2021. "A New Capital Structure Theory: The Four-Factor Model". *MPRA Paper*. 105102:1-32. Accessed February 20, 2021.
https://mpra.ub.uni-muenchen.de/105102/1/MPRA_paper_105102.pdf
22. Miller, Merton. 1958. "The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment." *American Economic Review*. 48: 261-297.
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
23. Myers, Stewart. 1977. "Determinants of corporate borrowing." *Journal of Financial Economics*. 5(2):147-175.
24. Myers, Stewart and Nicholas, Majluf. 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics*. 13: 187-221.
25. Myers, Stewart. 1993. "Still searching for optimal capital structure". *Journal of applied Corporate finance*. 6: 80-105. Accessed February 20, 2021.
<https://core.ac.uk/download/pdf/6706982.pdf>
26. Williams, Nick and Vorley, Tim. 2015. "The Impact of Institutional Change on Entrepreneurship in a Crisis-Hit Economy: The Case of Greece". *Entrepreneurship and Regional Development*. 27:28 – 49.