

Utjecaj troška agenta na uspješnost poduzeća

Cvetko, Iva

Master's thesis / Diplomski rad

2021

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zagreb, Faculty of Organization and Informatics / Sveučilište u Zagrebu, Fakultet organizacije i informatike**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:211:430019>

Rights / Prava: [Attribution 3.0 Unported](#)/[Imenovanje 3.0](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-09-02**



Repository / Repozitorij:

[Faculty of Organization and Informatics - Digital Repository](#)



**SVEUČILIŠTE U ZAGREBU
FAKULTET ORGANIZACIJE I INFORMATIKE
VARAŽDIN**

Iva Cvetko

**UTJECAJ TROŠKA AGENTA NA
USPJEŠNOST PODUZEĆA
DIPLOMSKI RAD**

Varaždin, 2021.

SVEUČILIŠTE U ZAGREBU
FAKULTET ORGANIZACIJE I INFORMATIKE
V A R A Ž D I N

Iva Cvetko

Matični broj: 44623/16–R

Studij: Ekonomika poduzetništva

UTJECAJ TROŠKA AGENTA NA USPJEŠNOST PODUZEĆA

DIPLOMSKI RAD

Mentor/Mentorica:

Dr. sc. Ivana Đunđek Kokotec

Varaždin, rujan 2021.

Iva Cvetko

Izjava o izvornosti

Izjavljujem da je moj diplomski rad izvorni rezultat mojeg rada te da se u izradi istoga nisam koristio drugim izvorima osim onima koji su u njemu navedeni. Za izradu rada su korištene etički prikladne i prihvatljive metode i tehnike rada.

Autorica potvrdila prihvaćanjem odredbi u sustavu FOI-radovi

Sažetak

U radu će se obraditi tematika vezana uz teoriju agenta i korporacijsko upravljanje te će se poseban naglasak staviti na trošak agenta. Cilj je otkriti na koji način trošak agenta utječe na financijsku uspješnost poduzeća. Koristit će se podaci dostupni na službenim stranicama Zagrebačke burze. Uzet će se poduzeća u kotaciji CROBEX-a kako bi se pomoću njihovih financijski izvještaja došlo do pokazatelja profitabilnosti. Pokazatelji profitabilnosti poput profitabilnost ukupne imovine i profitabilnost vlastitog kapitala ukazat će kolika je uspješnost poduzeća i kako agent utječe na istu.

Ključne riječi: trošak agenta, korporacijsko upravljanje, profitabilnost.

Sadržaj

Sadržaj	iii
1. Uvod	1
2. Metode i tehnike rada	2
3. Korporacijsko upravljanje	3
4. Modeli korporacijskog upravljanja	6
4.1. Zatvoreni model korporacijskog upravljanja	6
4.2. Otvoreni model korporacijskog upravljanja	7
5. Teorija agenta	8
6. Problemi agencijskog odnosa	11
6.1. Oportunističko ponašanje	12
6.2. Informacijska asimetrija	12
6.2.1. Problem skrivene informacije	13
6.2.2. Problem skrivenog djelovanja	14
7. Efikasnost odnosa principal-agent	16
7.1. Trošak agenta	17
7.1.1. Trošak agenta iz različitih perspektiva	19
7.2. Financijska uspješnost poduzeća	21
8. Analiza troškova agenta na uspješnost poduzeća	24
8.1. Metodološki okvir istraživanja	24
8.1.1. Pristup istraživanju	24
8.1.2. Izbor i definiranje uzorka	25
8.1.3. Opis odabranih varijabli	26
8.2. Analiza utjecaja troška agenta na uspješnost poduzeća	28
8.2.1. Analiza pokazatelja	28
8.2.2. Analiza deskriptivne statistike	33
8.2.3. Analiza korelacijske matrice pokazatelja profitabilnosti imovine i pokazatelja profitabilnosti kapitala	34
8.3. Testiranje hipoteze agencijskih troškova pomoću Pearsonova koeficijenta korelacije	36
8.4. Ograničenja istraživanja	38
9. Zaključak	39
Popis literature	40
Popis slika	45
Popis tablica	46

1. Uvod

Cilj ovog rada je detaljnije promotriti i dobit jasniji uvid u teoriju agenata i njegov utjecaj na uspješnost poduzeća. Najveći interes stavljen je na odnos agenta i principala te problem koji nastaju na temelju spomenutog odnosa. Najznačajniji problem koji sa sobom nosi sklapanje odnosa između te dvije strane jest agencijski trošak. U skladu s time, upravo će se i najviše pažnje u ovom radu staviti na isti te učinke koje za sobom ostavlja na samom poduzeću. Definirat će se sam pojam trošak agenta, te će se iznijeti neke vrste troška agenta. Posebno će se prikazati uzroci zbog kojih uopće dolazi do troška agenta i kada se on javlja. Uz samu teoriju, biti će provedena i analiza prikupljenih sekundarnih podataka. Aproksimirat će se agencijski troškovi na uzorku nekih hrvatskih dioničkih društava i prikazati zaključci dobiveni analizom.

Rad je strukturiran u devet dijelova. Prvi dio je uvod gdje je objašnjen cilj rada i njegova tematika. U drugom dijelu rada navede su tehnike i metode koje su se koristile u izradi i sastavljanju potrebnog sadržaja. Zatim se prijelazi na sažeto objašnjenje samog korporacijskog upravljanja i njegove važnosti. Sljedeće poglavlje sastoji se od dva potpoglavlja koja objašnjavaju i opisuju modele korporacijskog upravljanja istovremeno iznoseći njegove prednosti i nedostatke. Peti dio rada posvećen je samoj teoriji agenta. Iznosi njegove pravce, te važne definicije za shvaćanje samog rada. Prijelazi se na sam problem agencijskih odnosa gdje se svaki uzrok njenog nastanka razmatra zasebno. Nakon toga određuje se efikasnost odnosa između principala i agenta. Uz to se sagledavaju troškovi koji nastaju odnosom te kako utjecati na iste. Razmatra se utjecaj troška agenta na financijsku uspješnost poduzeća s teoretskog stajališta te se potom prijelazi na istraživanje. Sam istraživački dio bavi se analizom prikupljenih sekundarnih podataka s ciljem određivanja razine agencijskih troškova u hrvatskim poduzećima i utjecaj udjela duga na agencijske troškove. Odnosno traži se povezanost između financijske uspješnosti samih poduzeća i njihovih troškova agenata. Posljednji, deveti dio rada je zaključak. U njemu su sažeta sva najvažnija saznanja do kojih se došlo u radu.

2. Metode i tehnike rada

Prilikom pisanja diplomskog rada koristilo se više izvora. Za prikupljanje potrebnih informacija i podataka služila je stručna literatura poput knjiga, zatim internetske stranice, stručni članci i zakoni koji obrađuju ovu vrstu sadržaja. Svi ovi izvori omogućili su stvaranje jasne slike o teoretskom dijelu rada. Za istraživački dio rada korištena je službena stranica Zagrebačke burze i Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga putem koje su prikupljeni sekundarni podaci korišteni za izračune i izradu grafikona. Korištena je metoda dedukcije i indukcije pri analizi informacija i podataka.

U prvom dijelu rada kao metoda prikupljanja podataka korištene je metoda kompilacije. U drugom dijelu rada kako bi se došlo do određenih rezultata i zaključaka iz analize prikupljenih podataka korištene su određene znanstvene metode. Prije svega koristila se metoda prikupljanja podataka i statistička analiza, deskriptivna statistička analiza, metoda generalizacije, te metoda dedukcije i korelacije. Pri izradi istraživačkog dijela rada od velikog je značaja bio program Microsoft Excel koje poslužio za izračune i izrade grafikona.

3. Korporacijsko upravljanje

Kada se govori o korporacijskom upravljanju, govori se o čimbeniku koji utječe na poslovnu uspješnost poduzeća. Korporacijsko upravljanje može imati više značenja. U najužem smislu može se definirati kao formalni sustav odgovornosti menadžmenta prema dioničarima. U nekom općem, širem smislu, korporacijsko upravljanje uključuje cijelu mrežu formalnih i neformalnih odnosa unutar poduzeća. Ono se može shvatiti kao skup različitih procesa koji se odvijaju unutar poduzeća. Uključuje običaje, pravila, zakone, kodekse, odluke, institucije i nadzorne mehanizme kojima se utječe na upravljanje, kontroliranje i administriranje tvrtke („Što je što u korporativnom upravljanju“, 2015).

Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj (eng. *The Organisation for Economic Co-operation and Development - OECD*) definirala je ovaj pojam 2005. godine na slijedeći način: *"Korporacijsko upravljanje je sustav pomoću kojeg se poslovne korporacije vode i kontroliraju. U svojoj strukturi korporacijsko upravljanje specificira raspodjelu prava i odgovornosti između više različitih sudionika unutar korporacije, kao što je nadzorni odbor, menadžeri, dioničari i drugi subjekti, odnosno interesno – utjecajne grupacije. U procesu korporacijskog upravljanja definiraju su pravila i procedure donošenja poslovnih odluka, odnosno oblikuju se specifični ciljevi poduzeća.* („The Organisation for Economic Co-operation and Development [OECD]“, 2015).

Poduzeće je samostalna gospodarska, tehnička i društvena cjelina. Sastoji se od objektivne, subjektivne i ustrojbene sastavnice. Objektivne su sastavnice sredstva rada, dok subjektivne čine one što pokreću djelovanje objektivnih sredstava. Ono proizvodi dobra i/ili usluge za potrebe tržišta, pri tome se služeći odgovarajućim resursima i snoseći poslovni rizik. Ustrojbeni dio poduzeća odnosi se na određivanje načina kako će se spojiti rad i sredstva te kako ih usmjeriti („Poduzeće“, bez dat.). Sve u svrhu ostvarivanja dobiti i drugih ekonomskih, ali i društvenih ciljeva. Poduzeće se još sagledava i kao mješavina faktora proizvodnje. Može se definirati kao skup ugovornih odnosa između radnika, menadžera i vlasnika koji imaju suprotstavljene interese. Predstavlja izmišljenu legalnu tvorevinu unutar koje se sukobljavaju različiti interesi vlasnika rada, materijala i kapitala (Cerović, Zaninović, Duki, 2011).

Najvažniji problem koji se javlja izvire iz određenja poduzeća. Naime, postoji dvojako određenje poduzeća. Ono se može sagledati kao ekonomski, ali i socijalni entitet. Unutar poduzeća, ali i u njegovoj okolini javljaju se različite i mnogobrojne potrebe, zahtjevi te interesi koji direktno utječu na poduzeće te na način njenog djelovanja i postupanja. Predanost u poduzeću, iako je riječ o društvenom sustavu, zauzima ekonomska funkcija. Poduzeće je „mehanizam potrage za rentama“, odnosno njegov je cilj stvaranje profita. U skladu s time o

poduzeću bi se moglo govoriti kao „skupini razvijajućih sposobnosti“ koja u svojim odlukama i djelovanju na prvo mjesto stavlja ekonomsku djelotvornost (Williams, 1994). Osim ekonomskog entiteta, poduzeće čini i socijalni entitet. Prema njemu poduzeće se sagledava kao „mreža međuovisnih ljudi, organizacija i interesa“ (Post, Preston i Sachs, 2002).

Područje korporacijskog upravljanja određuje sustav upravljanja poduzećem i nadzor nad istim (Cadbury, 2002). Ponajviše se bavi upravljačkim strukturama i procesima u poslovnim sustavima. Vodi se pitanjima moći, ovlasti i odgovornosti u obavljanju temeljne djelatnosti (Tipurić, 2006). Osnovni zahtjev je stvaranje bogatstva za ključne subjekte unutar korporacije, ali na odgovoran način. Riječ je zapravo o mehanizmu nadzora, odnosno procesu kojim korporacije odgovaraju svim subjektima unutar poduzeća. Kako je riječ o socijalnom sustavu s višestrukim interesima i ciljevima, potrebno je da ih usklađuje u svrhu ispunjenja osnovne ekonomske svrhe. Kod korporacijskog upravljanja važno je načelo izjednačavanja interesa svih interesno-utjecajnih grupacija unutar poduzeća (Pigé, 2002). Kao što je već naglašeno, temeljni zahtjev je stvaranje bogatstva na odgovoran način. Imperativ kojim se vode moderne korporacije glasi: „*Budi etičan, budi odgovoran i budi profitabilan*“ (Stainer i Stainer, 1998).

Preduvjet uspješne korporacije je vrhunsko korporacijsko upravljanje. Ako se korporacijom kvalitetno i djelotvorno upravlja, ona će napredovati. Dobro korporacijsko upravljanje mora uspostaviti učinkovit sustav kontrole i praćenja poslovanja, vođenja poduzeća kao i cjelovite poticaje kako odborima tako i menadžmentu u ostvarivanju ciljeva koji su u skladu s interesima poduzeća i vlasnika. Upravo takav sustav korporacijskog upravljanja rezultira smanjenjem troškova i efikasnom upotrebom resursa te u konačnosti rezultira konkurentskom prednosti (Tipurić, 2006).

Razlozi za sve veću popularnost i pridavanje sve veće važnosti korporacijskom upravljanju u konceptu uspješnosti poduzeća prema Colleyu i suradnicima su sljedeći (Becht, Bolton, Röell, 2002):

- opći val privatizacije koji sad već zahvaća gotovo cijeli svijet,
- povećan rast, a time i utjecaj mirovinskih fondova koji imaju za cilj razvijanje osobne štednje s dospijećem u budućnosti,
- razvoj novih oblika regulacije tržišta kapitala,
- masovno propadanje najvećih svjetskih poduzeća.

Posebna pozornost posvećena je problemima koji prirodno nastaju zbog različitosti vlasničke i menadžerske uloge unutar korporacije. Zbog razdvajanja vlasništva i funkcije nadzora dolazi do nastanka agencijskih troškova koji proizlaze upravo iz razdijeljenih interesa

vlasnika i menadžera poduzeća. Osim sukoba vlasnika i menadžera, problem se može javiti i između dioničara koji nadziru poduzeće i manjinskih dioničara (Tipurić, 2006).

4. Modeli korporacijskog upravljanja

Ovisno o presudnom utjecaju na odnose u korporaciji, razvila su se dva temeljna modela korporacijskog upravljanja: otvoreni (angloamerički) i zatvoreni (europsko-kontinentalni) model. Modeli se, naravno, razlikuju od zemlje do zemlje, a uvelike ovise o kulturi, nacionalnim obilježjima, tradiciji zemlje te ostalim značajkama. Razlike u modelima su vidljive kroz različitu distribuciju moći, koncentraciju vlasništva i glasačkih prava te kroz druge mehanizme koje imaju za cilj povećati odgovornost menadžera prema vlasnicima poduzeća. Ove razlike uvelike ovise o razvijenosti nacionalne ekonomije zemlje u kojoj poduzeće posluje (Horak, Dumančić, Preložnjak, Šafranko, 2016).

Neovisno o kojem od ta dva sustavu je riječ, dobro korporacijsko upravljanje temelji se na prikladnoj kombinaciji pravne zaštite investitora u poduzeće i razine vlasničke koncentracije (Shleifer i Vishny, 1997).

4.1. Zatvoreni model korporacijskog upravljanja

Kao što i sam naziv govori, riječ je o modelu upravljanja kojeg karakterizira kao glavni mehanizam kontrole, onaj unutarnji. Ovaj model uobičajeno se javlja u zemljama kontinentalne Europe i Japana. Karakterizira ga manje razvijeno tržište kapitala i veća koncentracija vlasništva. Na području Europe riječ je uglavnom o velikim investitorima: bogati pojedinci ili obitelji te velike poslovne banke i značajni institucionalni investitori. Za područje Azije su pak karakteristični investitori keiretsu grupe i poslovne banke. Keiretsu grupe se javljaju u Japanu, a riječ je o mreži financijskih institucija, industrijskih konglomerata i manjih poduzeća, u kojoj velika poduzeća proizvode finalne proizvode, a mala ih opskrbljuju dijelovima (Tipurić, 2008).

Ovaj model se još naziva i kontinentalni ili njemački model korporacijskog upravljanja. Često se može čuti i naziv blockholderski sustav. Pošto je riječ o velikim vlasnicima, nerijetko dolazi do neposrednog odnosa između menadžera i vlasnika. Zatvoreni model korporacijskog upravljanja je dvorazinski model, odnosno unutar korporacije javljaju se dva odbora. Najvažnija tijela unutar korporacije tako čine: nadzorni odbor i uprava te skupština dioničara (Tipurić, 2008).

Prednost ovog modela proizlazi iz značajnog udjela vlasništva unutarnjih subjekata, čime im se omogućuje neposredniji nadzor menadžmenta. Uz to investitori s velikim udjelom vlasništva ostvaruju pravo na kontrolu i imaju tendenciju dugoročnog investiranja i ulaganja u razvoj i napredak poduzeća. Iz tog razloga donose se i poslovne odluke koje su usmjerene na dugoročnu uspješnost poduzeća, a ne teži se samo kratkoročnim i relativno brzim načinima

povećanja vrijednosti za dioničare, koje u dugom roku mogu rezultirati negativnim efektima. Nedostatak ovog modela je mogućnost dominacije, odnosno utjecaja menadžera sa značajnim paketom dionica na nadzorni odbor i njegove odluke. Osim toga neposredan odnos između menadžera i vlasnika može za sobom vući negativne posljedice (Tipurić, 2008).

4.2. Otvoreni model korporacijskog upravljanja

Za razliku od zatvorenog modela, kod otvorenog modela korporacijskog upravljanja glavni mehanizmi kontrole proizlaze izvana. Ovaj model karakterističan je za SAD i Veliku Britaniju, odnosno područja s dobro razvijenim tržištem kapitala. Najveća razlika između otvorenog i zatvorenog modela vidljiva je u vlasničkoj strukturi koja je u ovom slučaju disperzirana, to jest korporacije se nalaze u vlasništvu velikog broja dioničara koji posjeduju relativno male udjele u vlasništvu. Karakterizira ga još i ideologija individualizma i privatnog vlasništva. Iz navedenog se da zaključiti kako u ovom sustavu dioničari nemaju veliki utjecaj i moć nad menadžerskim aktivnostima te su isključeni iz njihovih poslovnih odluka (Tipurić, 2008).

Za otvoreni model se još može ćuti i pod drugim nazivima poput: angloamerički ili anglo-saksonski model. Kako god ga nazivali, riječ je o jednorazinskom modelu korporacijskog upravljanja. Ovdje postoji samo jedan odbor, a taj karakterističan jedinstveni odbor naziva se odbor direktora. Odbor direktora objedinjuje i funkciju nadzora i upravljačku funkciju. Osim toga, ima i dvije osnovne zadaće. Prva zadaća obuhvaća kontrolu poslovnih rezultata, a druga kontrolu strateških odluka (Tipurić, 2008). Odbor usko surađuje s izvršnim direktorom te zajedno s njime donosi odluke o ciljevima i svrsi poslovanja poduzeća (Pučko, 2005).

Prednost ovog modela čini nezavisan odjel direktora koji je zadužen za kontrolu i monitoring menadžera. Time se utječe na smanjenje korupcije i rizika kroz diversifikaciju ulaganja. Kao prednost mogla bi se navesti i kontrola isključivo putem tržišta kapitala, koje je dobro razvijemo i likvidno. Nedostatak ovog modela je manji fokus na dugoročne rezultate te veća orijentiranost ka bržoj i kratkoročnoj maksimalizaciji profita. Kao posljedica toga, javljaju se konflikti između menadžera i vlasnika te su menadžeri obeshrabreni za poduzimanje bilo kakvih dugoročnih investicija koje su nužne za postizanje boljeg položaja na tržištu (Tipurić, 2008).

5. Teorija agenta

Jedan od temeljnih problema korporacijskog upravljanja odnos je vlasnika i menadžera u suvremenim korporacijama. Teorija agenta služi kao instrument u razumijevanju tog problema (Tipurić, 2006). Teorija agenata može se definirati kao deskriptivna, ali jednako tako i kao normativna teorija. Deskriptivna teorija empirijski je strogo orijentirana dok je normativna teorija više orijentirana na prikaz šire slike različitih razmišljanja i tipova privatizacijskih procesa te definiranja moderne organizacije (Kleiman, 1999).

Također, postoje i dva pravca razvoja teorije agenata. Prvi pravac čine pozitivisti. Predstavnici ove teorije agenata smatraju da je potrebno utvrditi situacije u kojima se stajališta principala i agenata gotovo uvijek razilaze. Ovaj korak je ključan kako bi se mogli definirati mehanizmi kojima bi se ograničilo djelovanje agenata. Oni će poslužiti kako bi se uspješno i uz što manje troškove rješavali konflikti između principala i agenata. Upravljački mehanizmi koji služe toj svrsi su: nadzorni odbor, potpuna informiranost i stimulatивно nagrađivanje. Dva su prijedloga za stvaranje efikasnog upravljačkog mehanizma. Prvi prijedlog je ugovorni odnos koji se temelji na učinku. On pretpostavlja kako će se u tom slučaju agent ponašati sukladno interesu principala. Drugi prijedlog odnosi se na značaj efikasnog informacijskog sustava. Pretpostavka je da ukoliko principal raspolaže informacijama pomoću kojih može vrednovati agenta, agent će svoje aktivnosti podrediti interesima principala. Prema Eisenhardt, pozitivistička teorija nije matematički koncipirana, već je usmjerena na specifične situacije i događaje (Eisenhardt, 1989).

Drugi pravac odnosi se na ugovorni odnos principal-agent. Predstavnici ove teorije smatraju da je sukob neizbježan. Razlog tome su različiti interesi dviju strana. Međutim, različiti interesi se prilagođavaju zajedničkim pod utjecajem zajedničkih ciljeva. Naglasak se stavlja na elemente ugovornog odnosa između principala i agenta. Ova teorija usmjerena je na determiniranje najefikasnijeg ugovora te na ponašanje menadžera, a manje se fokusira na dobivene učinke (Eisenhardt, 1989).

Zajedničku točku oba pravca čini važnost definiranja ugovornog odnosa i oblikovanje mehanizama koji će ublažiti, ali ne i ukloniti probleme koji proizlaze iz odnosa principal-agent. Krajnji cilj teorije agenta je pronaći optimalni ugovor odnosa između vlasnika poduzeća i agenta (Tipurić, 2008).

Začetnici teorije agenta su Jensen i Meckling. Oni su željeli pokazati kako se poduzeća ne ponašaju prema načelu maksimizacije. Razlog tome upravo je konflikt interesa koji se javlja među ključnim upravljačkim funkcijama, točnije iz odnosa vlasničke i kontrolne funkcije u velikim poduzećima. Danas, kada se govori o agencijskoj teoriji uzima se puno šira domena.

Teorija se koristi kad god je moguće prepoznati situaciju delegiranja neke aktivnosti koja ima za cilj provedbu neke zadaće (Jacobides i Croson, 2001).

Izvor teorije proizlazi iz ideje da bi odnos principal-agent trebao reflektirati stupanj efikasne informiranosti unutar organizacije i troškove povezane s rizikom poslovanja (Cerović et al., 2011).

Prema Jensenu i Mecklingu teorija agenta opisuje, razjašnjava i formalizira odnos između principala i agenta. Ovaj odnos nastaje kada jedna strana (principal) angažira drugu stranu (agenta) da obavi određeni posao, uključivši i delegiranje određenih ovlasti odlučivanja (Jensen i Meckling, 1976). Ugovor između agenta i principala nazivaju unutarnjim "pravilima igre". Ugovor specificira prava i obveze svakog agenta u poduzeću, kriteriji po kojima se agenti vrednuju i koje moraju zadovoljiti, te visinu naknade koju će agenti ostvarivati (Fama i Jensen, 1983).

Principalom se naziva ona strana koja povjerava obavljanje zadaće agentu. Principal angažira agenta kako bi ostvario željene učinke pomoću resursa kojima raspolaže. Postoje dva razloga angažmana: (1) nedostatak potrebnog znanja i sposobnosti ili je riječ o kompleksnom poslu koji je previše složen pa mu nedostaje znanja za provedbu određenih, pojedinačnih faza posla i/ili (2) principal nema dovoljno raspoloživog vremena i/ili snage; opseg posla je i suviše velik, vrijeme izvedbe je prekratko ili je zauzet obavljanjem nekog drugog posla (Goić, 1995).

Agencijski odnos nastaje u trenutku kada principal delegira posao agentu. Agentova je zadaća optimalno obaviti posao kako bi se realizirao interes principala. Agent bira način provedbe i djelovanja, koje za rezultat ima određeni efekt. Prema tome koristi koje ostvaruje principal direktno ovise o djelovanju agenta (Tipurić, 2008). Njihov odnos je više hijerarhijski uspostavljen, te se veliko značenje pridaje moći principala za kontrolom, nagrađivanjem ili kažnjavanjem agenata (Kleiman, 1999).

Kako agent preuzima odgovornosti i rizike, za obavljane posla očekuje adekvatnu nagradu. U načelu, nagrada agentu se dogovara ex ante, a obveza je principala da ju isplati. Visina nagrade određuje se i ovisi o interesu koji principal ima u realizaciji posla povjerenog agentu. Kod principala se javlja rizik od neuspjeha, ali on prisvaja i efekte provedbe zadaće koja je umanjena za dogovorenu nagradu agentu (Tipurić, 2008).

Dobit, odnosno nagrada koju ostvaruje agent iskazuje se kao trošak sa stajališta principala, dok je trud agenta njemu samom trošak, a principalu donosi koristi (uz pretpostavku da veći trud izravno vezuje i bolje postignuće u obavljaju zadaće dodijeljene agentu). Agentu međutim nagrada nije jedini motiv. Za agenta je ključan odnos između složenosti i težine zadaće te visine naknade za njeno obavljanje. Cilj je ostvariti što povoljniji odnos između ovih

relacija. Prirodno je da agent teži za što jednostavnijim i lakšim zadaćama i načinima njihova obavljanja koji će mu donijeti što je moguće veću nagradu (Tipurić, 2008).

Postoji nekoliko polaznih pretpostavka na temelju kojih se gradi odnos između agenta i principala. Te pretpostavke su (Cerović et al., 2011):

- principal i agent djeluju u vlastitom interesu,
- njihova je racionalnost ograničena,
- imaju averziju prema riziku.

Iz različitosti individualnih preferencija i različitog odnosa spram rizika kao i različitog stupnja informiranosti u poslovanju poduzeća dolazi do djelomičnog konflikta interesa i smanjenja efikasnosti poslovanja, a zbog pojave asimetričnih informacija otvara se mogućnost za nastajanje agencijskih troškova (Cerović et al., 2011).

Zbog navedenog dolazi do takozvanog agencijskog problema. Ove dvije strane (vlasnik i menadžer) bi trebale surađivati, međutim zbog drugačijih ciljeva kao i drugačije podjele poslova dolazi do razilaženja (Debelić, 2013). Više o samom agencijskom problemu i što je on zapravo može se saznati u nastavku rada.

6. Problemi agencijskog odnosa

Središnju točku teorije agenta čini ugovorni odnos između principala i agenta. U interesu principala je maksimizacija vlastite koristi i istodobno minimiziranje troška (davanja agentu), dok se s druge strane nalazi agent koji za cilj ima maksimizaciju vlastite koristi. Temeljna problematika kojom se ova teorija bavi proizlazi iz agencijskog odnosa koji se očituje kada dvije ili više suradničkih strana imaju drugačije ciljeve i podjelu poslova u ostvarenju tih ciljeva, a realizacija ciljeva im se međusobno prožima i djelomično ili u potpunosti međusobno uvjetuje (Debelić, 2013).

Glavni problem u ovom odnosu čini nemogućnost principala da u potpunosti i bez troškova nadzire djelovanje agenta. Na strani agenta javljaju se problemi usred delegiranja odlučivanja koje navode Muller i Turner (2005):

- svaka strana nastoji maksimizirati svoju korist pa dolazi do diversifikacije interesa principala i agenta,
- principal ne može bez naknade nagledati rad i odluke agenta,
- principal ne raspolaže istim informacijama kojima raspolaže agent.

Ovi problemi ukazuju na mogućnost javljanja oportunog ponašanja na strani agenta te se javlja informacijska asimetrija između principala i agenta, uglavnom u korist agenta.

Iz navedenog razloga agent i principal sklapaju ugovor. Ugovor služi kako bi se uskladili oprečni ciljevi dviju strana. Upravo se agencijska teorija bavi problemom razvoja optimalnog ugovornog odnosa između agenta i principala. Teorija se vodi pretpostavkom kako bogatstvo principala neće biti maksimizirano iz više razloga: principal i agent imaju različite interese, raspolažu različitim informacijama do kojih nemaju jednak pristup, sklonost riziku je različita te se javlja oportunizam (Tipurić, 2008).

Različitost interesa ovih dviju strana kao i različite preferencije prema riziku dovode do stvaranja dvaju problema. Prvi problem se javlja u slučaju da su želje i ciljevi principala i agenta u konfliktu. Kada se sukobljene strane nađu u ovoj situaciji korist se uobičajeno javlja na strani agenta. Naime, principalu u određenim situacijama teško ili samo uz velike troškove može u potpunost procijeniti rad agenta te utvrditi da li se agent ponaša u skladu s očekivanjima i nalogom koju je dobio od strane principala. Drugi problem koji se javlja kod agencijskog odnosa tiče se dijeljenja rizika. Rizik za obje ugovorne strane javlja se već prilikom sklapanja ugovornog odnosa temeljem različitih preferencija. Principal snosi rizik gubitka uloženog kapitala, dok agent riskira gubitak dijela nagrade, a javlja se i rizik od raskida ugovornog odnosa (Tipurić, 2006). Uglavnom principal i agent imaju različite sklonosti i različite stavove

prema riziku. U skladu s time, preferiraju poduzimanje različitih aktivnosti i akcija te teže drugačijem djelovanju koje je u korelaciji s njihovim averzijama prema riziku (Debelić, 2013).

Za očekivati je da će principal, odnosno vlasnik biti skloniji riziku od agenta. Razlog leži u činjenici da vlasnik, odnosno dioničar drži diverzificirajuću imovinu u poduzeću, za razliku od agenta koji drži nediverzificirajuću imovinu u poduzeću. Međutim, sve ovisi od situacije i uzimajući u obzir činjenicu da agent ne upravlja vlastitim novcem, s psihološkog stajališta, lakše donosi neke poslovne (Tipurić, 2006).

6.1. Oportunističko ponašanje

Kada je riječ o oportunizmu ovdje se podrazumijeva neracionalno korištenje principalovih sredstva od strane agenta. Riječ je o sebičnom djelovanju agenta. On je motiviran vlastitim interesima i teži iskorištavanju svake situacije u vlastitu korist. Ovakav način ponašanja je u skladu s pretpostavkom da svaki pojedinac teži maksimizaciji vlastite koristi. Tako će agent uvijek odabrati onu razinu napora koja će u konačnici donijeti rezultate koji maksimiziraju njegovu korist čak i ako to znači da će naštetiti principalu koji ga plaća (Tipurić, 2008).

6.2. Informacijska asimetrija

Iduća karakteristika koja se javlja u odnosu principal-agent jest informacijska asimetrija. Ona pretpostavlja nejednak pristup informacijama dviju strana. Kao što je već bilo navedeno, obično je agent taj koji raspolaže većom količinom informacija. Razlog ove prednosti agenta nad principalom je što je on taj koji obavlja zadaću. Od samog nastanka ugovornog odnosa javlja se i nedostatak informacija. Uvjeti predmetnog posla često nisu u potpunosti poznati, nedostaju neke bitne informacije o prirodi te potencijalnim rizicima i rezultatima posla kao i informacije o temeljnim međusobnim karakteristikama (Tipurić, 2008).

Zbog nedostatka informacija i informacijske asimetrije principalu je znatno otežan nadzor nad djelovanjem agenta i kontrola njegovih aktivnosti kako bi se postigla maksimizacija koristi za principala. Iz navedenog se može zaključiti kako je veća vjerojatnost da se agent ponaša oportunistički što je veća asimetričnost informacija (Tipurić, 2008). Jacobides i Croson definirali su nadzor principala nad agentima kao proces kojim se prikupljaju informacija u svrhu ograničavanja aktivnosti agenata ili daljnje podupiranje započetih aktivnosti (Jacobides i Croson, 2001).

Na početku stupanja u odnos principala i agenta, agencijski mehanizmi dominiraju. Kako se principa oslanja se na signale koje mu agent šalje i cijenu koja mu služi kako bi

prosudio kvalitetu agenta te skuplja informacije o agentu i s njime razvija odnos, principal ocjenjuje agenta te donosi konačnu odluku o okončavanju odnosa ili prelaska u dugoročnu suradnju (Singh i Sirdeshmukh, 2000).

Upravo oportunističko ponašanje, informacijska asimetrija, informacijska nepotpunost te nesigurnost u okolinu dovode do pojave dvaju problema agencijskog odnosa. Problemi koji se javljaju su (Tipurić 2008):

- problem skrivene informacije,
- problem skrivenog djelovanja.

6.2.1. Problem skrivene informacije

Skrivena informacija javlja se prije stupanja u agencijski odnos i prije potpisivanja ugovora između principala i agenta. Ovdje je agent u prednosti zato što posjeduje informacije koje su principalu nedostupne te može sakriti neke informacije od samog principala. Agentu se javlja prilika da se prikaže u boljem svijetlu nego što jest. Zbog problema skrivene informacije principal mora biti oprezan i pažljiv pri odabiru agenta kako si ne bi stvorio dodatne troškove (Tipurić, 2008).

Ispravan način odabira agenta ne postoji. Principal se pri izboru agenta može poslužiti dvjema mogućnostima. Prva mogućnost koja se nudi principalu je učinit detaljno istraživanje na tržištu agenta, a druga je kreiranje više ugovora i ponuda istih agentima (Tipurić, 2008). Ponuda agentima više ugovora može se provesti na dva načina. Principal može kreirati više ugovora koje nudi agentima. Odabirom jednog od ponuđenih ugovora, agent odaje informacije o sebi i o motivaciji, odnosno trudu koji je spreman uložiti u posao. Ovdje se javlja takozvana „informacijska renta“. To je matematički prikaz razlike u ugovorima koje kreira principal za procjenu agenata, a pokazuje da dobar agent dobiva ekstra dodatak za otkrivanje sposobnosti koje posjeduje. Ugovori koje kreira principal formirani su tako da je potrebna razina truda na razini gdje se lošem agentu ne isplati varati već će odabrati onaj ugovor koji zahtijeva nižu razinu truda, a s druge strane kreiraju se ugovori koji zahtijevaju veću razinu truda od strane agenta, ali se formiraju na način da se dobrom agentu ne isplati varati da je loš i da odabere ugovor za lošeg agenta (Macho-Stadler i Perez-Castrillo, 2001).

Signaliziranje također služi za rješavanje problema skrivene informacije. Agent signalizira informacije putem neke odluke, radnje i slično kada mu to ide u prilog. Signaliziranjem se u većoj mjeri služe dobri agenti i njima se isplati ulagati u signaliziranje kako bi principal bio upoznat s njihovim kvalitetama i razinom efikasnosti. S druge strane ulog u signaliziranje mora biti na razini da se lošim agentima ne isplati ulagati u njih, a opet ne previše visok kako ne bi odbio dobre agente (Tipurić, 2008).

Prema mišljenjima stručnjaka nadgledanje agenta pri problemu skrivene informacije nema smisla. Razlog tome je informacijska asimetričnost. Principal nema informacije kojima raspolaže agent pa iz tog razloga ne može ni znati da li agent djeluje ispravno.

6.2.2. Problem skrivenog djelovanja

Kada principal ne može provjeriti što agent uistinu čini i kako obavlja svoj zadatak naziva se situacija skrivenog djelovanja. Zbog prirode posla principal vidi samo konačan rezultat agentovog djelovanja, ne može znati da li je agent uistinu uložio maksimalan trud i u potpunosti djelovao u korist principala. Ovdje dolazi do takozvanog „moralnog hazarda“. Moralni hazard je situacija koja se javlja zato što je agent izoliran od rizika te se iz tog razloga ponaša drugačije nego što bi se ponašao da je izravno izložen istome (Institut za javne financije, bez dat.). U ovom slučaju agent ne isporučuje principalu razinu usluge, odnosno kvalitete koja je bila ranije specificirana u ugovornom odnosu.

Do skrivenog djelovanja dolazi nakon potpisivanja ugovora. Agent iskorištava situaciju zato što je svjestan da ga principal ne može u potpunosti nadgledati. Razlozi ograničenja procjene djelovanja agenta su veliki troškovi na strani principala za nadgledanje agenta i znatan utjecaj faktora iz okoline na učinak agentova djelovanja (Padilla, 2003).

Problem skrivenog djelovanja sa sobom donosi i dodatne probleme za principala. Oni se javljaju prilikom sklapanja ugovora, a odnose se na kompenzacijski paket temeljen na uloženom trudu i kompenzacijski paket temeljen na rezultatima. Kod kompenzacije temeljenje na trudu teško je definirati trud jer je nadgledanje skupo, a kod kompenzacije na temelju rezultata ponovno je teško odrediti vezu između truda koji je uložio agent i konačnog, ostvarenog rezultata (Tipurić, 2008).

Kako bi se agenta u što većoj mjeri spriječilo da skriveno djeluje odnosno kako bi se smanjio moralni hazard potrebno je alocirati rizik. Prema teoriji agenta između principala i agenta postoji različita percepcija i odnos spram riziku (Eisenhardt, 1989). Alokacija rizika postiže se novčanim premijama, a postoje dva ekstrema. Mogući scenariji su da principal snosi sav rizik, ali i raspolaže cjelokupnim prihodom koji je umanjeno za fiksni iznos plaće agenta. Kao drugi ekstrem agent snosi sav rizik, ali u ovom scenariju on raspolaže i cjelokupnim prihodima umanjeno za fiksni iznos koji plaća principalu (Tipurić, 2008).

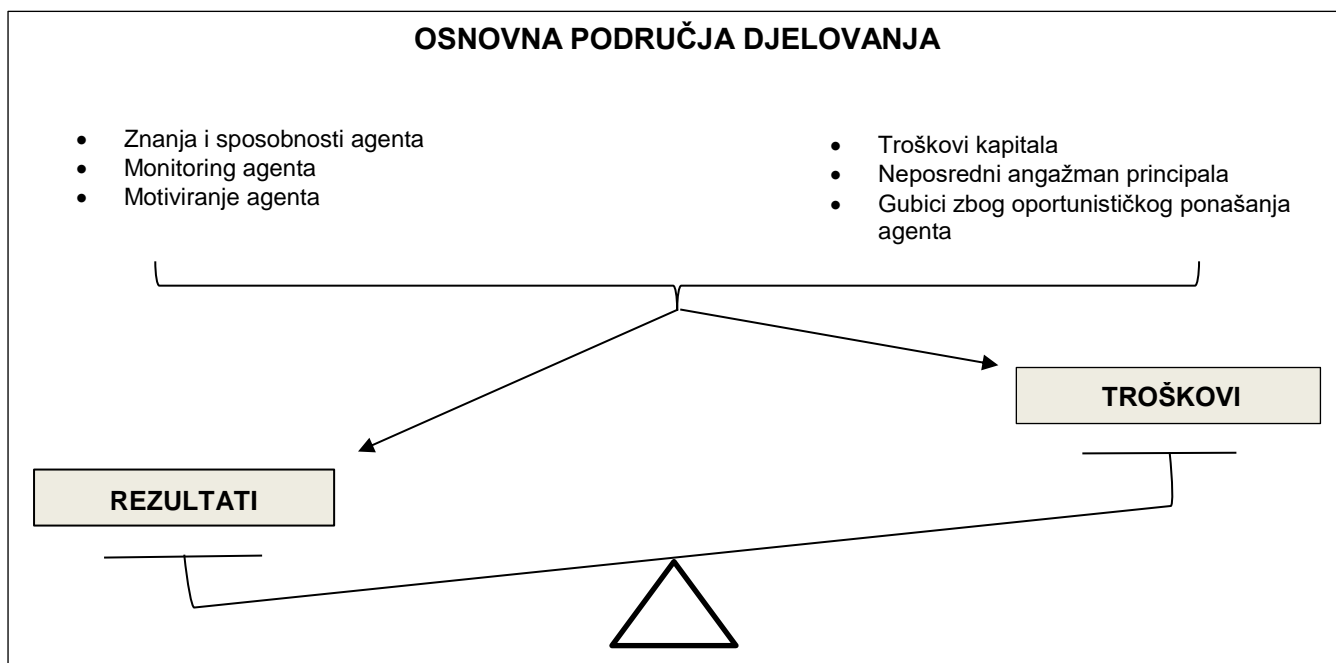
Upravo je zadaća principala da ugovorom i sustavom nagrađivanja stvori poticajno okruženje i motivaciju za rad agenta, a da istovremeno ne uđe u ekstrem gdje sav rizik prenosi na agenta. Kao što su naveli Bloom i Milkovic, ugovorni odnos trebao bi reflektirati optimalni kompenzacijski sustav između truda i sklonosti rizika agenta (Bloom i Milkovic, 1998). Osim toga, bit teorije je u činjenici da pojedinci, ukoliko su racionalni, za cilj imaju suzbiti i kontrolirati

konflikte kako ne bi nastajali dodatni troškovi te kako bi podijelili dobit koja proizlazi iz odnosa (Jansen, 1994).

7. Efikasnost odnosa principal-agent

Odnos između principala i agenta postao je dominantan oblik poslovanja u suvremenim poduzećima. Temelji se na ugovoru o ispunjenju obaveza dvaju subjekata. Kako bi se mjerila efikasnost odnosa principala i agenta potrebno je poznavati troškove koje snosi principal te rezultat poslovanja poduzeća, odnosno pokazatelji financijske uspješnosti. Kako bi se odredila efikasnost u odnos se stavlja vrijednost rezultata poslovanja i ulaganje od strane principala (Tipurić, 2006).

Cilj je postići što veću razinu efikasnosti ugovornog odnosa principal-agent. Svaka aktivnost usmjerena k njenom povećanju za sobom vuče dvostrane efekte, odnosno svaka aktivnost koja utječe na povećanje rezultata, u pravilu, istovremeno povećava i troškove. Jednako tako, svaka mjera koja utječe na smanjenje troškova za sobom vuče i smanjenje rezultata. Zbog ovog dvostranog efekta, teži se maksimiziranju razlika između te dvije vrijednosti (Goić, 1995).



Slika 1: Ravnoteža djelovanja na efikasnost odnosa principal – agent

(Prema: Goić, Srećko: Teorija agencije kao temeljni koncept odnosa u suvremenom poslovanju, Računovodstvo i financije, br. 11, studeni 1995., str. 90)

Kao što je prikazano na Slici 1, efikasnost ugovornog odnosa između principala i agenta može se sagledati kao ravnoteža koju se cilja postići. Potrebno je balansirati između dvije skupine aktivnosti koje se nalaze na suprotnim stranama, jedna strana dovodi do rezultata, a

druga do troškova. Težnja je postići što veće rezultate uz što manje troškove, odnosno postići maksimalnu razliku prilikom izvođena aktivnosti na strani rezultata i troškova.

7.1. Trošak agenta

Trošak agenta gleda se kao oblik transakcijskog troška koji nastaje unajmljivanjem menadžera od strane principala. Javlja se zbog nemogućnosti potpunog utjecaja i osiguranja djelovanja i aktivnosti menadžera u najboljem interesu principala (Goić, 1995). Uspostavom agencijskog odnosa između principala i agenta, pod pretpostavkom da se i principal i agent ponašaju s ciljem maksimiziranja korisnosti, a uslijed pojave asimetričnih informacija, moralnog hazarda i pogrešnih izbora, dolazi do nastanka agencijskih troškova. U agencijske troškove mogu se svrstati sva materijalna i nematerijalna sredstva koja principal ulaže da bi u određenoj mjeri kontrolirao ponašanje agenta i time osiguravao optimalno korištenje vlastitih sredstava uloženi u poduzeće, ali i troškovi koje napravi agent na račun principala sa svrhom ostvarenja vlastitog probitka (Cerović et al., 2011).

Agencijski troškovi mogu se shvatiti kao svi troškovi koji padaju na teret vlasnika poduzeća, a odnose se na sprječavanje moralnog rizika koji nastaje na strani menadžera. S gledišta vlasnika poduzeća, agencijski se troškovi mogu sagledati kao oportunitetni troškovi. S tog stajališta vrijednost poduzeća je uvijek veća u slučaju da je vlasnik ujedno i menadžer poduzeća, nego u slučaju kada se vrši podjela vlasnik-menadžer (Cerović et al., 2011). Prema teoriji agenata, trošak agenata stavljen u odnos s razinom vlasništva inicijalnog vlasnika poduzeća obrnuto je proporcionalan. Trošak agenata raste kako se povećava broja vlasnika koji nisu ujedno i menadžeri poduzeća (Ang, Cole, Wuh Lin, 2000).

Ovaj trošak zapravo predstavlja izgublenu vrijednost, on je neizravan trošak. Ne nastaje kroz stvarne utroške ili isplate, već donošenjem odluka koje nisu u skladu s interesima one grupe ljudi za čiji račun agent donosi odluke i djeluje. Zato se kaže kako je trošak agenta oportunitetni trošak. Međutim, on nije neizbježan. Mjerama, poput praćenja i kontrole, ograničavanjem i osiguranjem uvjeta za djelovanje u interesu principala, može se smanjiti trošak agenta. Sve ove mjere izazivaju dodatne troškove. Tako nastaju izravni troškovi agenta (Orsag, 2015).

Trošak agenta varira od poduzeća do poduzeća, a ovisi o unutarnjim ali i vanjskim faktorima. Unutarnji faktori koji utječu na troškove su pojedinačne preferencije menadžera, odnosno agenta i želja za ostvarenjem vlastitog blagostanja u odnosu na blagostanje poduzeća. Troškovi se razlikuju i ovisno o slobodi koju agent ima u upravljanju poduzećem, odnosno o uloženi naporima principala, odnosno vlasnika da kontrolira aktivnosti menadžera. S druge strane javljaju se vanjski faktori koji utječu na trošak agenta, a tu spadaju:

pritisak investitora i kreditora, tržišna pozicija poduzeća i "tržište menadžera" (Cerović et al., 2011). Snaga „tržišta menadžera“ po mišljenjima nekih od teoretičarima jedan od snažnijih indirektnih faktora kontrole menadžerskih aktivnosti jer strah od gubitka zaposlenja smanjuje rizično ponašanje i moralni hazard menadžera (Fama, 1980).

Agencijski troškovi predstavljaju značajne probleme u vođenju poduzeća jer predstavljaju istovremeno privatne i javne troškove, a nastaju razdvajanjem vlasništva i kontrole nad poduzećem neovisno o sektoru u kojem djeluju. Jezgru problema čine različiti ciljevi menadžera i vlasnika (Zhang, Li, 2008). Također, problem predstavlja nemogućnost direktnog mjerenja ovog troška iz tri osnovna razloga. Prvi razlog proizlazi iz činjenice da se pokazatelji uspješnosti poslovanja poduzeća izračunavaju kao omjeri iz financijskih ili burzovnih izvještaja. Pokazatelji ne uzimaju u obzir razlike u egzogenim tržišnim uvjetima koje utječu na vrijednost poduzeća, a koje nisu pod kontrolom menadžera pa samim time ni ne mogu odražavati agencijske troškove. Također, izvještaji ne iskazuju odmak trenutne uspješnosti od optimalnog poslovanja kada bi agencijski troškovi bili minimalizirani. Drugi je problem mogućnost obrnutog djelovanja. Prema teoriji troška agenta kapitalna struktura bi trebala djelovati na performanse poduzeća, međutim može se desiti situacija kada uspješnost poslovanja poduzeća djeluje na kapitalnu strukturu. Treći problem javlja se u slučaju da je otežano utvrđivanje vlasničke strukture poduzeća, a suptilnost modela putem kojim se aproksimiraju agencijski troškovi često ovisi upravo o toj strukturi (Berger, Bonaccorsi di Patti, 2006).

Velik utjecaj na smanjenje troškova agenata ima funkcija računovodstva. Računovodstvo to čini tako što redovito piše financijske izvještaje koji podliježu kontroli vanjskih, nezavisnih revizora. Dva su važna područja pod utjecajem računovodstva kojima ova funkcija može utjecati na visinu troškova agenata, odnosno na samo ponašanje i aktivnosti agenta. To su: umanjivanje manipulativnih radnji menadžmenta i transparentnost izvještavanja. U slučaju da menadžment može utjecati na izradu financijskih izvještaja, potrebno je strogo i jasno definirati standarde izrade financijskih izvještaja. Kada transparentnost u financijskom izvještavanju nije na zadovoljavajućoj razini, ona može utjecati na porast troškova nadzora. Kako bi se postigla zadovoljavajuća razina transparentnosti najbolja praksa je javno objavljivanje svih informacija ili u obliku financijskih izvještaja ili zabilježaka (Livermore, Blanchette, 2001).

Sam trošak agenta uključuje nekoliko potkategorija troškova, a različiti stručnjaci koriste i različite podjele troškova. Tu spadaju: trošak odabira najboljih menadžera, trošak prikupljanja informacija za uspostavljanje najuspješnijeg poslovnog standarda, troškovi nadgledanja agenata, troškovi uvećavanja nagrada agentima i rezidualni gubitci (Kleiman, 1999).

7.1.1. Trošak agenta iz različitih perspektiva

U nastavku odlomka pažnja će se u većoj mjeri posvetiti sagledavanju troška agenta iz perspektive dvaju različitih autora koji dominantno proučavaju ovaj problem. Prvi na redu koji su se pozabavili troškom agenta su Jenes i Meckling.

Prema Jensen i Meckling trošak agenta nastaje u svakoj situaciji gdje dolazi do suradnje dvoje ili više ljudi bez obzira da li postoji jasan odnos principal-agent. Također, smatraju da se problem u odnosu principal-agent javlja u svim organizacijama i u svim suradničkim aktivnostima te na svim razinama u poduzeću.

Napravili su podjelu troška agenta na tri specifična troška. To su (Jensen i Meckling, 1976):

- trošak nadzora principala (eng. monitoring cost),
- trošak vezivanja agenta (eng. bonding cost),
- rezidualni gubitak (eng. residual loss).

Trošak nadzora principala bi trebao dovesti do smanjenja ukupnog troška agenta, barem do razine kada je povećanje troška nadzora manje od smanjenja ukupnog troška. Smatra se specifičnim troškom koji proizlazi kao rezultat kontrole menadžera od strane vlasnika. On uključuje mjerenje uspješnosti različitih aktivnosti koje provodi menadžer i nadgledanje njegova sustavnog djelovanja. Tu se ubrajaju i troškovi menadžerskih naknada propisanih ugovorom, operativnih pravila i budžetskih restrikcija koje snosi principal u svrhu provođenja nadzora nad agentom. Trošak nadzora javlja se u svrhu sprječavanja djelovanja agenta suprotno interesima principala i onemogućavanja aktivnosti koje bi mogle oštetiti poduzeće.

Slijedeći autor koji je proučava trošak agenta jest Goić. On je uz troškove koje su naveli Jenes i Meckling napravio još detaljniju podjelu troškova te dodao troškove koji su specifični za principala. Goić je u troškove nadzora uključio i troškove usmjeravanja koji se mogu sagledati kao suma triju specifičnih troškova. Tu se ubrajaju (Goić, 1995):

- troškova kontrole menadžera u užem smislu,
- troškova mjerenja učinaka,
- troškova stimulativnog nagrađivanja menadžera.

Prva dva troška, kontrole i mjerenja učinaka, mogla bi se zajedno definirati kao troškovi financiranja informacijskog sistema. Ovaj sustav biti će efikasniji što će informacije dostupne principalu, odnosno vlasniku biti kvalitetnije (Goić, 1995). Troškovi simultanog nagrađivanja u pravilu ne bi smjeli prelaziti vrijednost povećanja ukupnog rezultata na kojem se nagrada temelji. Primarno se trošak nadzora aktivnosti agenta veže za principala, međutim kako se u

konačnici naknada agentu određuje ovisno o ukupnim troškovima, taj će trošak u konačnici snositi agent, odnosno menadžer (Tipurić, 2006).

Trošak vezivanja agenta smatra se troškom kreiranja i funkcioniranja sustava koji osigurava tijek poslovanja u najboljem interesu vlasnika, što se postiže činjenicom da su menadžeri ti koji u konačnici snose većinu troškova. Ovi troškovi mogli bi se definirati kao troškovi koje agenti preuzimaju na sebe u svrhu smanjenja sukoba interesa između dviju ugovornih strana. Postoje dvije alternativne metode za utvrđivanje i mjerenje troška vezivanja, iako se u praksi pokazalo gotovo nemogućim njegovo kvantificiranje. Prva metoda mjeri troškove oglašavanja i promoviranja poduzeća, odnosno što su ovi troškovi veći, veća je i transparentnost poduzeća. Transparentnost ima pozitivan efekt na troškove agenta, odnosno što je transparentnost veća, troškovi su manji. Uz to, menadžer promoviranjem poduzeća privlači i dodatnu pažnju onih koji su zaduženi za nadzor nad njegovim aktivnostima. Druga metoda usmjerena je na izračun godišnjeg prihoda od prodaje na uložena sredstva. Prema istraživanjima poduzeća s nižim prihodima od prodaje snose veće troškove agenta. Razlog tome može biti nedovoljan trud agenta što u konačnici rezultira slabijim prihodima poduzeća (Depken, Nguyen, Sarkar, 2005).

Posljedica neusklađenih želja i interesa dviju ugovornih strana u odnosu principal-agent za sobom nosi rezidualne gubitke. Dakle, ovaj trošak može se sagledati kao oportuni gubitak koji nastaje kada se troškovi agenta mogu zamijeniti troškovima principala, ali troškovi principala ne smiju preći smanjenje troškova agenta. Rezidualni gubitak u konačnici snosi sam principal, ako agent djeluje u svoju korist, a na štetu principala. Prema tome, ovaj trošak bi se mogao prikazati izračunom učinka koje bi vlasnik, odnosno principal ostvario samostalno, a zatim ga usporediti s učinkom postignutim ugovaranje odnosa principa-agent (Goić, 1995).

Prema Goiću (1995) principal razlikuje četiri tipa troška, a to su:

- trošak kapitala,
- trošak uloženog vlastitog vremena,
- direktni i indirektni troškovi agenta,
- troškovi usmjeravanja agenata u skladu s interesima principala

Trošak kapitala je iznos kapitala koji se ulaže prilikom provođenja nekog poslovnog pothvata. Ako je angažirano više sredstava od potrebnih, to će rezultirati povećanjem visine troška. Trošak uloženog vlastitog vremena, kao što i sam naziv govori, odnosi se na vrijeme koje principal utroši kako bi vodio, kontrolirao i motivirao agenta uz pretpostavku da sam principal ne sudjeluje u radnom procesu. Direktni i indirektni troškovi agenta nastaju zbog neodgovornog i neprimjerenog postupanja i djelovanja agenta. Kako bi se to spriječilo, potreban je konstantan nadzor principala, što direktno dovodi do povećanja troškova nadzora.

U troškove usmjeravanja agenta u skladu s interesima principala spada više stavaka. Ovi troškovi uključuju troškove kontrole, troškove mjerenja stimulativnog nagrađivanja i druge troškove (Goić, 1995).

7.2. Financijska uspješnost poduzeća

Prema Goiću, ukupni troškovi agenata shvaćeni u užem smislu, mogu se iskazati kao razlika između stvarnih i optimalnih troškova. Optimalni troškovi u ovom se slučaju gledaju kao minimalno mogući troškovi. Cilj poslovanja je maksimizirati rezultate agenta, odnosno približavanje ostvarenog rezultata poslovanja onom optimalnom. Rezultat poslovanja kojeg ostvari agent, naravno, uvijek je manji od maksimalnog mogućeg, ali ključno je da angažmanom agenta uspješnost poduzeća prelazi razinu koju bi ostvarivalo u situaciji da principal djeluje samostalno, bez agenta. Ovaj odnos može se pojednostavljeno prikazati na sljedeći način (Goić, 1995):

$$R_{opt} > R_a > R_p$$

R_{opt} - optimalni (maksimalno mogući) rezultat

R_a - rezultat kojeg ostvaruje agent

R_p - rezultat kojeg bi ostvario principal (bez angažmana agenta)

Kao što je ranije spomenuto, ne postoji precizan i točan način za izračun troška agenta, u skladu s time svako poduzeće svoju uspješnost procjenjuje svojim metodama i pomoću podataka kojima raspolaže. Poduzeća se uglavnom služe pokazateljima profitabilnosti do kojih dolaze na temelju interpretacije povijesnih financijskih pokazatelja iz financijskih izvještaja. Pokazatelji profitabilnosti iskazuju financijsku efikasnost poslovanja poduzeća da neko ulaganje rezultirati većim povratom od uloženog kapitala ili da će investicija uz što manje uloženi sredstava dati što veći financijski rezultat (Ivanović, 1997). Najznačajniji pokazatelj je pokazatelj profitabilnosti imovine (ROA, ROI), a često se još koristi pokazatelj profitabilnosti vlastitog kapitala (ROE) i pokazatelj tržišne vrijednosti poduzeća. Pokazatelji profitabilnosti imovine služe kao mjera oportunitosti ostvarenog profita prema angažiranoj imovini poduzeća. Mogu se gledati kao profitabilnost poslovanja koje se dijeli na pokazatelj ukupne profitabilnosti (ROI- return on investments) i pokazatelj profitabilnosti imovine (ROA- return on assets) ili kao profitabilnost dioničkog kapitala. Pokazatelji profitabilnosti poslovanja temeljni su pokazatelji snage zarađivanja (Dvorski, Ruža, Kovšca, 2007).

Pokazatelji profitabilnosti imovine mjere uspjeh zarada poduzeća koje se analizira (Orsag, 2015). Profitabilnost vlastitog kapitala jedan je od najpouzdanijih pokazatelja efikasnosti menadžmenta. On stavlja u odnos neto dobit nakon poreza i prosječni dionički kapital zajedno s rezervama (Pavković, 2004). Dobit se iskazuje u postocima i što je postotna dobit veća i efikasnost menadžmenta poduzeća je veća. Značaj pokazatelja profitabilnosti imovine očituje se iz mogućnosti prikaza kako se i koliko racionalno koriste sredstva uložena od strane dioničara (Ivanović, 1997). Služi kao mjera za povrat na dionički kapital. Preciznije rečeno, dioničarima pokazuje koliku je dobit menadžment ostvario po novčanoj jedinici udjela dioničara u kapitalu poduzeća (Pavković, 2004). Neki kritiziraju ovaj pokazatelj, smatraju ga neprikladnim za mjerenje profitabilnosti za dioničare jer se dobiva iz bilančnih stavaka. S druge strane, značajan je i omogućuje lako utvrđivanje vrijednost poduzeća u usporedbi s drugim poduzećima iz istog sektora industrije (Dvorski, Ruža, Kovšca, 2007).

Pokazatelj tržišne vrijednosti poduzeća zajedno s pokazateljem profitabilnosti čini osnovne pokazatelje koji ukazuju na tržišnu vrijednost poduzeća sa gledišta investitora. Kako bi se došlo do tržišne vrijednosti poduzeća, potrebno je prvo izračunati tržišnu cijenu dionica i broj dionica u opticaju. Kao tržišnu cijenu dionica obično se uzima prosječna vagana tržišna cijena; zbog njene promjenjivosti na dnevnoj bazi koja je rezultat odnosa ponude i potražnje za istima (Orsag, 2015). Prema Zakonu o preuzimanju dioničkih društava izračun prosječne tržišne cijene definira se na ovaj način: "*Prosječna cijena dionica na burzi ili organiziranom tržištu izračunava se kao ponderirani prosjek zaključnih cijena u zadnja 3 mjeseca prije nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje*" (Zakon o preuzimanju dioničkih društava, 84/02, 87/02, 120/02). Tržišna vrijednost poduzeća dobije se tako da se prosječna tržišna cijena ili zadnja cijena pomnoži s brojem dionica koje su u opticaju.

Ni u kojem slučaju se ne smije poistovjetiti pojam vrijednost i cijena. Vrijednost označava koliko nešto vrijedi. Može biti subjektivna (pojedinac na temelju korisnosti nečeg za njega samog procjenjuje vrijednost) i objektivna mjera (u usporedbi s nečim sličnim, čija vrijednost je poznata). Za razliku od vrijednosti, cijena je novčani iznos kojeg kupac plaća za neki proizvod i/ili uslugu. Ona ovisi o vrijednosti ali je stvar dogovora koji se ostvaruje kupoprodajom (Orsag, 1997).

Mnogi smatraju kako je upravo tržišna cijena poduzeća, jedina relevantna mjera za vrednovanje poduzeća. Jer u konačnici poduzeće vrijedi upravo onoliko koliko je netko spreman platiti za njega. Tu se međutim javlja problem ponude i potražnje, odnosno tržišna cijena poduzeća ne odražava stvarnu vrijednost poduzeća. Uz to investitori i brokери mogu dizati ili spuštati cijenu poduzeća, ovisno o vlastitim interesima, mogu se nuditi premijske cijene ili zbog određenih investicija cijena poduzeća može biti manja. Iz tih razloga, tržišna vrijednost poduzeća u najvećoj mjeri se dobiva preko prosječne tržišne cijene dionica (Orsag, 1997).

U konačnici uspjeh poduzeća u danoj okolini ovisi o agentu, točnije o njegovim znanjima i sposobnostima te motivaciji da iste upotrijebi. Principalov je cilj angažirati agenta koji posjeduje odgovarajuća znanja i sposobnosti potrebna za profitabilno poslovanje poduzeća. Što je agent kvalitetniji i cijena njegovih usluga će rasti. Do kada je odnos prirasta prinosa veći od cijene angažmana agenta, očekivano je da će i potražnja za agentom rasti. Motivacija može varirati tijekom cijelog perioda rada agenta, ali na nju se jednako tako i može cijelo vrijeme utjecati. Potrebna je upotreba različitih mjera i tehnika kako bi se pratio rad agenta te ga se potaklo da djeluje u skladu s interesima principala (Orsag, 1995).

8. Analiza troškova agenta na uspješnost poduzeća

U sljedećem dijelu rada na temelju ranije iznesenih teorija, pokušat će se u praksi prikazati utjecaj troška agenta na profitabilnost poduzeća. Za poduzeća su odabrana ona, koja su od 2012. godine kotirali na Zagrebačkoj burzi, točnije, nalazili se u sastavu dioničkog indeksa CROBEX.

CROBEX je indeks Zagrebačke burze koji je uveden u kotaciju 3. rujna 1997. godine. U pitanju je cjenovni indeks te se dividende ne uključuju u izračun. Dobiva se na osnovi free float tržišne kapitalizacije. Njegova bazna vrijednost iznosi 1.000,00, a frekvencija izračuna prikazuje se u realnom vremenu. Ovaj indeks sastoji se od 15 do 25 dionica. Trenutno broji 18 sastavnica. Da bi dionice, odnosno određena poduzeća bila uvrštena u kotaciju dioničkog indeksa CROBEX, ona moraju trgovati svojim dionicama 75% dana. Maksimalna težina svake sastavnice ne smije prelaziti 10%. Revizija indeksa vrši se na polugodišnjoj bazi i to uvijek treći petak u mjesecu ožujku i rujnu (Zagrebačka burza [ZSE], bez dat.).

8.1. Metodološki okvir istraživanja

Kako bi se došlo do određenih rezultata u samom istraživanju, objašnjenja i razumijevanja istih te u konačnici da bi se donijeli zaključci samog istraživanja koristile su se sljedeće znanstvene metode:

- metoda prikupljanja podataka,
- deskriptivna statistička analiza,
- metoda korelacije,
- metoda dedukcije,
- metoda generalizacije.

Deskriptivna statistička analiza te metoda korelacije izrađene su pomoću alata Microsoft Excel na temelju prikupljenih podataka.

8.1.1. Pristup istraživanju

Glavni problemom ovog istraživanja jest utjecaj troška agenta na uspješnost poduzeća. Uz to se želi vidjeti i povezanost između agencijskih troškova i financijske poluge. Za potrebe izrade ovog rada, korišteni su godišnji izvještaji poduzeća za razdoblje od 2012. do 2019. godine kao i podaci iz Zagrebačke burze kako bi se došlo do poduzeća koja se analiziraju u uzorku ovog istraživačkog dijela.

Cilj je odrediti postoji li veza između uspješnosti poduzeća i troška koji nastaje u tim poduzećima zbog unajmljivanja agenta te koliki je taj utjecaj ako on uopće postoji. Kao pomoćni cilj istraživanja testira se takozvana hipoteza agencijskih troškova. Sukladno tome istraživačka pitanja glase:

- Postoji li utjecaj troška agenta na uspješnost poslovanja mjereno profitabilnošću imovine (ROA) te koliko je on snažan?
- Postoji li utjecaj troška agenta na uspješnost poslovanja mjereno profitabilnošću kapitala (ROE) te koliko je on snažan?

Istraživački dio rada sastoji se od dvije zavisne i tri nezavisne varijable. Zavisne varijable čine pokazatelj profitabilnosti imovine (ROA) i pokazatelj profitabilnosti kapitala (ROE). Nezavisne varijable čine koeficijent obrtaja ukupne imovine (KOUI), koeficijent zaduženosti (DTAR) i omjer operativnih troškova (DTAR) koji ujedno služi za aproksimaciju agencijskih troškova. Razlog korištenja tri nezavisne varijable je što to rade na drukčiji način, odnosno koriste druge financijske podatke.

Cjelokupan istraživački proces se provodi u više koraka, prvobitno se svaki pokazatelj, odnosno mjera analizira zasebno. Određuje se prosjek za svaki pokazatelj unutar jedne godine kako bi se dobio uvid u njihovo kretanje. Kako bi se ono lakše predočilo, sve je prezentirano pomoću grafičkog prikaza. Potom se deskriptivnom statistikom prikazuju osnovne statističke vrijednosti svakog pokazatelja. Podaci za pokazatelje su u ovom koraku detaljniji, organiziraniji i jasnije shvatljivi. Najvažnije mjere se opisuju i dobiva se šira slika o kretanju i rasponu pokazatelja kroz sva poduzeća u uzorku tijekom cijelog perioda promatranja. Treći korak prijelazi na sam cilj istraživanja. U ovom koraku se putem višestruke korelacijske matrice prikazuje povezanost između uspješnosti poduzeća i troška agenta. Uz to se primjenjuju i dvije ranije spomenute nezavisne, kontrolne varijable (koeficijent obrtaja ukupne imovine i koeficijent zaduženosti). Naposljetku se pomoću Pearsonovog koeficijenta korelacije testira i utjecaj financijske poluge na samu razinu agencijskog troška.

8.1.2. Izbor i definiranje uzorka

U istraživanju su se uvijek koristila poduzeća u sastavu CROBEX-a koja su kotirala u drugom periodu revizije indeksa. Razlog odabira upravo tih poduzeća je povećan naglasak na odnosu glavnice i agenta, te je pretpostavka da se unutar tih poduzeća agenti suočavaju sa puno većim izazovima u upravljanju te samim time i nose veću odgovornost nego što je to slučaj kod poduzeća koja ne sudjeluju u trgovini na Zagrebačkoj burzi.

U uzorak su uzeta sva ona poduzeća koja su se kontinuirano pojavljivala u sastavu burzovnog indeksa CROBEX od 2012. do 2019. godine. Riječ je o ukupno deset poduzeća iz različitih djelatnosti i industrijskih grana.

Iz prosjeka je izbačena Zagrebačka banka d.d.. Razlog tome je što ona ima specifičan prikaz bilance, pošto je riječ o poduzeću iz financijskog sektora. Točan popis poduzeća naveden je u Tablici 1. Do potrebnih financijskih pokazatelja došlo se pomoću službenih stranica Hrvatske agencija za nadzor financijskih usluga, točnije njenog Službenog registra propisanih informacija i putem Fine te njenih godišnjih financijskih izvještaja.

Naziv poduzeća u uzorku	Djelatnost poduzeća
AD plastik d.d.	Proizvodnja ostalih dijelova i pribora za motorna vozila
Adris grupa d.d.	Upravljačke djelatnosti
Atlantic grupa d.d.	Nespecijalizirana trgovina na veliko
Atlantska plovidba d.d.	Pomorski i obalni prijevoz robe
Đuro Đaković holding d.d.	Upravljačke djelatnosti
Dalekovod d.d.	Gradnja vodovoda za električnu struju i telekomunikacije
Ericsson Nikola Tesla d.d.	Proizvodnja komunikacijske opreme
Hrvatski telekom d.d.	Djelatnosti žičane telekomunikacije
Končar-elektroindustrija d.d.	Proizvodnja elektromotora, generatora i transformatora
Podravka d.d.	Ostala prerada i konzerviranje voća i povrća

Tablica 1: Popis poduzeća u istraživačkom uzorku
(Izvor: izrada autora prema podacima sa zse.hr)

8.1.3. Opis odabranih varijabli

U radu se koristilo većim brojem varijabli. Koeficijent obrtaja ukupne imovine i koeficijent zaduženosti poslužile su kao nezavisne varijable koje ne nose toliku težinu u samog istraživanja, ali su značajne za objašnjavanje promjena i shvaćanja utjecaja istih na kretanje agencijskih troškova. Odabrana su i dva pokazatelja profitabilnosti koji ukazuju na uspješnost poslovanja, ti pokazatelji su: pokazatelj profitabilnosti ukupne imovine i pokazatelj profitabilnosti vlastitog kapitala. Sve ove mjere detaljnije su pojašnjene u nastavku rada.

Kao prva nezavisna, kontrolna varijabla uzet je koeficijent obrtaja ukupne imovine. Formula kojom se dolazi do koeficijenta glasi:

$$\text{Koeficijent obrtaja ukupne imovine (KOU)} = \frac{\text{ukupni prihodi}}{\text{ukupna imovina}}$$

Ova mjera je određena na temelju već ranije provedenog rada McKnighta i Weira (2008). Za izračun koeficijenta obrtaja ukupne imovine korišteni su ukupni prihodi u odnosu na ukupnu imovinu poduzeća. Umjesto ukupnih prihoda mogla se koristiti i godišnja prodaja. Što je koeficijent obrtaja imovine viši, to bi agencijski troškovi trebali biti niži. Razlog ovakvog odnosa proizlazi iz shvaćanja koeficijenta obrtaja ukupne imovine kao pokazatelja efikasnosti korištenja ukupne imovine.

Koeficijent zaduženosti (eng. *Debt ratio - DTAR*) predstavlja još jednu nezavisnu varijablu. Iako sama po sebi nema toliki značaj za samo istraživanje, bitna je za objašnjavanje promjena i utjecaja iste na cjelokupno poduzeće. Ovaj koeficijent predstavlja udio duga u ukupnoj imovini. Do izračuna njegove vrijednosti dolazi se sljedećom formulom:

$$\text{Koeficijent zaduženosti} = \frac{\text{ukupne obveze}}{\text{ukupna imovina}}$$

Cerović et al. (2011) za aproksimaciju troška koriste takozvani omjer operativnih troškova (eng. *Operating expense ratio – OETS*). U ovom radu također se poslužilo OETS-om u svrhu prikaza troška agenta. On stavlja u omjer prilagođene operativne troškove i prihod od prodaje. OETS služi kao smjernica u uvid koliko uspješno menadžment poduzeća kontrolira operativne troškove. Zbog prilagodbe izračuna s načinom izračuna prema Cerović et al. (2011), korištena je sljedeća formula za operativni trošak:

$$\begin{aligned} &\text{Prilagođeni operativni troškovi} \\ &= \text{poslovni prihodi} - (\text{materijalni troškovi} + \text{troškovi osoblja} \\ &+ \text{vrijednosno usklađenje}) \end{aligned}$$

Sama formula za izračun OETS-a glasi:

$$\text{Omjer operativnih troškova (OETS)} = \frac{\text{prilagođeni operativni troškovi}}{\text{prihod od prodaje}}$$

Dodatno su korištene i varijable koje pokazuju uspješnost poduzeća, odnosno u analizi se koristi pokazateljima profitabilnosti poduzeća. Koristi se pokazatelj profitabilnosti ukupne imovine (eng. *Return on assets - ROA*), odnosno stopa povrata imovine. Navedena vrijednost dobiva se na sljedeći način:

$$\text{Pokazatelj profitabilnosti ukupne imovine (ROA)} = \frac{\text{neto dobit (dobit nakon oporezivanja)}}{\text{ukupna imovina}}$$

Iz navedene formule vidljivo je kako je u pitanju indikator uspješnosti korištenja imovine u stvaranju dobiti. Odnosi se na dobit koju poduzeće ostvaruje iz jedne novčane jedinice

imovine. Kako navodi literatura, veći promet ukupne imovine ukazuje na nižu razinu agencijskih troškova. Prema tome pokazatelj je značajan jer prikazuje sposobnost uprave poduzeća za stjecanjem prihoda s raspoloživim sredstvima i omogućuje prikaz kako se i koliko racionalno koriste sredstva od strane agenta u stvaranju bogatstva. Što je ROA veći, agencijski troškovi bi trebali biti manji.

Drugi pokazatelj koji je odabran za prikaz uspješnosti poslovanja je profitabilnost vlastitog kapitala (eng. *Return on equity - ROE*), odnosno stopa povrata kapitala. Za izračun pokazatelja služi se niže navedenom formulom:

$$\begin{aligned} & \text{Pokazatelj profitabilnosti vlastitog kapitala (ROE)} \\ & = \frac{\text{neto dobit (dobit nakon oporezivanja)}}{\text{glavnica (vlastiti kapital)}} \end{aligned}$$

Ovaj pokazatelj, općenito je jedan od najznačajnijih pokazatelja. Govori o tome koliko novčanoj jedinici dobiti poduzeće generira na jednu jedinicu vlastitog kapitala. Profitabilnost vlastitog kapitala smatra se jednim od najpouzdanijih pokazatelja efikasnosti menadžmenta. Ovaj pokazatelj se ponovno iskazuje u postocima i što je postotna dobit veća i efikasnost menadžmenta poduzeća je veća, odnosno agencijski troškovi su manji. Profitabilnost vlastitog kapitala ukazuje na racionalnost i efikasnost postupaka menadžera u korištenju sredstva koje su uložili dioničari. Značajna je jer dioničarima pokazuje koliku je dobit menadžment ostvario po novčanoj jedinici uloženog kapitala.

8.2. Analiza utjecaja troška agenta na uspješnost poduzeća

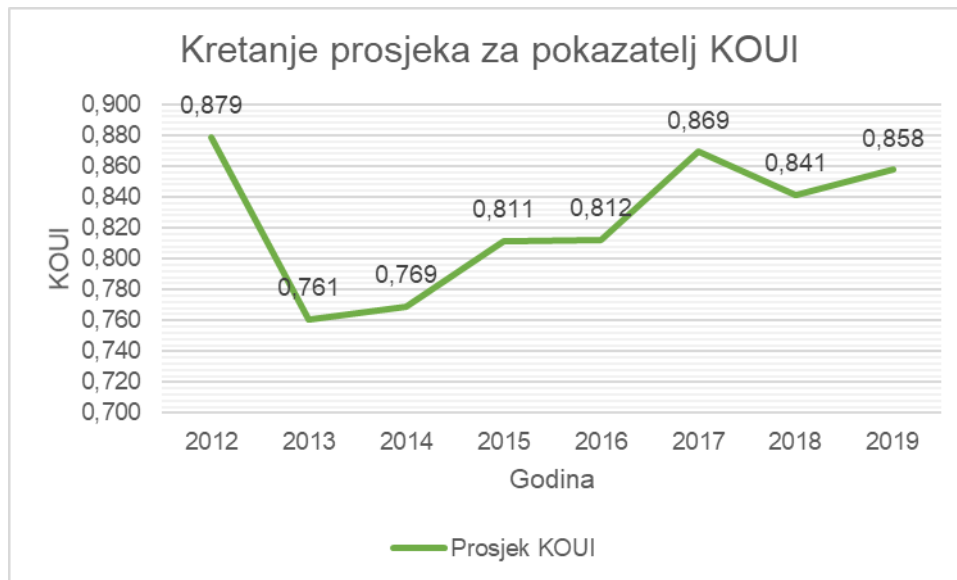
U nastavku rada će se objasniti dobiveni rezultati analize. Analiza utjecaja troška agenta na uspješnost poduzeća provedena je pomoću alata Microsoft Excel, a podaci su preuzeti iz godišnjih financijskih izvještaja poduzeća koja se nalaze u uzorku za razdoblje od 2012. do 2019. godine.

8.2.1. Analiza pokazatelja

Prije svega bilo je potrebno utvrditi vrijednost pokazatelja svih poduzeća koja su se promatrala u razdoblju od osam godina. Iz financijskih izvješća uzeti su potrebni podaci koji su se iskoristili za izračun pokazatelja u nastavku. Kako bi se dobio prosjek po godinama za sva poduzeća koristila se funkcija AVERAGE u Microsoft Excelu.

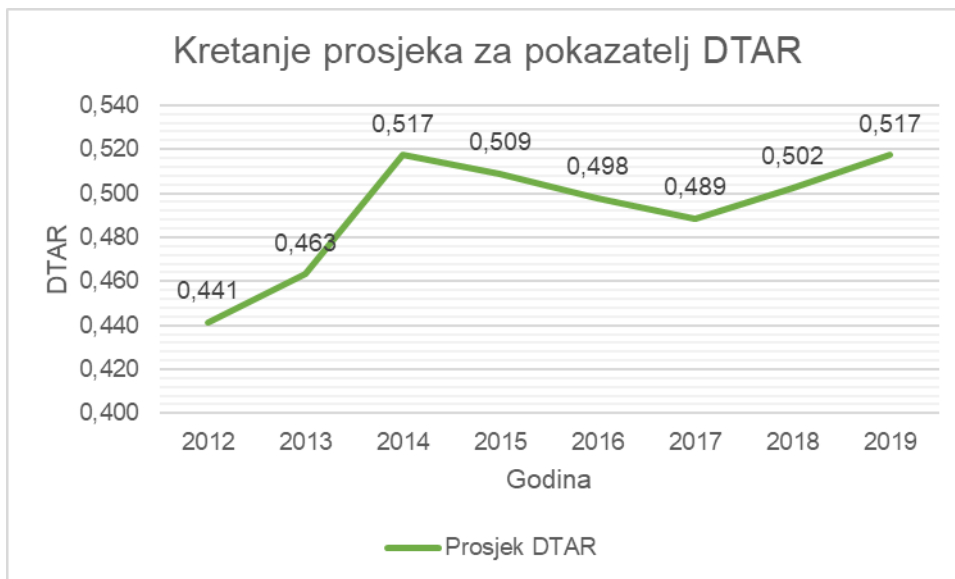
Rezultati prosjeka za koeficijent obrtaja ukupne imovine računa se tako da se u odnos stavlja vrijednost ukupnih prihoda i ukupne imovine. Nakon što se dobe rezultati za sva

poduzeća i sve godine koristi se funkcija AVERAGE koja u izračun uzima sva poduzeća unutar jedne godine i određuje prosječnu vrijednost za to razdoblje. Prosjek za koeficijent obrtaja ukupne imovine kroz razdoblje od 2012. do 2019. godine prikazan je grafički pomoću Slike 2. Njegova prosječna vrijednost kroz cijeli promatrani period iznosi 0,825. Kao što je vidljivo, ne dolazi do većih oscilacija KOUI tijekom promatranog razdoblja. Najveća vrijednost postignuta je 2012. godine u iznosu od 0,879, a najmanja 2013. godine u iznosu od 0,761.



Slika 2: Prosjek za koeficijent obrtaja ukupne imovine
(Izvor: izrada autora, izvadak iz programskog paketa Excel)

Sljedeća nezavisna varijabla za koju je računato kretanje prosjeka jest varijabla DTAR, odnosno koeficijent zaduženosti. Njegova vrijednost dobivena je dijeljenjem ukupnih obaveza (kratkoročnih i dugoročnih) s ukupnom imovinom poduzeća. Nakon što se izračunao DTRA za svih deset poduzeća kroz osam godina promatranja, ponovno se koristila funkcija AVERAGE koja je izračunala prosječnu vrijednost za svaku pojedinu godinu promatranja. Kretanje prosjeka za pokazatelj DTAR prikazan je grafički na Slici 3. Vidljivo je kako nema većih oscilacija kod ovog pokazatelja. Najveću vrijednost postiže 2014. i 2019. godine, u iznosu od 0,517, a najmanja vrijednost dosegnuta je 2012. godine kada iznosi svega 0,441. Prosječna vrijednost kroz svih osam godina promatranja iznosi 0,492.



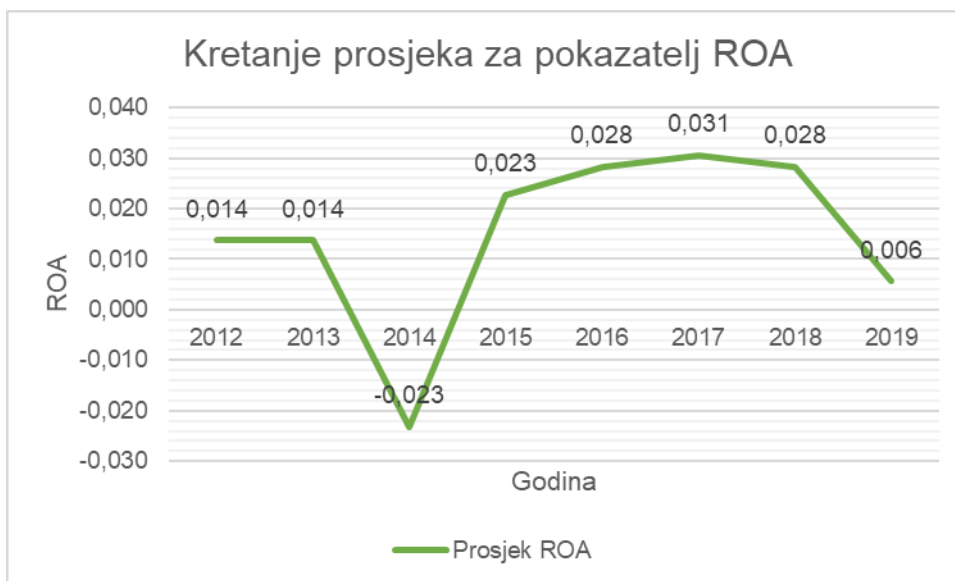
Slika 3: Prosjeck za pokazatelj koeficijenta zaduženosti
(Izvor: izrada autora, izvadak iz programskog paketa Excel)

Slijedeći računati pokazatelj jest omjer operativnih troškova. On služi kao mjera za aproksimaciju agencijskih troškova. Kao i pri prethodnim nezavisnim varijablama, tako je i ovdje izračunata prosječna vrijednost omjera za svaku promatranu godinu. Sam omjer operativnih troškova dobio s stavljanjem u odnos prilagođenih operativnih troškova i prihoda od prodaje. Kretanje OETS-a prikazano je grafički na Slici 4, a njegov ukupan prosjeck kroz promatrano razdoblje iznosi 0,438. Može se primijetiti kako prosjeck ovog pokazatelja ima veliku vrijednost prve dvije godine promatranja (1,072 i 1,173), nakon čega opada i drži vrijednost oko 0,2. Za tako veliku vrijednost u prve dvije godine zaslužno je poduzeće Atlantska plovdba d.d. čiji je OETS vrijednost iznosila 9. Razlog tako visoke vrijednosti OETS-a proizlazi iz visokih poslovnih rashoda koji se javljaju kod Atlantske plovdbje tijekom 2012. i 2013. godine. Najveća vrijednost dosegnuta je 2013. godine u iznosu od 1,173, a najmanja 2018. godine kada iznosi 0,171.



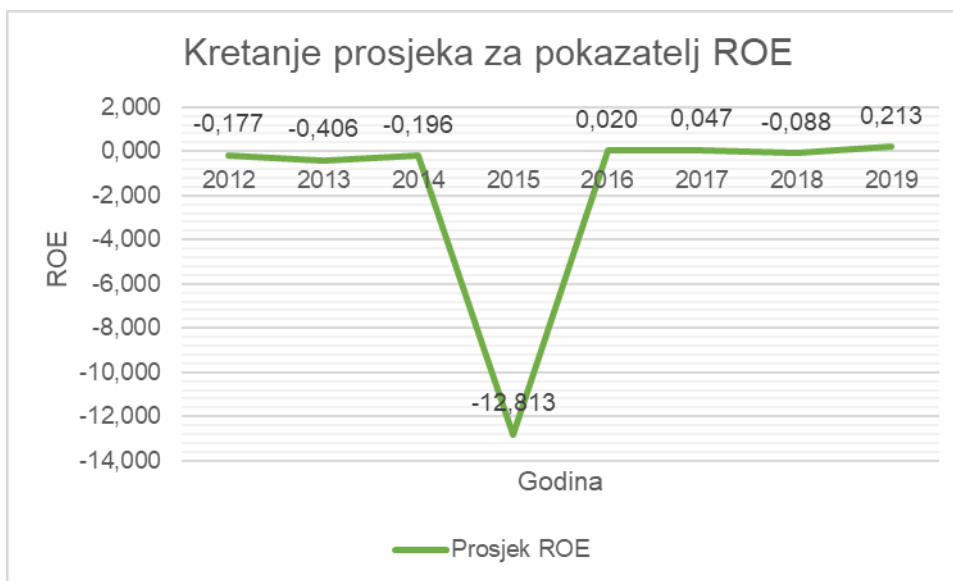
Slika 4: Prosjeck za omjer operativnih troškova
(Izvor: izrada autora, izvadak iz programskog paketa Excel)

Pokazatelj profitabilnosti ukupne imovine čini jedan od pokazatelja uspješnosti poslovanja koji se koristio u testiranju. Njegova vrijednost dobivena je dijeljenje neto dobiti s vrijednosti ukupne imovine. Kretanje prosjeka za pokazatelj ROA prikazano je grafički kroz promatran period pomoću Slike 5. Vidljive su oscilacije kod ovog pokazatelja. Dok je prve dvije godine vrijednost gotovo jednaka, 2014. godine događa se nagli pad i doseže se najmanja vrijednost ROA tijekom promatranog razdoblja, ona iznosi -0,023. Ovaj pad desio se zbog vrlo niskih vrijednosti pokazatelja kod svih poduzeća tijekom 2014. godine, posebice Atlantske plovidbe d.d. čiji ROA iznosi gotovo -0,366. Nakon ovog pada ROA ponovno raste i kreće se na razini oko 0,027 sve do 2019. godine kada ponovno pada. Ovoga puta doseže prosječnu vrijednost od 0,006. Prosjeck pokazatelja u sumi svih godina iznosi 0,015.



Slika 5: Prosjek za pokazatelj profitabilnosti ukupne imovine
(Izvor: izrada autora, izvadak iz programskog paketa Excel)

Prosječna vrijednost za pokazatelj profitabilnosti vlastitog kapitala svih osam godina zajedno iznosi -3,867, a kretanje prosjeka uzorka kroz svaku pojedinačnu godinu prikazano je grafički Slikom 6. Zavisna varijabla ROE se dobiva stavljanjem u odnos neto dobiti i ukupnog kapitala poduzeća. Vidljivo je iz slike kako se desio izniman pad prosjeka kroz promatrano razdoblje u 2015. godini. Zbog tako niske prosječne vrijednosti dolazi zahvaljujući poduzeću Đuro Đaković holding d.d. čiji ROE iznosi -128,723, razlog tome je neto gubitak u vrijednosti -63.863.597 kn, dok je vrijednost kapitala 496.132 kn. Kroz ostali period promatranja ROE se kreće od vrijednosti -0,406 do maksimalne vrijednosti 0,213 koju postiže u 2019. godini.



Slika 6: Prosjek za pokazatelj profitabilnosti vlastitog kapitala (Izvor: izrada autora, izvadak iz programskog paketa Excel)

8.2.2. Analiza deskriptivne statistike

Nakon što su se analizirali svi pokazatelji, slijedeći korak je izrada deskriptivne statistike. Prikaz tablice Deskriptivna statistika pokazatelja dana na Slici 7. Do rezultata sa slike došlo se preko skupnih podataka poduzeća u uzorku za razdoblje od 2012. do 2019. godine.

ROA		ROE		KOUJ		OETS		DTAR	
Mean	0,015	Mean	-1,675	Mean	0,825	Mean	0,438	Mean	0,492
Standard Error	0,010	Standard Error	1,609	Standard Error	0,051	Standard Error	0,164	Standard Error	0,027
Median	0,035	Median	0,064	Median	0,818	Median	0,182	Median	0,471
Mode	#N/D	Mode	#N/D	Mode	#N/D	Mode	#N/D	Mode	#N/D
Standard Deviation	0,091	Standard Deviation	14,395	Standard Deviation	0,452	Standard Deviation	1,470	Standard Deviation	0,242
Sample Variance	0,008	Sample Variance	207,230	Sample Variance	0,204	Sample Variance	2,160	Sample Variance	0,059
Kurtosis	5,779	Kurtosis	79,740	Kurtosis	0,766	Kurtosis	37,231	Kurtosis	-0,542
Skewness	-2,101	Skewness	-8,923	Skewness	0,967	Skewness	6,158	Skewness	0,440
Range	0,504	Range	130,016	Range	1,834	Range	9,952	Range	1,024
Minimum	-0,366	Minimum	-128,723	Minimum	0,170	Minimum	0,010	Minimum	0,111
Maximum	0,138	Maximum	1,293	Maximum	2,004	Maximum	9,961	Maximum	1,135
Sum	1,196	Sum	-134,005	Sum	66,009	Sum	35,001	Sum	39,369
Count	80	Count	80	Count	80	Count	80	Count	80

Slika 6: Deskriptivna statistika pokazatelja (Izvor: izrada autora, izvadak iz programskog paketa Excel)

Prosječna vrijednost pokazatelja ROA iznosi 1,495%. 50% povrata imovine ima vrijednost manju ili jednaku 3,49 kn, a 50% povrata imovine ima vrijednost veću od 3,49 kn. Vrijednost moda nije određena za pokazatelje profitabilnosti imovine (ROA), profitabilnosti kapitala (ROE), koeficijent obrtaja ukupne imovine (KOUJ), omjer operativnih troškova (OETS)

i koeficijent zaduženosti (DTAR). Prosječna vrijednost pokazatelja ROE iznosi -167,507%. 50% povrata kapitala ima vrijednost manju ili jednaku 6,41 kn, a 50% veću od 6,41 kn. Prosječna vrijednost KOUI iznosi 82,511. 50% ukupne imovine uspije se tijekom jedne godine obrnuti više od 81,777 puta, 50% manju ili jednak 81,777 puta. Prosječna vrijednost OETS-a iznosi 43,751. 50% prihoda od prodaje ima vrijednost manju ili jednaku 18,21 kn, a 50% veću od 18,21 kn. Prosječna vrijednost DTAR-a iznosi 49,212. 50% udjela duga u ukupnoj imovini ima vrijednost manju ili jednaku 47,142, a 50% udjela duga u ukupnoj imovini ima vrijednost veću od 47,142.

8.2.3. Analiza korelacijske matrice pokazatelja profitabilnosti imovine i pokazatelja profitabilnosti kapitala

Nakon prva dva koraka, izrađena je korelacijske matrice. Prije nego se krenulo s izradom matrice bilo je potrebno odrediti zavisne i nezavisne varijable. Kao što je prikazano na Slici 8 u prvom stupcu određene su zavisne varijable, njih čine profitabilnost imovine (ROA) i profitabilnost kapitala (ROE) te nezavisne varijable koje čine preostali pokazatelji. Pošto postoji više od jedne zavisne varijable, riječ je o višestrukoj korelacijskoj matrici.

Varijable	N	Srednja vrijednost	Medijan	Maximalna vrijednost	Minimalna vrijednost	Standardna varijacija	Standardna pogreška
Zavisne varijable							
ROA	80	0,015	0,035	0,138	-0,366	0,091	0,010
ROE	80	-1,675	0,064	1,293	-128,723	14,395	1,609
Nezavisna varijabla							
KOUI	80	0,825	0,818	2,004	0,170	0,452	0,051
OETS	80	0,438	0,182	9,961	0,010	1,470	0,164
DTAR	80	0,492	0,471	1,135	0,111	0,242	0,027

Slika 7: Zavisne i nezavisne varijable korelacijske matrice
(Izvor: izrada autora, izvadak iz programskog paketa Excel)

Kako bi se odredila jakost korelacije, korištena je tablica u nastavku koja okvirno određuje stupanj jakosti korelacije:

Irl	Jakost korelacije
0	Nema korelacije
0-0,5	Slaba korelacija
0,5-0,8	Srednje jaka korelacija
0,8-1	Jaka korelacija
1	Potpuna korelacija

Tablica 2: Jakost korelacije
(Izvor: autorska izrada prema Veleri.hr, Korelacijska i regresijska analiza, bez dat)

Prva, od dvije korelacijske matrice izrađena je na temelju zavisne varijable profitabilnosti imovine (ROA). ROA se označava sa X_1 , a ostale nezavisne varijable označavaju se s Y. Nezavisne varijable čine koeficijent obrtaja ukupne imovine (KOU), zatim omjer operativnih troškova (OETS) te koeficijent zaduženosti (DTAR). Kao što je prikazano na Tablicom 3, dijagonala matrice poprima vrijednost 1. Razlog ovakvog rezultata javlja se zato što se svaki pokazatelj dijeli sa sebi istim pokazateljem. Recimo, X_1-Y_1 nosi vrijednost 1 odnosno s gledišta jakosti veze to jest korelacije govorimo o potpunoj korelaciji iz razloga što se u ovom konkretnom slučaju ROA dijeli s ROA. Kada se gleda odnos između X_1-Y_2 , jakost veze, odnosno vrijednost koeficijenta korelacije iznosi 0,9998, što znači da se radi o jakoj korelaciji, odnosno da postoji jak utjecaj između tih pokazatelja. Odnos X_1-Y_3 ima vrijednost 0,9930 što ponovno predstavlja jaku korelaciju između ove dvije varijable. Odnosno pokazatelj OETS ima snažan utjecaj na ROA. Kada se gleda odnos između ROA i DTAR, odnosno kada se stavi u odnos X_1-Y_4 dobiva se iznosi 0,9999 što označava jaku korelaciju, a samim time i jak utjecaj nezavisne DTAR varijable na zavisnu. Iz tablice se može iščitati kako u svim slučajevima postoji iznimno jaka veza između pokazatelja. U svim odnosima između pokazatelja govorimo o gotovo potpunoj korelaciji, odnosno utjecaju.

	ROA	KOU	OETS	DTAR
ROA	1			
KOU	0,999818828	1		
OETS	0,993012481	0,994799627	1	
DTAR	0,999947078	0,999956036	0,993934403	1

Tablica 3: Korelacijska matrica zavisne varijable ROA
(Izvor: izrada autora, izvadak iz programskog paketa Excel)

Druga korelacijska matrica kao zavisnu varijablu ima određen pokazatelj profitabilnosti kapitala (ROE). Kao i kod prve matrice i druga korelacijska matrica koristi iste pokazatelje kao nezavisne varijable u analizi. Iz Tablice 4 ponovno je jasno vidljiva dijagonala matrica koeficijenta korelacije 1. I u ovom slučaju možemo govoriti o potpunoj korelaciji i utjecaj varijabli jedne na drugu. U ovom slučaju X_1 predstavlja pokazatelja profitabilnosti kapitala (ROE), a ostale vrijednosti, odnosno nezavisne varijable označene su s Y, kao i kod prethodne interpretacije matrice korelacije. Nezavisne varijable ovoga puta pokazuje puno slabiji utjecaj na zavisnu varijablu ROE. Kada se gleda odnos X_1 - Y_2 , govori se o srednje jakoj korelaciji koja iznosi 0,6089. Ista, srednje jaka korelacija javlja se i u iduća dva slučaja kada se gleda odnos između ROE i OETS-a te ROE i DTAR-a. U prvom slučaju, X_1 - Y_3 vrijednost koeficijenta korelacije iznosi 0,6224, a pri odnosu X_1 - Y_4 javlja se vrijednost od 0,6063. Dakle možemo govoriti o srednje jakom utjecaju varijabli na zavisnu varijable, profitabilnost kapital.

	<i>ROE</i>	<i>KOUI</i>	<i>OETS</i>	<i>DTAR</i>
<i>ROE</i>	1			
<i>KOUI</i>	0,608923537	1		
<i>OETS</i>	0,622427385	0,994799627	1	
<i>DTAR</i>	0,606250206	0,999956036	0,993934403	1

Tablica 4: Korelacijska matrica zavisne varijable ROE
(Izvor: izrada autora, izvadak iz programskog paketa Excel)

Nakon provedbe analize obiju matrica, može se zaključiti kako omjer operativnih troškova, odnosno mjera koja služi za aproksimaciju troška agenta ima snažan utjecaj na uspješnost poduzeća. Međutim, kada se uspješnost poduzeća mjeri, odnosno prikazuje pomoću profitabilnosti ukupne imovine, OETS koji aproksimira trošak agenta ima puno snažniji utjecaj. Korelacija između ove dvije varijable iznosi 0,9930 što čini gotovo potpunu korelaciju. Tada možemo govoriti da je korelacija između troška agenta i uspješnosti poduzeća jaka, to jest gotovo potpuna. Kada se uspješno poduzeća mjeri pomoću pokazatelja profitabilnosti kapitala, veza između troška agenta i uspješnosti je i dalje snažna, ali više ne u tolikoj mjeri. U slučaju utjecaja OETSA na ROE mjera korelacije iznosi 0,6224. Dakle, trošak agenta u ovom slučaju ima srednje jak utjecaj na uspješnost poduzeća.

8.3. Testiranje hipoteze agencijskih troškova pomoću Pearsonova koeficijenta korelacije

Dosadašnji radovi koja su provela Zhan i Li (2008), Cerović (2011) te McKnight i Weir (2008) poslužile su kao smjernice za ovaj dio istraživanja. Prema navedenim autorima viša razina financijske poluge, odnosno udjela duga u ukupnoj imovini trebala bi dovesti do

smanjenja razine agencijskih troškova, ali naravno do određene optimalne razine duga. Taj je argument poznat kao hipoteza agencijskih troškova.

Provelo se testiranje korelacije pomoću Pearsonova koeficijenta korelacije. Neke od dosadašnjih varijabli korištene su i pri analizi korelacije pomoću Pearsonova koeficijenta korelacije. Nezavisne varijable, koeficijent obrtaja ukupne imovine (KOUI) i omjer operativnih troškova (OETS) stavljene su u odnos s koeficijent zaduženosti (DTAR). Ovoga puta i OETS i KOUI služe kao mjera za aproksimaciju agencijskih troškova.

Pearsonov koeficijent korelacije ili koeficijent jednostavne linearne korelacije, primjenjuje se kada postoji linearna povezanost između dvije predočene varijabla x i y . Pearsonov koeficijent (r) predstavlja brojčani pokazatelj. On mjeri stupanj jakosti i smjer statističke linearne povezanosti između dviju varijabli koje se promatraju. Njegova vrijednost se nalazi unutar intervala $-1 \leq r \leq 1$. Sama vrijednost koeficijenta pokazuje jakost veze, dok predznak ukazuje na smjer. Što je vrijednost koeficijenta bliža 1, bilo da se radi o pozitivnom ili negativnom predznaku, to je stupanj linearne povezanosti veći. Pozitivan predznak ukazuje da porast vrijednosti jedne varijable uzrokuje rast vrijednosti druge varijable, dok negativan predznak, odnosno veza ukazuje da s porastom vrijednosti jedne varijable pada vrijednost druge varijable (Dumičić at al., 2011).

Prvo je u odnos stavljen koeficijent obrtaja ukupne imovine i DTAR. Prema teorija između ove dvije varijable trebala bi postojati pozitivna veza. Točnije rečeno, prema teoriji veći koeficijent obrtaja ukupne imovine sa sobom nosi manje agencijske troškove, a veći DTAR ima za posljedicu veći udio duga u ukupnoj imovini. Znači, razina agencijskih troškova trebala biti niža ukoliko se poveća udio duga u ukupnoj imovini.

Pearsonov koeficijent korelacije za varijable DTAR i koeficijenta obrtaja ukupne imovine iznosi -0,032. Dobivena korelacija ima negativan predznak, odnosno veza između navedenih varijabli je negativna, a sama vrijednost koeficijenta je bliže nuli nego vrijednosti minus jedan, što bi značilo da je jačina veze slaba. U skladu s dobivenim koeficijentom mogli bi smo kazati da povećanje DTAR dovodi do smanjenja koeficijenta obrtaja ukupne imovine. Bolje rečeno, veći udio duga u ukupnoj imovini dovodi do povećanja agencijskih troškova. Ovakav rezultat u suprotnosti je s teorijskim očekivanjima prethodno spomenutih autora.

Slijedeći pokazatelj za aproksimaciju agencijskih troškova je OETS. Kao što je ranije navedeno, pri izračunu je pokazatelj prilagođen modelu koji je korišten u istraživanju Cerović at al. (2011), odnosno napravljena je prilagodba operativnih troškova. Prema teoriji za očekivati je da će postojati negativna veza između ove dvije varijable. OETS ukazuje koliko efikasno menadžer upravlja operativnim troškovima pa prema tome manji pokazatelj sa sobom

nosi i manje agencijske troškove. Moglo bi se reći da je za očekivati kako veći udio duga posljedično rezultira manjim OETS, a sukladno tome i manjim agencijskim troškovima.

Pearsonov koeficijent korelacije za varijable DTAR i OETS iznosi 0,010. I ovoga puta dobiveni rezultat nije u skladu s teorijskim očekivanjima. Riječ je o pozitivnoj vezi, koja je slaba. Prema izračunatom koeficijentu, povećanje DTAR uzrokuje povećanje OETS. Preciznije govoreći, povećanje udjela duga u ukupnoj imovini dovodi do povećanja iznosa agencijskih troškova, pošto se agencijski troškovi u ovom slučaju iskazuju putem OETS.

Može se zaključiti da različiti pokazatelji za aproksimaciju agencijskih troškova ne daju uvijek podjednake rezultate. Istraživanjem i rezultatima korelacije između uvijek iste zavisne varijable DTAR i dviju različitih nezavisnih varijabli, ni u kojem slučaju nije podržana teorijska pretpostavka o tome kako udio duga može smanjiti agencijske troškove.

U konačnici se može zaključiti da bez obzira na samu kompleksnost agencijskih troškova i mogućnosti mjerenja istih, oni se mogu aproksimirati pomoću nekih pokazatelja. Postoji mogućnost odabira različitih mjera, a sam odabir ovisi o istraživaču, ali i prije svega o dostupnim podacima. Provedenim testiranjem došlo se do saznanja kako različite mjere agencijskih troškova u većini slučajeva navode na slične zaključke o njihovoj razini. Ovom analizom opovrgnuta je teorijska pretpostavka kako visina udjela duga u ukupnoj imovini utječe na agencijske troškove. Činjenica da veći udio duga ne djeluje uvijek pozitivno na agencijske troškove značajna je za vlasnike poduzeća te je poželjna njena primjena u praksi kako bi se ostvarila što veća profitabilnost poduzeća.

8.4. Ograničenja istraživanja

Važno je napomenuti kako provedeno istraživanje ima određena ograničenja. Prije svega, Hrvatsko tržište nije toliko razvijeno kao neka druge te samim time ima i nešto drukčije karakteristike. Uz to, uzorak nije uključivao velik broj poduzeća. Prema tome, rezultati istraživanja nisu toliko precizni, za što točniji rezultat trebalo bi uzeti znatno veći uzorak. Znatna utjecaj na rezultat imaju i činjenica kako se u uzorku nalaze poduzeća koja djeluju u različitim djelatnostima. Zbog toga se razina nekih pokazatelja razlikuje i nosi sa sobom utjecaj na ukupan prosjek koji se koristio pri izračunima. Sljedeće ograničenje proizlazi iz same kompleksnosti agencijskog troška. Ne postoji mogućnost apsolutnog izračuna agencijskog troška. Pokazatelji koji su se koristili u njihovom izračunu samo aproksimaciju agencijski trošak, odnosno ni jedan ne omogućuje izračun jediničnog agencijskog troška već samo ukazuju na relativnu, odnosno moguću visinu ovih troškova.

9. Zaključak

U današnje vrijeme je neizbježno kod velikih, suvremenih poduzeća razdvojiti kontrolu od vlasništva. Kao standard se prihvaća zasnivanje odnosa agent-principal. Ovaj odnos predstavlja temelj teorije agenta, a riječ je o složenom i kompleksnom ugovornom odnosu koji s sobom uz brojne prednosti povlači i određene negativne posljedice među kojima se javlja i trošak agenta. Agencijski troškovi značajni su te jednako važni i utjecajni na uspješnost poduzeća kao i svaki drugi trošak. Međutim, ova vrsta troškova iznimno je specifična i kompleksna što onemogućuje njeno jasno i precizno sagledavanje te izračunavanje. Zbog svoje prirodne složenosti često se zanemaruje bez obzira na njihov značajan utjecaj na poduzeće. Danas se u teoriji sve više pažnje i naglaska stavlja na izračunavanje agencijskih troškova te na pronalazak mehanizama koji bi ublažili njihovo djelovanje na uspješnost. Važno je da se i sami vlasnici poduzeća osvijestite i pridaju značajniju pažnju na agencijske troškove. Važno je osvijestiti ih i podučiti o mogućnosti izračuna i utjecaja na smanjenje ovih troškova kako bi se osigurao što bolji rezultat u poslovanju. U suprotnosti, odnos između agenta i principala mogao bi uzrokovati brojne i značajne negativne posljedice na vrijednost poduzeća.

Provedbom analize na uzorku poduzeća u kotaciji burzovnog indeksa CROBEX u razdoblju od 2012. do 2019. godine, gdje su se koristili sekundarni podaci prikupljeni iz financijskih izvještaja, došlo se do rezultata koji ukazuju kako kod poduzeća postoji različita razina agencijskih troškova i da ona oscilira kroz promatrane godine. Postoje brojni pokazatelji kojima se mogu aproksimirati agencijski troškovi, a u ovom radu ponajprije je korišten omjer operativnih troškova za prikaz istih. Uviđa se kako agencijski troškovi u svakom slučaju imaju utjecaj na uspješnost poduzeća, bez obzira kojim pokazateljem se uspješnost mjerila. U slučaju mjerenja uspješnosti profitabilnošću ukupne imovine utjecaj agencijskog troška je gotovo potpun, odnosno riječ je o jakoj, gotovo potpunoj korelaciji. Kada se uspješnost poduzeća prikazuje pomoću profitabilnosti kapitala govori se o vezi koja je srednje jaka. U svakom slučaju, korelacija između uspješnosti poduzeća i troška agenta ne može se opovrgnuti. Također testiranjem hipoteze troška agenta došlo se do rezultata koji opovrgavaju teoriju, bez obzira na korištenje dvaju različitih pokazatelja koji u svojim izračunima koristi različite financijske podatke. Važno je biti svjestan ograničenja istraživanja prilikom tumačenja rezultata te uzeti u obzir njihov utjecaj. Financiranje dugom često se navodi kao jedan od mehanizama korporacijskog upravljanja za smanjenje agencijskih troškova i samim time utjecanje na povećanje financijske uspješnosti poduzeća.

Popis literature

1. Ang, J. S., Cole, R. A., Wuh Lin, J. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1. Preuzeto 20.07.2021. s: https://books.google.hr/books?hl=hr&lr=&id=AiPLp0D8T-8C&oi=fnd&pg=PA111&dq=Ang,+James+S.%3B+Cole,+Rebel+A.%3B+Wuh+Lin,+James:+Agency+Costs+and+Ownership+Structure,+The+Journal+of+Finance&ots=Rb0a3QsJ3y&sig=Wf0wP3PzGy7nUehZgq_XdfLn32o&redir_esc=y#v=onepage&q=Ang%2C%20James%20S.%3B%20Cole%2C%20Rebel%20A.%3B%20Wuh%20Lin%2C%20James%3A%20Agency%20Costs%20and%20Ownership%20Structure%2C%20The%20Journal%20of%20Finance&f=false
2. Becht, M., Bolton, P., Röell, A. (30.09.2002). Corporate Governance and Control. ECGI *Working Paper Series in Finance, Working Paper N°. 02/2002*. Preuzeto 12.07.2021. s http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343461
3. Berger, A., N., Bonaccorsi di Patti, E. (2006). Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry. *Journal of Banking & Finance*, Vol.30, No.4 (1065-1102). Preuzeto 14.07.2021. s https://econpapers.repec.org/article/eeeejbfina/v_3a30_3ay_3a2006_3ai_3a4_3ap_3a1065-1102.htm
4. Bloom, M., i Milkovic, G. T. (1998). Relationship among Risk, Incentive Pay, and Organizational Performance. *Academy of Management Journal*, Vol.41, No.3
5. Cadbury, A. (2002). *Corporate Governance and Chairmanship*. London: Oxford University Press
6. Cerović, Lj., Zaninović, V. Dukić, N. (2011) *Utjecaj vlasničke i kapitalne strukture na kretanje agencijskih troškova: Studija slučaja vlasnički nisko koncentriranih poduzeća Republike Hrvatske*. Pregledni rad. *Ekonomski misao i praksa*, BR. 2 (419-442) Preuzeto 28.07.2021. s <http://hrcak.srce.hr/75566>
7. Cerović, Lj., Zaninović, V., Dukić, N. (2011). Utjecaj Vlasničke i kapitalne strukture na kretanje agencijskih troškova: Studija slučaja vlasnički nisko koncentriranih poduzeća Republike Hrvatske. *Ekonomski misao i praksa*, GOD XX., br. 2., 419-442. Dubrovnik

8. Cohen, G., Yagil, J. (2006) *A Multinational Study of Agency Costs of Dividends*. *International Research Journal of Finance and Economics – Issue 6*. Preuzeto 28.07.2021.
http://www.researchgate.net/profile/Gil_Cohen/publication/262108099_A_Multinational_Study_of_Agency_Costs_of_Dividend/links/0a85e53a135d25917e000000.pdf

9. Debelić, B. (2013). *Agencijska teorija i koncesijski odnos u lukama otvorenim za javni promet u funkciji osnaživanja poduzetničkih inicijativa*. Rijeka: Pomorski fakultet u Rijeci. Preuzeto 20.06.2021. s file:///C:/Users/Admin/Downloads/015_271_debelic.pdf

10. Depken, C. A., Nguyen, G. X., Sarkar, S. K. (2005). *Agency Costs, Executive Compensation, Bonding and Monitoring: A Stochastic Frontier Approach*. Arlington: University of Texas. Preuzeto 21.07.2021. s <https://pages.uncc.edu/wp-content/uploads/sites/866/2014/11/agencycosts.pdf>

11. Dumičić, K. i suradnici (2011) *Poslovna statistika*. Zagreb: ELEMENT

12. Dvorski, S., Ruža, F., Kovšca, V. (2007). *Poslovna ekonomija*. Varaždin: Tiva

13. Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*. Preuzeto 20.07. 2021. s: <https://www.semanticscholar.org/paper/Agency-Theory%3A-An-Assessment-and-Review-Eisenhardt/8488a9a8c56dd19be9f4e9e7793ed0ded2cd7782>

14. Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of political Economy*, Vol. 88, No. 2. Preuzeto 14.07.2021. s [https://josephmahoney.web.illinois.edu/BA549_Fall%202010/Session%205/Fama%20\(1980\).pdf](https://josephmahoney.web.illinois.edu/BA549_Fall%202010/Session%205/Fama%20(1980).pdf)

15. Fama, E. F., Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, Vol. 16. Preuzeto 17.07.2021. s http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94034

16. FININFO (bez dat.). Preuzeto 24.08.2021. s <https://www.fininfo.hr/Poduzece/Pregled/zagrebacka-banka/Detaljno/172>

17. Goić, S. (1995) *Teorija agencije kao temeljni koncept odnosa u suvremenom poslovanju*. Split: Ekonomski fakultet u Splitu

18. Goić, S. (1995). Teorija agencije kao temeljni koncept odnosa u suvremenom poslovanju. *Računovodstvo i financije*, br. 11
19. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga [HANFA] (bez.dat.). *Službeni registar propisanih informacija*. Preuzeto 13.08.2021. s <https://www.hanfa.hr/brzi-linkovi/srpi/?page=1&issuer=847&searchfrom=2010-06-02&searchto=2021-03-05&kategorijaid=17&jezikid=1#&issuer=1329>
20. Horak H., Dumančić K., Preložnjak B., Šafranko Z. (2016). *Uvod u trgovačko pravo*. Zagreb : EFZG
21. Institut za javne financije (bez dat.). *Moralni hazard*. Preuzeto 18.07.2021. s <https://www.ijf.hr/hr/korisne-informacije/leksikon-javnih-financija/14/slovo/m/>
22. Ivanović, Z. (1997). *Financijski menadžment*. Rijeka: Sveučilište u Rijeci
23. Jacobides, M. G., i Croson, D.C. (2001). Information Policy: Sharing zhe Value of Agency Relationship. *The Academy of Management Review*, 26 (2). Preuzeto 17.07.2021. s: <https://www.semanticscholar.org/paper/Information-Policy%3A-Shaping-the-Value-of-Agency-Jacobides-Croson/811d2a2fc483bfa94e28cc7a2ade2c5bb0703dc3>
24. Jansen, M. C. (1994). Self-interest, Altruism, Incentives and Agency Theory. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 7, No. 2
25. Jensen, M. C., i Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure,. *Journal od Financial Economics*, Vol. 3, No. 4. Preuzeto 21.07.2021. s <https://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>
26. Kleiman, R. T. (1999). *Principal-Agent Theory*. Preuzeto 10.07.2021. s <https://www.referenceforbusiness.com/encyclopedia/A-Ar/Agency-Theory.html>
27. Livermore, D.M.D., Blanchette, M. (2001). The derivative debate. *CAmagazine*. Preuzeto 21.07.2021. s <https://www.coursehero.com/file/10134739/3-The-derivative-debate-CAmagazine/>
28. Macho-Stadler, I., i Perez-Castrillo, J. D. (2001) *An Introduction to Economics of Information: Incentives and Contracts*. London: Oxford University Press

29. McKnight, P. J., Weir, C. (2008) Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 49 (139-158) Preuzeto 20.6.2021. s <http://www.philsfinance.com/QREF%20McKnight%203.pdf>
30. Muller, R., i Turner, J. R. (2005) The impact of principal-agent relationship and contract type on communication between project owner and manager. *Internacional Journal of Project Management*, Vol. 23, No.5
31. Organisation for Economic Co-operation and Development [OECD] (2004) *Principles of Corporate Governance*. Preuzeto 19.07.2021. s <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>
32. Orsag, S. (1997). *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest
33. Orsag, S. (2015). *Poslovne financije*. Zagreb: Avantis
34. Padilla, A. (2003). *Property Economics of Agency Problems*. Preuzeto 20.07.2021. s <http://austrian-library.s3.amazonaws.com/journals/scholar/Padilla3.pdf>
35. Pavković, A. (2004). Instrumenti vrednovanja uspješnosti poslovnih banaka. Zagreb: Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Vol. 2 No. 1. Preuzeto 22.07.2021. s <https://hrcak.srce.hr/26203>
36. Pigé, B. (2002). Stakeholder theory and corporate governance: the nature of the board information. *Management*, Vol. 7, 1-17. Preuzeto 10.07.2021. s <https://hrcak.srce.hr/184554>
37. *Poduzeće* (bez dat.). U Enciklopedija.hr. Preuzeto 19.07.2021. s <https://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=48953>
38. Post, J. E., Preston, L. E., Sachs, S. (2002). *Redefining the Corporation: Stakeholder Management and Organizational Wealth*. Kalifornija: Stanford University Press
39. Pučko, D. (2005). Corporate governance in European transition economies: emerging models. *Management*, Vol. 10., UDC: 061.1:338.24(4). Preuzeto 14.07.2021. s: <https://hrcak.srce.hr/19122>

40. Shleifer, A., i Vishny, R. W., (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2
41. Singh, J., i Sirdeshmukh, D. (2000) Agency and Trust Mechanisms in Consumer Satisfaction and Loyalty Judgements. *Academy of Marketing Science*, 28 (1)
42. Stainer, A., i Stainer, L. (1998) Business Performance – a Stakeholder Approach. *International Journal of Business Performance Management*, Vol. 1, No. 1
43. Što je što u korporativnom upravljanju (05.09.2021). U Lider.media. Preuzeto 12.08.2021. s <https://lider.media/znanja/sto-je-sto-u-korporativnom-upravljanju-62245>
44. Tipurić, D. (2006). *Nadzorni odbor i korporativno upravljanje*. Zagreb: Sinergija
45. Tipurić, D. (2008). *Korporativno upravljanje*. Zagreb: Sinergija
46. . Veleri.hr, (bez dat). Korelacijska i regresijska analiza. Preuzeto 25.8.2021. s https://www.veleri.hr/files/datotekep/nastavni_materijali/k_poduzetnistvo_s1/Kvantitativne_za_poduzetnike_Pr2_lzv.pdf
47. Williams, J. R. (1994). Strategy and the Search for Rents: The Evolution of Diversity among Firms. R. P. Rumelt, D. E. Schendel, & D. J. Teece (Eds.), *Fundamental issues in strategy*, 229-246. Boston: Harvard Business School Press
48. Zagrebačka burza [ZSE] (bez.dat.). CROBEX. Preuzeto 10.08.2021. s <https://zse.hr/hr/indeks/365?isin=HRZB00ICBEX6>
49. Zakon o preuzimanju dioničkih društava, 84/02, 87/02, 120/02, *Zakon.hr*. Preuzeto 28.07.2021. s <https://www.zakon.hr/z/360/Zakon-o-preuzimanju-dioni%C4%8Dkih-dru%C5%A1tava>
50. Zhang, H., Li, S. (2008). *The Impact of Capital Structure on Agency Costs: Evidence from UK Public Companies*. Adelaide, Australia: University of South Australia

Popis slika

Slika 1: Ravnoteža djelovanja na efikasnost odnosa principal – agent	16
Slika 2: Prosjek za koeficijent obrtaja ukupne imovine	29
Slika 3: Prosjek za pokazatelj koeficijenta zaduženosti.....	30
Slika 4: Prosjek za omjer operativnih troškova	31
Slika 5: Prosjek za pokazatelj profitabilnosti ukupne imovine.....	32
Slika 7: Deskriptivna statistika pokazatelja	33
Slika 8: Zavisne i nezavisne varijable korelacijske matrice	34

Popis tablica

Tablica 1: Popis poduzeća u istraživačkom uzorku.....	26
Tablica 2: Jakost korelacije	35
Tablica 3: Korelacijska matrica zavisne varijable ROA	35
Tablica 4: Korelacijska matrica zavisne varijable ROE	36