

MENADŽERSKI ASPEKTI EGZISTIRANJA PREDUZEĆA NA SAVREMENOM TRŽIŠTU

Aleksandar Savić

Vojnotehnički institut, Ministarstvo obrane, Beograd
aleksandar22071993@gmail.com, ORCID: 0000-0002-9640-1583

Milan Mihajlović

Vojna akademija, Univerzitet obrane, Beograd
milan.mih83@gmail.com, ORCID: 0000-0002-4975-9742

Dejan Ristić

Univerzitet za poslovne studije, Banja Luka
dejan.ristic3@gmail.com

Apstrakt

Profit se uobičajeno posmatra kao ciljna funkcija preduzeća, u savremenoj literaturi, naročito onoj koja se bavi menadžmentom, odnosno kao veličina kojoj pripada najčešće primarno mesto u širem spektru ciljeva preduzeća. Napori se s toga usmeravaju na pronalaženje mogućnosti i načina za realizaciju tih ciljeva. U računovodstvenim okvirima, profit, može se reći, predstavlja osnovu računovodstvenog postojanja, pri čemu se, pod uticajem zahteva poslovne prakse, računovođe primarno zaokupljene problemima merenja i iskazivanja te veličine. Finansijska teorija nastoji da objasni suštinu preduzeća preko raspodele profita, pronalazeći na tom području osnovne motive njihovog funkcionisanja. Problemi koji, pri tome, na direktan ili manje direktan način tangiraju profit, su različiti i kao takvi u literaturi odvojeno eksploatisani. Iz perspektive finansija cilj preduzeća je maksimiziranje dobiti. Problematična je mera po kojoj se dobit vrednuje: maksimiziranje profita ili maksimiziranje tržišne vrednosti preduzeća. Zbog takvog neslaganja prisutne su suštinske riblike u pogledu upravljanja rizicima i stepenu nesigurnosti kod vrednovanja kapitala.

Ključne reči: profit, preduzeće, menadžment

MANAGEMENT ASPECTS OF COMPANY EXISTENCE IN THE MODERN MARKET

Abstract

Profit is usually seen as the target function of a company, in contemporary literature, especially that which deals with management, i.e. as the quantity to which the primary place belongs in the wider spectrum of the company's goals. Efforts are therefore directed at finding opportunities and ways to realize those goals. In the accounting framework, profit, it can be said, represents the basis of accounting existence, whereby, under the influence of the requirements of business practice, accountants are primarily occupied with the problems of measuring and expressing this quantity. Financial theory tries to explain the essence of companies through the distribution of profits, finding the basic motives of their functioning in that area. The problems that directly or indirectly affect profit are different and as such are exploited separately in the literature. From a financial perspective, the company's goal is profit

maximization. The measure by which profit is valued is problematic: maximizing profit or maximizing the market value of the company. Due to such disagreement, there are fundamental differences in terms of risk management and the degree of uncertainty in capital valuation.

Keywords: profit, company, management.

UVOD

Formiranje dobiti i tržišne vrednosti preduzeća su dva različita pristupa kreiranja vrednosti preduzeća. Formiranje dobiti je klasičan pristup zasnovan na elementima logičkog računovodstva. Hartije od vrednosti su vrednosno izražene korišćenjem dostupnih podataka iz finansijskih izveštaja, a radi relevantnog izračunavanja prinosa po akciji. Sistem vrednovanja se sprovodi maksimiziranjem prinosa po akciji, uz korišćenje javno dostupnih finansijskih izveštaja, na šta investitori nekritički reaguju. Osnivanje tržišne vrednosti preduzeća se smatra ekonomskim pristupom, za razliku od formiranja dobiti, koji je klasičan pristup. Široko dostupne informacije i podaci čine jednu od mera performansi preduzeća, ako je zadovoljen uslov postojanja korespondentnog odnosa između profita i tokova gotovine. Tržišna vrednost hartija od vrednosti, da li je to akcija, obveznica itd., izračunava se pomoću sadašnje vrednosti predviđenih tokova gotovine, diskontovanih po traženoj stopi investitorskog prinosa. Međutim, ukoliko nema definisane korelacione veze između dobiti i tokova gotovine, može se smatrati da prihodi predstavljeni u finansijskim izveštajima nisu relevantna mera za proces vrednovanja.

Osnovne distinkcije između pristupa formiranja dobiti i tržišne vrednosti preduzeća su se prebacile i na oblast željene funkcije. Pristalice klasičnog pristupa zastupaju mišljenje da je najznačajnija željena funkcija preduzeća maksimiziranje prinosa po akciji. Prinos po akciji se može definisati merom prirasta običnih akcija i najučestalije se izražava racio brojem prilikom utvrđivanja vrednosti maksimiziranog profita. Pored prinosa na akciji, koriste se prinos na kapital i prinos na aktivu. S druge strane, pristalice ekonomskog pristupa zastupaju mišljenje da preduzeće posle oporezivanja treba da ostvari maksimizaciju slobodnog toka gotovine. Istorijske činjenice ovih distinkcija utemeljene su u distinkcionom posmatranju neizvesnosti i rizika. Radi se o problemskom pitanju u procesu donošenja odluka kod skoro svih preduzeća.

DOBIT KAO CILJ POSLOVANJA PREDUZEĆA

Cilj svakog preduzeća bi bio maksimiziranje dobiti na dugoročnom putu, ukoliko se radi o preduzeću gde nema neizvesnosti. Prema Adzić et al. (2022) ekonomska stvarnost se može predvideti prema načinu upravljanja rizikom i prema postojanju neke neizvesnosti. Prema tome, bilo koje preduzeće u toj situaciji analizira mogućnosti o ostvarivanju dobiti, a sa druge strane i mogući rizik koji može nastati prilikom izbora određene mogućnosti. Srž odlučivanja leži u bilansnoj ravnoteži između dobiti i rizika. Težište se stavlja na onoj mogućnosti koja postiže maksimalnu tržišnu vrednost akcija.

Maksimiziranje dobiti je produkt neoklasične ekonomske škole. Prema Avakumović et al. (2021) i Belas et al. (2020), ovakav način odlučivanja ima dve primedbe. Prva primedba polazi od toga, da je tehnološki napredak egzogena varijabla i da njeno povećanje ili smanjenje uveliko može uticati na alokaciju resursa. Važno je napomenuti da pored tehnološkog napretka, postoji niz drugih varijabla, koje mogu uticati na intezitet i smer kretanja pojave. Druga primedba obuhvata sužavanje područja na samo jednodruktna preduzeća. Takođe, ne razmatraju se asortiman proizvodnje preduzeća, kao ni broj proizvodnih faza kroz koje prolazi konkretni proizvod. S tim u vezi je i alokacija resursa u perspektivne, ali trenutno nerentabilne proizvode. Spisak kritika bi mogao da se dopuni sa neuvažavanjem vremenske vrednosti novca, a na osnovu sprovedenih istraživanja Bowlin et al. (1990). Uticaj dividendne politike na tržišnu cenu akcija je, takođe, značajan aspekt kritike maksimizacije dobiti.

Maksimizacija ukupnog bogatstva čini opšte podrazumevanu funkcionalnu aktivnost preduzeća u današnjim poslovnim okvirima. Ona se definiše putem maksimiziranja tržišne vrednosti akcija. Takva funkcionalna aktivnost razmatra trenutne i predviđa buduće prihode po akciji, njihovu strukturu i vremensku ročnost. Pored toga, ona razmatra i mogući rizik, način raspodele dividendi i sl. Definiše se kao faktor preduzeća, koji pruža korist vlasničkom kapitalu. Ukoliko, akcionarima ne odgovara politika preduzeća, on može kao vlasnik akcije u bilo kom trenutku da je proda i da od tog novca kupi akciju drugog preduzeća. Međutim, ako ovakav način postupanja postane praksa, prema Gojković et al. (2023) može se uočiti stalna prisutnost intervencije snižavanja vrednosti akcija.

Neophodno je da postoji efikasno finansijsko tržište, kada se želi ostvariti maksimalna vrednost akcija na tržištu. Bilo koji informativni podatak o poslovnim aktivnostima preduzeća utiče i na intezitet povećanja ili smanjenja vrednosti hartija od vrednosti. Prema Brigham & Gapenski (1994) to se dešava u trenutku kada su poslovni podaci o preduzeću dostupni na tržištu, bilo to spontatno ili namerno. To podrazumeva, da ni jedan vlasnik akcije, bilo trenutni ili budući, nema mogućnost da uoči koje će informacije biti dobre, a koje loše za njega. Tako da vlasnici mogu samo da predviđaju normalnu ili prosečnu stopu prinosa. Međutim, ne mora da znači da neki vlasnici akcija nemaju prinose koji su viši ili niži od prosečnih, već da ne trebaju da se nadaju takvom rezultatu. Posmatrano suprotno, ne mora da znači da manji rizik utiče na smanjenje predviđenog prinosa.

Prema Curakoviću (2023) i Đokiću & Mašiću (2015), pretpostavka o efikasnom tržištu kapitala ima tri važne implikacije na menadžment:

- (1) mala verovatnoća je da se finansijsko tržište može izigrati računovodstvenim manipulacijama;
- (2) cene akcija održavaju kolektivno vrednovanje tržišta o budućem poslovanju preduzeća. Sve dok menadžment ne raspolaže sa značajnim informacijama koje nemaju ostali investitori, sadašnja cena akcija biće pouzdana procena vrednosti preduzeća;

- (3) reakciju tržišta na akcije preduzeća, prodaju imovine, emisiju novih hartija od vrednosti ili programiranje kapitalnih izdataka, treba posmatrati kao saopštavanje najbolje tržišne procene tih transakcija na vrednost preduzeća.

Ostvarivanje maksimalne vrednosti u preduzeću i smatranje iste najznačajnijim poslovnim ciljem se ne primenjuje kod svih. To se naročito odnosi na mala preduzeća, tj. "zatvorena" društva. U ovim preduzećima, trgovina hartija od vrednosti se vrši normalno, putem privatne flotacije ili na tržištima OTS (*Over the counter*). Upravo se po tome diferenciraju od otvorenih društava, vidi Du et al. (2021), Đuričin & Zec (1995) i Đuričin (1996).

Zatvorena akcionarska društva obično imaju jednog ili više vlasnika koji su skloni vrlo rizičnim projektima. Akcije takvih investitora umanjuju tržišnu vrednost preduzeća zbog velikog pretpostavljenog rizika. Na ovaj način dolazi do dominacije kredita u finansijskoj strukturi, što posledično dovodi do nižeg učešća sopstvenog kapitala. Ako hrabri investitori budu imali dovoljno sreće u nekom budućem periodu, onda tržište kapitala može vrlo visoko da vrednuje njihove rizične investicije. Cene akcija takvih preduzeća će rasti, stimulišući prodaju akcija investitorima sa manjom sklonošću prema riziku. Povlačenje hrabrih investitora obično ima za posledicu prelazak u otvorena akcionarska društva.

Prema Đuričin et al. (2019) menadžment takvih preduzeća donosi finansijske odluke koje su usmerene ka maksimizaciji bogatstva vlasnika, na osnovu determinanti vrednosti jednog sredstva, u vidu očekivanog prinosa i rizika koji je skopčan sa takvim prinomom. Problem se svodi na izbor balansirane kombinacije između prinosa i rizika. Način na koji hrabri investitori balansiraju prinos i rizik, ne mora da bude prihvaćen od ostalih investitora. Ipak, potrebno je da svako bude svestan i voljan da prihvati rizik određenih finansijskih odluka.

Ukoliko se vrh preduzeća odluči da mu ciljna funkcionalna aktivnost bude maksimiziranje vrednosti, to ne znači da on zanemaruje socijalnu odgovornost, tj. zaštitu potrošača, zaštitu uslova rada, normalne zarade i sl., vidi Horne van & Wachowicz (1995) i Jakšić (2021). Mnogi smatraju da preduzeće nema drugu alternativu osim da preduzima socijalno odgovorne aktivnosti. Sa aspekta ekonomije, socijalna odgovornost u preduzeću predstavlja prisvajanje određenih troškova, tj. njihovo svrstavanje u sopstvene troškove. Veliki broj preduzeća izdvaja ogromnu količinu novca za socijalno odgovorne projekte, npr. socijalni programi u vidu određenih pomoći, kao i određene donacije humanitarnim ustanovama.

ODNOS MENADŽERA I VLASNIKA PREDUZEĆA U SAVREMENIM USLOVIMA

Akcionarsko preduzeće, predstavlja najatraktivniju vlasničku formu tržišne privrede. Atraktivnost je uslovljena disperzijom obezbeđenja finansijskih sredstava, diversifikacijom rizika, ograničenjem odgovornosti i utrživosti vlasničkih prava. Prema Ključnikov et al. (2019) pravo upravljanja je izvedeno iz vlasničkih prava. Akcionari su vlasnici preduzeća i biraju upravni odbor. Upravni odbor predstavlja menadžerski tim koji upravlja društvom. Radi se o indirektnom upravljanju, pri čemu menadžerski tim treba da štiti interese vlasnika. Među poznatijim problemima jeste

"agencijski problem", gde postoji mogućnost da se menadžment "agent" odvoji od "principala", tj. vlasnika.

Između principala i agenta u nekom preduzeću mogu nastati tri grupe konflikta, vidi Levy & Sarnat (1990).

Konflikt br. 1 – Maksimalno korišćenje postojećih kapaciteta preduzeća, ne znači da su maksimalno zadovoljeni interesi principala. Agent tako može sebi omogućiti razne pogodnosti, odnosno pružiti sebi bahato zadovoljstvo. Pragmatično, može sebi da omogući avionski prevoz u prvoj klasi, smeštaj u hotelima sa 5* i sl. Takođe, nezainteresovanost agenta ka daljem razvoju i unapređenju poslovanja u potpunosti je suprotnosti sa preferencijama principala.

Konflikt br. 2 - Kratkoročni poslovni projekti, sa bržim ubiranjem dobiti mogu biti u suprotnosti sa preferencijama principala. Agent ima želju da ostvari dobit u što kraćem roku i na taj način sebi obezbedi odmah veću zaradu i veće dodatke za razliku od principala čije su preferencije usmerene ka dugoročnim poslovnim projektima.

Konflikt br. 3 – Kada je u pitanju upravljanje rizikom i njegova procena, takođe, može nastati konflikt između agenta i principala, imajući u vidu da su za principala rizici mnogo bitniji. Veliki broj autora ističe da je izdvajanje vlasništva od upravljanja preduzećem veliki problem, ako agent samo čini produženu ruku principala i ne poseduje značajni deo akcija.

Konflikt između principala i agenta ne svrstava se samo u probleme, već on dovodi i do stvaranja, tzv. agencijskih troškova. Agencijske troškove prema Mavriću & Muratoviću (2022) možemo grupisati u tri osnovne grupe:

- (1) troškovi nadzornih aktivnosti menadžmenta;
- (2) troškovi kreiranja i definisanja proizvodnih organizacija, koji sprečavaju negativne menadžerske aktivnosti;
- (3) troškovi oportuniteta, koji se vezuju za ograničavanje menadžera ka preuzimanju pravovremenih akcija za povećanje dobiti.

Ukoliko agencijskih troškova ne bi bilo, akcionari preduzeća bi jedan deo svojih vrednosnih ulaganja izgubili zbog neadekvatnih i nepravovremenih menadžerskih aktivnosti. Takođe, došlo bi do značajnog rasta agencijskih troškova, a isključivo zbog odluka akcionara da se njihovi interesi stave iznad interesa preduzeća i njegovog menadžmenta. S tim u vezi potrebno je naglasiti da se optimalni iznos agencijskih troškova određuje podjednako prema svim vlasnicima, uz prethodno zadovoljstvo interesa menadžmenta preduzeća. Ovi troškovi nastaju u određenom vremenskom periodu i u iznosu za koji angažovani faktori proizvodnje premašuju prinose.

Ublažavanje konfliktinih odnosa između menadžmenta preduzeća i njegovih akcionara se postiže nagrađivanjem menadžera i kontrolom njihovih aktivnosti. Nagrađivanjem menadžmenta preduzeća isključivo zbog povećanja vrednosti tržišnih akcija dovelo bi do toga da menadžeri ulože dodatne napore da agencijski troškovi budu minimalni. Na taj način bi se motivisao menadžment preduzeća da posluje u korist preduzeća, a time i u interes njegovih akcionara, tj. vlasnika. Međutim, ovaj pristup ne može da utiče na ekonomske događaje, koji mogu da dovedu do nepovoljne promene vrednosti tržišnih akcija, odnosno takvi događaji su izvan menadžerskih aktivnosti. Drugi pristup polazi od kontrole menadžerskih aktivnosti. Ovaj pristup je

dosta neekonomičniji i neefikasniji, jer bi vlasnici na taj način trebali da vrše kontrolu svih menadžerskih aktivnosti, što zahteva angažovanje dodatnog ljudstva, kontrolnih mehanizama i procesa. S tim u vezi neko optimalno rešenje u ovom slučaju bi predstavljalo kombinaciju pristupa nagrađivanja i kontrole. Prema Mihajloviću et al. (2021) postoji nekoliko pristupa koji deluju i podstiču menadžere ka maksimizaciji profita:

- (1) predikcioni planovi za pospešivanje osobenosti agenta,
- (2) neposredna angažovanost principala,
- (3) ucenjivanje prekidom posla,
- (4) lično vlasničko rešavanje, itd.

Predikcioni planovi sredinom prošlog veka su imali izvorište u, tzv. opcijama u akcijama i često su se primenjivali od strane principala za podsticanje agenta. Oni su pružali mogućnost agentima da kupuju akcije po nižim cenama u određenom periodu koji sledi i sl. Opcije imaju vrednost samo u situaciji kada se vrednost akcije na tržištu povećava i vrednosno je viša od opcione vrednosti koja je fiksna, a na osnovu istraživanja Savića et al. (2023) i Milanovića (2023). Na taj način su agenti bili podstaknuti da preuzimaju samo one akcije koje dovode do rasta njihovih cena na tržištu. U vreme osamdesetih godina prošloga veka ovakav vid nagrađivanja agenta je suzbijen višom silom. Imajući u vidu da se trgovina obavljala iz kredita i da je došlo do rasta kamatnih stopa, opcije u akcijama su predstavljale nepovoljnu okolnost. Tokom devedesetih godina prošloga veka okolnosti su se promenili i to u obrnutom smeru. Došlo je do povećanja vrednosti akcija, usled smanjivanja kamatnih stopa, i to i u onim preduzećima kojima se neadekvatno upravljalo. Upravo, zbog svega toga, i situacije da agenti nemaju kontrolu na tržištu finansija, predikcioni planovi su bili neadekvatan podsticajni faktor.

Trenutno podsticanje agenta se realizuje na osnovu akcija koje se raspodeljuju menadžmentu preduzeća po ostvarenju planiranih prinosnih ciljeva kao na primer: prinos na sopstveni kapital, na investicije, itd. Takođe, identičan metod je primećen kod dodate ekonomske vrednosti. Dodata ekonomska vrednost predstavlja razliku računovodstveno iskazanog neto dobitka i troškova upotrebe kapitala preduzeća. S tim u vezi, pod troškovima upotrebe kapitala preduzeća, svrstavaju se i troškovi sopstvenog i pozajmljenog (tuđeg) kapitala.

Dodata ekonomska vrednost može biti pozitivna i negativna. Pozitivna dodata ekonomska vrednost upućuje da su menadžeri preduzeća obezbedili vrednost za akcionare. U suprotnom, negativna dodata ekonomska vrednost upućuje da je menadžment uništio vrednost preduzeća, vidi Mura & Kajzar (2019), Premović (2022) i Vujanić (2023). Na ovaj način se uspostavlja bolja veza između dodate ekonomske vrednosti i cene akcija, nego između računovodstvenih mera (na primer, prinos po akciji) i cene akcija. Posledično, nagrađivanje koje je zasnovano na korišćenju dodate ekonomske vrednosti omogućava bolju motivaciju menadžera ka maksimizaciji bogatstva vlasnika.

Prema Wardati & Mahendrawathi (2019), sve navedene vrste kompenzacionih planova postoje radi ispunjenja dva osnovna cilja. Prvo, potrebno je da se obezbedi motivisanost menadžera ka akcijama koje maksimiziraju bogatstvo vlasnika. Drugo,

kompenzacioni planovi u preduzećima pomažu da se privuku i zadrže menadžeri koji imaju dovoljno poverenja u sopstvene sposobnosti da bi rizikovali finansijsku budućnost.

Neposredna intervencija principala predstavlja novi način za podsticaj agenta. Posmatrajući principale, tj. vlasnike na nivou savremenog proizvodnog društva, a prema Zupuru et al. (2023), može se reći da su oni uglavnom institucionalni investitori (penzioni fond, osiguravajuća društva itd.). Prema podacima za 2006. godinu više od polovine svih akcija preduzeća se nalaze u rukama institucionalnih investitora. Institucionalni investitori mogu da vrše značajan uticaj na menadžment, čineći određene sugestije kako da se upravlja poslovanjem preduzeća. Osnovni razlog zašto institucije pokazuju interes za upravljanje preduzećima je taj što nema lakog načina da se izađe na određena tržišta. Investicije penzionih fondova kontroliše država primenom zakonske regulative. Takva kontrola stvara pritisak na menadžment penzionih fondova, da u preduzećima u kojima imaju vlasništvo, glasaju uvek u najboljem interesu korisnika fondova. Ponekad to znači glasanje protiv menadžmenta.

Najznačajnija pokrenuta inicijativa od strane institucionalnih investitora je formiranje nezavisnog upravnog odbora. Na taj način upravni odbor preduzeća nije predmet kontrole menadžmenta i predstavlja organ od suštinske važnosti vlasnicima, jer utvrđuje odgovornost menadžera i njihovih aktivnosti. Shodno tome, veliki broj institucionalnih investitora zastupa mišljenje da članovi upravnog odbora budu spoljni organi, koji nisu zapošljeni u samom preduzeću.

Preuzimanje preduzeća, pogotovo kada se radi o protivničkom ili suparničkom preuzimanju, je još bitniji razlog da menadžeri budu motivisani da isključivo štite interese vlasnika i ni po kom osnovu sopstvene ili neke tuđe interese.

U situaciji protivničkog, tj. suparničkog preuzimanja preduzeća, menadžment preduzeća se otpušta i gubi pređašnju autonomiju. Najzad, pojedini autori navode i postojanje konkurentskog tržišta rada kako unutar tako i izvan preduzeća za menadžere. Efikasno finansijsko tržište obezbeđuje signale ne samo o vrednosti akcija i drugih hartija od vrednosti, nego i indirektno o uspešnosti menadžmenta.

ZAKLJUČAK

Cilj preduzeća u tržišnim privredama je maksimizacija bogatstva vlasnika. Merila tog bogatstva u preduzećima se tradicionalno ogledaju kroz rast cena akcija i dividende. Iz finansijskog ugla, ekonomske determinante bogatstva vlasnika jesu gotovinski tok i diskontna stopa. Stvaranje gotovinskog toka odavno više nije ekskluziva finansijskog menadžmenta. Gotovinski tok je barem toliko rezultat poslovne strategije, koliko i primene finansijskih računica. Predmet istraživanja u radu se odnosio na utvrđivanje vrednosti preduzeća zasnovanog na tržišnom principu. Ovakvo formirana vrednost označava vrednost sopstvenog kapitala u preduzeću, tj. razliku između ekonomske vrednosti preduzeća i vrednosti duga. Vrednost preduzeća je sastavljena od dve komponente: trenutne vrednosti toka gotovine za izričito definisani vremenski period planiranja i rezidualne vrednosti koja se sastoji od trenutne

vrednosti toka gotovine posle određenog perioda planiranja. Osnova poslovanja preduzeća se ogleda u kreiranju kvalitativno i kvantitativno veće vrednosti, koja će svakako u sebi sadržati i profit kao osnovni cilj poslovanja. U procesu kreiranja vrednosti mnogobrojni faktori utiču na njen kvantitativni i kvalitativni sastav, što direktno poput (finansijskih, poreskih, poslovnih), a što i indirektno (politički, geografski, socijalni) itd. U okviru ovog rada je ontološkim pristupom dokazano da u uslovima visokih poreskih dedukcija dejstvo finansijskog leveragea (finansijske poluge) ima inverzno dejstvo, tj. da sa rastom poreskih podsticaja od strane države opada njegov uticaj na vrednost preduzeća i obrnuto. Globalizacijom privređivanja menadžment egzistiranje iziskuje permanentnu valorizaciju kako internih tako i eksternih prednosti i slabosti, a u cilju kreiranja vrednosti u skladu sa svetskim normativama koje podrazumevaju integralno poznavanje normi ponašanja u različitim oblastima pa i u sektoru javnih finansija. Preduzeće, kako bi postiglo svoj osnivački cilj mora kreirati povoljnu kapitalnu strukturu, kako u finansijskom tako i u poreskom ambijentu. Ova uslovljenost uzrokovana je direktnom vezom internih vrednosti sa korespondiranim eksternim uslovima (fiskalnom, monetarnom, spoljnotrgovinskom politikom itd.) koji targetiraju odnosne elemente. U ovako posmatranom permanentnom sukobu fiskalnih i poslovnih interesa države i preduzeća mora se pronaći optimalan odnos u strukturi kapitala kako bi se minimizirao negativan uticaj fiskalne politike na vrednost preduzeća.

LITERATURA

1. Adžić, S., Kostić, R., Milunović, M., Savić-Tot, T., Jeremić, D., & Stanojević, S. (2022) Uloga timskog menadžmenta u savremenim uslovima poslovanja. *Oditor*, 8(1), 63-83. <https://doi.org/10.5937/Oditor2201062A>
2. Avakumović, J., Obradović, L., & Božić, G. (2021) Menadžment i organizacija timskog rada u funkciji održivog razvoja. *Održivi razvoj*, 3(2), 69-80. <https://doi.org/10.5937/OdrRaz2102069A>
3. Belas, J., Amoah, J., Petráková, Z., Kliuchnikava, Y. & Bilan, Y. (2020) Selected Factors of SMEs Management in the Service Sector. *Journal of Tourism and Services*, 11(21): 129-146
4. Bowlin D. O., Martin D. J. & Scott F. D. (1990) Guide to Financial Analysis, *MC Graw – Hill*.
5. Gojković, B., Obradović, Lj. & Mihajlović, M. (2023) Uticaj makroekonomskih faktora na javni dug Republike Srbije u posttranzicionom periodu. *Akcionarstvo*, 29(1), 217-238.
6. Brigham, E. & Gapenski L. (1994) Financial Management, The Dryden Press, *Harcourt Brace College Publishers*, Orlando.
7. Curaković, A. (2023) Tržište rada u sektoru turizma kroz prizmu rodne ravnopravnosti. *Oditor*, 9(3), 1-38. <https://doi.org/10.59864/Oditor32301C>
8. Đokić, N. & Mašić, B. (2015) Osnovi menadžmenta i strategije. Priština - Kosovska Mitrovica: *Univerzitet u Prištini sa privremenim sedištem u Kosovskoj Mitrovici - Ekonomski fakultet*.
9. Du, J., Mickiewicz, T. & Douch, M. (2021) Individual and Institutional Ownership, Firm Age and Productivity. *Journal of Competitiveness*, 13(1): 23-41.
10. Đuričin D. & Zec M. (1995) Otvaranje zatvorenih korporacija, *Financing 1/95*.

11. Đuričin D. (1996) Upravljanje pomoću projekta, *Deloitte & Touche i Ekonomski institut*, Beograd.
12. Đuričin, D., Janošević, S. & Kaličanin, Đ. (2019) Menadžment i strategija. Beograd: *Ekonomski fakultet - Centar za izdavačku delatnost*, četvrto, prerađeno i dopunjeno izdanje.
13. Horne van J. & Wachowicz M. (1995) Fundamentals of Financial Management, *Prentice Hall*. <https://doi.org/10.5937/EkoIzazov2120070J>
14. Jakšić, P. (2021) Preduzete mere izabranih zemalja za očuvanje finansijskog tržišta. *Ekonomski izazovi*, 10(20), 70-80.
15. Ključnikov, A., Mura, L. & Sklenár, D. (2019) Information Security Management in SMEs: Factors of Success. *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, 6(4): 2081-2094.
16. Levy H. & Sarnat M. (1990) Capital Investment and Financial Decisions, *Prentice Hall*.
17. Mavrić, M., & Muratović, A. (2022) Menadžment u predškolskom obrazovanju i institucijama. *Ekonomski izazovi*, 11(21), 63-76.
18. Mihajlović, M. B., Milenković, N. P., & Andžić, S. V. (2021) Uloga menadžmenta preduzeća u izboru organizacione strukture. *Tehnika*, 76(1), 97-102. <https://doi.org/10.5937/tehnika2101097M>
19. Milanović, N. (2023) Menadžment finansijske održivosti neprofitnih organizacija. *Održivi razvoj*, 5(1), 7-17. <https://doi.org/10.5937/OdrRaz2301007M>
20. Mura, L. & Kajzar, P. (2019) Small Businesses in Cultural Tourism in a Central European Country. *Journal of Tourism and Services*, 10(19): 40-54.
21. Premović, J. Đ. (2022) Društvenoekonomski aspekti upravljanja organizacionim promenama. *Zbornik radova Filozofskog fakulteta u Prištini*, 52(1), 411-426. <https://doi.org/10.5937/zrffp52-34631>
22. Vujanić, I., Damnjanović, R., Gligorijević, J., Marković, S. & Mrdak, G. (2023) Uticaj menadžmenta preduzeća na efikasnost poslovnih procesa. *Oditor*, 9(3), 59-80. <https://doi.org/10.59864/Oditor32302V>
23. Savić, A., Mihajlović, M. & Božović, I. (2023) Macroeconomic aspects of comprehensive costs of assets as a prerequisite for equipping the defense system with weapons and military equipment, *Vojnotehnički glasnik*, 71(3), 797-815. <https://doi.org/10.5937/vojtehg71-44145>
24. Wardati, N.K. & Mahendrawathi, E.R. (2019) The Impact of Social Media Usage on the Sales Process in Small and Medium Enterprises (SMEs): A Systematic Literature Review. *Procedia Computer Science*, 161: 976-983.
25. Zupur, M., Arsenović, V., Dedović, N. & Todorov, J. (2023) Uloga menadžmenta ustanova kulture u realizaciji kulturnih aktivnosti. *Akcionarstvo*, 29(1), 199-216.

RESUME

There are two different approaches to creating value for the company in the modern market, and they are the realization of profit and the preservation of the market value of the company. Making a profit is a classic approach and is based on accounting logic. Proponents of this approach believe that the maximization of returns per share is the most important objective function of the company. Preservation of the market value of the company is another approach and is called the economic approach by another name. Representatives of the economic approach believe that what a company should maximize is free cash flow after taxes. The roots of these profound differences lie in the different perceptions of risk and uncertainty. If there were complete

certainty, which is an unrealistic assumption, then the company's goal would be profit maximization in the long run. The essence of management comes down to balancing profit and risk. The choice is on the combination that maximizes the market value of the shares. Value maximization as an objective function of the enterprise has limited application in small enterprises. The management of such companies makes financial decisions aimed at maximizing the owner's wealth, based on the determinants of the value of an asset, in the form of the expected return and the risk associated with such return. Value maximization does not mean that company management neglects social responsibility, which is manifested through consumer protection, payment of fair wages to employees, protection of working conditions, etc. From an economic point of view, being socially responsible means accepting certain costs. Many companies allocate large funds for socially responsible projects such as social assistance programs or donations to humanitarian organizations. Also, the basis of the company's business is reflected in the creation of qualitatively and quantitatively greater value, which will certainly include profit as the main goal of the business. In the process of value creation, numerous factors influence its quantitative and qualitative composition, some directly such as (financial, tax, and business) and some indirectly (political, geographical, social), etc. In order to achieve its founding goal, the company must create a favorable capital structure, both in the financial and tax environment. This conditioning is caused by the direct connection of internal values with corresponding external conditions (fiscal, monetary, foreign trade policy, etc.) that target the respective elements.