

ДИВИДЕНДНА ПОЛИТИКА У СВЕТЛУ ПРАВНИХ И ЕКОНОМСКИХ ТЕОРИЈСКИХ ПРИСТУПА**

Сажетак

Текст представља покушај да се испитају различита доктринарна сагледавања дивидендне политике, скицирају фактори који на њу утичу и пруже осврти на резултате истраживања о политикама исплате дивиденди у Републици Србији. Приступи су неретко међусобно опречни и не могу се прихватити као парадигматски. Извор теоријске „контроверзности“ огледа се у чињеници да се обе алтернативе – како одлука о већој исплати дивиденди, тако и одлука о већем задржавању профита – могу довести у позитивну везу са кретањем вредности компаније. Оцене малобројних домаћих истраживања могу нас упутити на закључак да је међу акционарским друштвима у Србији више заступљена политика резидуалних него ли политика стабилних дивиденди. Но, убедљивост свих налаза донекле је ограничена услед недовољне репрезентативности узорака и, сада већ традиционално, лимитиране доступности релевантних података.

Кључне речи: дивиденда, дивидендна политика, акционарско друштво, резидуална дивиденда, стабилна дивиденда, теорија релевантности дивиденде, теорија ирелевантности дивиденде, теорија пореске преференције.

* Аутор је асистент Правног факултета Универзитета у Крагујевцу. Електронска адреса аутора: vbacanin@jura.kg.ac.rs. ORCID: 0000-0003-0281-2451.

** Рад је резултат научноистраживачког рада аутора у оквиру Програма истраживања Правног факултета Универзитета у Крагујевцу за 2026. годину, који се финансира из средстава Министарства науке, технолошког развоја и иновација Републике Србије.

1. УВОДНЕ НАПОМЕНЕ

„Човек, безграничан у својим жељама, али ограничен у својим силама, приметио је изодавна да му ваља тражити у удружењу средство да умножи своје силе да би задовољио своје жеље“ (Полићевић 1901, 194). Многе материјалне тековине, без којих цивилизација не би била онаква какву познајемо, створене су управо благодарећи акционарским друштвима,¹ тим специфичним удружењима капитала великог броја људи и нарочитим корпоративним творевинама чији су циљеви независни од циљева њених чланова (Арсих и Марјански 2018, 204).²

Чланови акционарског друштва у корпоративном профиту учествују кроз дивиденде (Šoškić 2006, 14). Оне представљају економски мотив уласка лица у друштво и логичну последицу лукративног карактера компаније и намере акционара да оплоде своја средства (Pavić 1996, 249), али и битан показатељ многих чинилаца који карактеришу економски и финансијски систем једне привреде (Živančević 1991, 31). Како је профит предузећа варијабилна величина, тако је и дивиденда варијабилни принос (Беговић 2020, 118) који не зависи само од профита компаније у једној фискалној години, већ и од политике исплате за коју се она определила.

Дивидендна политика могла би се дефинисати као скуп одлука којима компанија детерминише расподелу нето добити на акумулирану добит и дивиденду (Todorović i Ivanišević 2024, 210), одређује висину дивиденде и начин њене расподеле. Она утиче на обим интерног капитала и представља својеврстан избор између одлуке о исплати дивиденде и одлуке да се нето добит задржи за инвестирање нових пројеката (Hrustić 2005, 340). „Срж дивидендне политике своди на следеће питање – да ли би компанија требало да исплати новац својим акционарима или би требало да задржи тај новац и инвестира га за своје акционаре“ (Ross et al. 2022, 580)?

¹ Подсећања ради, акционарска друштва знатно су допринела развоју глобалне економије какву данас познајемо. Она су створила услове за успех многобројних капиталних пројеката, омогућила стављање расположивих капитала у функцију економског развоја (Дугалић и др. 2021, 179), али, такође, цивилизацијски посматрано, и незанемарљиво подржала развој средње класе, на којој данас почивају готово сва уређена демократска друштва (Штимац 2014, 83).

² Успешност акционарских друштава у великој мери се управо и заснива на одвојености власништва и менаџмента (Кулић 2004, 203).

Дивидендна политика представља, тако, једну од веома важних, готово незаобилазних и уобичајено интересантних тема о којој су писали многи аутори и ван најуже области корпоративних финансија. Текст који следи има тек за циљ да, кроз минуциозни преглед литературе, представи најзаступљенија теоријска сагледавања дивидендне политике, скицира факторе који на њу утичу и пружи осврт на резултате истраживања о политикама исплате дивиденди у Републици Србији.

2. О ПОЈЕДИНИМ ПРАВНИМ АСПЕКТИМА ДИВИДЕНДЕ И ДИВИДЕНДНЕ ПОЛИТИКЕ

Економски посматрано, са становишта друштва које је исплаћује – дивиденда је нереципрочни трансфер прихода према акционару (Žarkić Joksimović 2024, 467). Из угла компанијског права – она представља имовинско право акционара, а чисто рачуноводствено узев, подразумева издвојена средства која се могу исплатити само из средстава којима компанија може слободно располагати (Јовановић и др. 2023, 495).

Начелно, право на дивиденду произлази из права акционара на део остварене нето добити друштва, сразмерно његовом појединачном учешћу. Оно има карактер резидуалног потраживања (Голубовић и Димитријевић 2022, 118). Дивиденда се исплаћује као разлика између остварених прихода и расхода друштва, након што се из остварене добити измире пореске обавезе и подмире повлашћени акционари. Ако компанија не послује ваљано и не остварује позитиван финансијски резултат, дивиденда неће имати одакле да буде исплаћена (Erić i dr. 2021, 788).

Са гледишта стварног права, акција и дивиденда могу се проматрати као плодоносна ствар и плод.³ Док се не донесе одлука о подели добити, она припада искључиво друштву (Јовановић 2026, 299–200, фн. 135). У том смислу, можемо разликовати право на апстрактну (будућу) и право на конкретну (декларисану) дивиденду. Уколико друштво не донесе одлуку о расподели дивиденди (декла-

³ Плод представља ствар која периодично настаје од супстанце (или у вези са супстанцом) плодоносне ствари (*res fructifera*) (Николић и др. 2025, 60). Акционар, тако, нема права на дивиденду (плод), све дотле док се она не одвоји од акције (плодоносне ствари).

рисање дивиденде), утолико право на њу припада само категорији тзв. апстрактних права. Тек након одлуке акционарског друштва о исплати, ово право се конкретизује и, правно посматрано, одваја од акције, те акционари постају повериоци друштва (Јовановић и др. 2024, 497–498). Да би дивиденда била декларисана, неопходно је да буду кумулативно испуњена два услова – друштво мора остварити добит и мора бити донета одлука надлежног органа друштва о њеној дистрибуцији (Васиљевић, 2007, 118). Да ли ће, и у којој мери, бити остварен други услов – зависиће од конкретне дивидендне политике за коју се компанија определи.

Приликом разматрања политике исплате дивиденди, акционарска друштва дужна су придржавати се неких општих правила. У том смислу, нарочито се издвајају: правило одржања уложеног капитала, правило нето профита и правило инсолвентности (Malinić 2007, 292).

Правило одржања уложеног капитала подразумева дужност да се сва плаћања обављају искључиво изван оригинално уложеног капитала. Законодавац неретко прописује обавезу да се добит претходно распоређује у одређене намене (у циљу стварања резерви).

Правило нето профита претпоставља забрану дивидендних плаћања која превазилазе расположиву добит текуће и нерасподељену добит из претходних година. На тај начин, штите се шири друштвени интереси, како у погледу сигурности пословања саме компаније, тако и финансијског тржишта у целини (Barbić 2020, 671).

Правило инсолвентности изискује забрану исплате дивиденди од стране неликвидних компанија. Оно је израз потребе за заштитом не само поверилаца већ и обичних акционара који трпе највећи ризик (Malinić 2007, 293).

3. О РАЗЛИЧИТИМ КОНЦЕПТИМА ДИВИДЕНДНЕ ПОЛИТИКЕ

Најчешће се бројне хипотезе о дивидендној политици класификују у две или три школе мишљења. Опет, постоје и они аутори који их уопште не разврставају, већ их излажу кроз анализу ефеката, стратегија, модела и типова дивидендне политике.⁴

⁴ Незанемарив број аутора врло утицајних уџбеника прихватио је овакво

Аутори који се опредељују за њихово сортирање у два концепта, неретко их, према критеријуму утицаја исплате дивиденде на вредност компаније, деле на тзв. традиционално и тзв. модернистичко сагледавање.⁵ У традиционалну теорију могла би се, начелно, сврстати сва она поимања која указују на то да су исплате дивиденди значајне и релевантне за вредност компаније (теорија релевантности дивиденде), а у модернистичку теорију, насупрот томе – сва она одређења која прихватају да су дивиденде ирелевантне и да висина њихове исплате не утиче на вредност друштва (теорија ирелевантности дивиденде).

С друге стране, они који разврставају теорије дивидендне политике у три шира концепта, теоријама релевантности и ирелевантности додају још и теорију резидуалне дивиденде или пак тезу тзв. антидивидендне школе.⁶ У наредним редовима, биће представљени поједини, најзаступљенији доктринарни концепти.

Теорија резидуалне дивиденде почива на претпоставци да су све одлуке о финансирању, инвестирању и дивидендама међусобно повезане и да би тек након што се исцрпе опције инвестирања у пројекте који имају позитивну нето садашњу вредност на ред требало да дође исплата дивиденде акционарима. Према овој концепцији, такорећи, исплата дивиденде третира се као резидуал (остатак) инвестиција (Žarkić Joksimović 2024, 474).

*Теорија ирелевантности дивиденде*⁷ полази од става да су за вредност предузећа значајни само висина добитка и ризик ње-

структурирање различитих поимања. Између осталих, вид: Brealey et al. 2022, 506–517; Van Horne and Wachowicz 2008, 476–497; Berk and DeMarzo 2024, 636–668; Vernimmen et al. 2014, 668–672; Melicher and Norton 2017, 271–272.

⁵ Примера ради, вид: McLaney 2017, 331–333; Atril 2020, 404–405; Besley and Brigham 2019, 249–250; Todorović i Ivanišević 2024, 221; Popović 2004, 54–56; Hrustić 2005, 341.

⁶ Вид: Lasher 2008, 601–604; Gitman and Zutter 2015, 625–628; Zutter and Smart 2019, 611–614; Keown et al. 2020, 440–442; Damodaran 2014, 449–467; Krasulja i Ivanišević 2006, 471–473; Ivanišević 2016, 353–355; Žarkić Joksimović i dr. 2024, 465–475; Доганчић 2011, 394–395; Petrović i Denčić-Mihajlov 2014, 280; Malinić 2007, 315–316; Zakić 2009, 69.

⁷ Ова доктрина често се може пронаћи и под називом „ММ теорија“ пошто се њеним творцима сматрају Милер (Merton Miller) и Модigliани (Franco Modigliani). Када су објављени њихови чланци, многи оновремени теоретичари нису крили своје незнање будући да је теза да је укупна вредност фирме независна од финансијске структуре многима деловала контраинту-

говог остварења, док је питање поделе добитка на део који ће се исплатити и на део који ће се задржати, заправо – ирелевантно. Према овом схватању, менаџери би требало да се фокусирају на максимирање вредности предузећа на тржишту и предузимање пројеката који доприносе расту тржишне вредности акција и обвезница које је оно емитовало (Radonjić 2009, 72). Другим речима, предузеће би требало да води рачуна само о пројектима који имају позитивну нето садашњу вредност. Начин поделе приноса мање је важан зато што ће одлука о исплати ниже дивиденде бити компензована повећањем цене акција – и обрнуто (Atril 2020, 405). Но, теорија ирелевантности сматра се применљивом само у контексту тзв. савршеног тржишта, јер претпоставке на којима почива (не постоје емисиони и трансакциони трошкови, не постоје порези, а менаџери и инвеститори се понашају рационално) делују прилично неубедљиво у „реалном“ пословном окружењу (Atril 2020, 408).⁸

Теорија релевантности дивиденди⁹ полази од традиционалног аргумента „врапца у руци“ (eng. *bird in the hand*). Ова теза претпоставља да акционари представљају тзв. љубитеље дивиденди (eng. *dividend lovers*)¹⁰ и претежно преферирају дивиденде, по принципу „боље врабац у руци“ (чак и мале, али сигурне дивиденде), него „голуб на грани“ (већи, али неизвесни капитални добици).¹¹ Према овом концепту, стабилна исплата дивиденди смањује пер-

итивно (Tirole 2006, 77). Данас се Милер-Модиљани доктрина сматра за метком тзв. модерне теорије структуре капитала (Stančić i Čupić 2020, 331).

⁸ Могло би се рећи да су „закључци у вези са резидуалном дивидендном конзистентни са теоријом ирелевантности дивиденде“ (Ivanišević 2016, 354).

⁹ Као зачетници ове школе мишљења најчешће се означавају Гордон (Myron Gordon) и Литнер (John Litner) (Randelović-Đorđević 2005, 30).

¹⁰ Становишта теорије релевантности могу се довести у везу и са различитим бихејвиористичким концептима. У појединим расправама полази се од претпоставке да индивидуални инвеститори преферирају дивиденде из ирационалних, субјективних разлога. Као што се у свакодневном животу људи окрећу програмима саветовања, одвикавања и спречавања да дођу у искушење због немогућности самоконтроле, тако и финансирање потреба путем дивиденди смањује притисак на „грешног“ акционара и омогућује му да избегне потенцијалну штету која би настала из његове (коцкарске) слабости (Zakić 2009, 106).

¹¹ Најстарија финансијска доктрина прихватала је, тако, став да би акционар радије примио једну фунту данас, него што би допустио да му се та фунта реинвестира у пословање, чак и ако би то могло донети будуће, више дивиденде (Atrill 2020, 404).

ципирани ризик акционара и води ка вишим ценама акција, а сама дивиденда се посматра као активна варијабла политике расподеле насупрот акумулираној вредности као резидуалној. Ако се дивидендна политика сматра релевантном, онда се може претпоставити и да постоји нешто што би представљало оптималну дивидендну политику. Но, у савременој пословној пракси најчешће не постоји начин да се утврди оптимална дивидендна политика (Todorović i Ivanišević 2024, 211).

Теорија сигнализација полази од претпоставке да објаве о висини дивиденде пружају акционарима драгоцене информације које су претходно биле познате само менаџменту компаније, те да, следствено томе, свака промена у висини служи као сигнал инвеститорима (Besley and Brigham 2018, 250). Према овом концепту, дакле, повећање дивиденди би акционарима представљало сигнал да је управа предузећа оптимистична по питању будућег пословања, и обрнуто.

*Теорија пореских преференција*¹² почива на тези да инвеститори, услед различитог пореског третмана, више преферирају исплату капиталне добити него дивиденди. Наиме, у оним пореским системима у којима је стопа пореза на доходак виша него стопа пореза на капиталну добит, резултат повећања дивиденде условљавао би и пад цене акције.¹³ Према овом концепту, може се претпоставити да ће акционари изложени већем пореском оптерећењу дивиденди преферирати акције компанија које не исплаћују дивиденде, док ће инвеститори изложени мањем пореском оптерећењу примљених дивиденди одабрати акције компанија са стабилном дивидендном политиком (тзв. ефекат пореске клијентеле) (Вржина 2022, 93).

Ваља подсетити и на то да опорезивање расподељене добити доводи до могућности економског двоструког опорезивања.¹⁴ Сва-

¹² Сматра се да је ова концепција зачета проминентним чланком Лиценбергера (Robert Litzenberger) и Рамасјамија (Krishna Ramaswamy) из 1979. године (вид: Litzenberger and Ramaswamy 1979, 163–195).

¹³ Стога се понегде, нарочито у САД, заговорници оваквог става, попут Шапира (Alan C. Shapiro), називају и припадницима „анти-дивидендне школе“ (Malinić 2007, 329).

¹⁴ Двоструко економско опорезивање постоји онда када се расподељени део добити корпорације опорезује два пута – једном на нивоу корпорације (порезом на добит корпорација), а затим, на нивоу акционара (порезом на доходак грађана). Код оваквог облика двоструког опорезивања „порески обвезници су

како, „р/а разлика“ (расподела/акумулација), изазвана дуплим пореским теретом који пада на расподељени, али не и на акумулисани део профита корпорације, у многим аспектима утиче на понашање акционарског друштва (Porović 1991, 30). Из односа пореске политике различитих држава према феномену економског двоструког опорезивања може се јасно проценити „како држава, на једном ширем плану, сагледава значај акционарства“ (Поповић и Илић-Попов 1999, 560). У системима у којима важи тзв. класични систем опорезивања добити корпорација, збирни терет тог пореза и пореза на доходак грађана на дивиденде већи је од пореског терета на акумулисану добит (због чега је компанија подстакнута да добит задржава у својим фондовима, уместо да је расподељује акционарима као дивиденду)¹⁵. Такође, начелно, опорезивању капиталне добити подлежу само реализовани добици – увећана вредност имовине, у смислу капиталне добити, опорезује се тек након продаје акције (Поповић и Илић-Попов 1999, 562–563).

Теорија животног циклуса дивиденди може се довести у везу са теоријом животног циклуса предузећа. Наиме, полази се од тезе да новије компаније имају тенденцију да не исплаћују дивиденде јер су усмерене на истраживање и развој, док су старе и зреле компаније спремне исплатити више дивиденде јер имају ограничене могућности за инвестирање и раст (Pašić Tomić 2023, 132).

Теорија кетеринга полази од претпоставке да се компаније прилагођавају преференцијама инвеститора иницирајући или повећавајући исплате дивиденди током периода у којима су акције са високим дивидендама нарочито привлачне инвеститорима. (Zutter and Smart 2019, 617). Према овом концепту, једноставније речено – менаџери пружају инвеститорима оно што они тренутно желе (Baker and Wurgler 2004, 1160).

(...) у правном смислу различити (један обвезник је правно лице – друштво капитала, а други физичко лице – акционар), али су у економском идентични, јер су акционари власници корпорације и јер, ако је тачна претпоставка да се порез на добит корпорација не преваљује, он њих погађа“ (Porović 2025, 265–266).

¹⁵ Повећана склоност да се профит акумулише изазива тзв. ефекат затварања (Lock-in Effect).

4. ФАКТОРИ, ОБРАСЦИ И ТИПОВИ ДИВИДЕНДНЕ ПОЛИТИКЕ

Начин вођења дивидендне политике компаније условљен је великим бројем различитих *фактора*. Закић (2009, 134–138) врло сажето формулише групу питања која би менаџери ваљало да постављају: 1) у којој фази раста и развоја се налази компанија; 2) какве су могућности инвестирања и задуживања; 3) са каквим пословним ризицима се суочава компанија; 4) каква је структура акционара као пореских обвезника; 5) какво је поверење акционара у менаџере; 6) колика је могућност тзв. непријатељског преузимања предузећа; 7) постоје ли нека ограничења или обавезе у вези са исплатом дивиденди.

Дамодаран (2014, 442) издваја неколико занимљивих *образаца* дивидендне политике. По њему, превасходно, постоји тенденција праћења зарада и то тако што је раст зарада праћен растом дивиденди, док је, обрнуто, пад зарада понекад праћен смањењем дивиденди. Дивиденде су „лепљиве“ (eng. *sticky*) јер се компаније неретко устручавају да промене висину дивиденди, а нарочито оклевају да их сниже чак и онда када зараде опадају. Дивиденде поседују тенденцију много стабилнијег кретања у односу на зараде. Напоследку, постоје и очигледне разлике у дивидендној политици током животног циклуса компаније, као резултат промена стопа раста, новчаних токова и расположивости пројеката.

Сви *типови дивидендне политике* условно би се могли поделити на тзв. резидуалну и тзв. активну политику дивиденди. Резидуална дивидендна политика почива на принципу да се добит најпре задржава и реинвестира, а тек потом расподељује акционарима ако стопа приноса коју компанија може да заради на реинвестирану добит премашује стопу коју инвеститори могу у просеку убрати на основу других инвестиција са упоредивим ризиком (Besley, Brigham 2018, 251). Основна предност ове политике огледа се у усмерености компаније ка инвестиционим пројектима који генеришу вредност, док се њен основни недостатак манифестује кроз изражену варијабилност дивиденди током времена, што акционари по правилу негативно перципирају (Todorović i Ivanišević 2024, 214).

Активна политика дивиденди може се реализовати на више начина. Један од модела заснива се на коришћењу константне стопе плаћања дивиденде. Ова политика претпоставља да предузеће уна-

пред утврђује проценат нето добитка који ће се исплаћивати као дивиденда, што се не препоручује код предузећа са честим колебањима у висини профита (Ivanišević 2016, 356). С друге стране, тзв. политика стабилне (регуларне) дивиденде подразумева да компанија из периода у период исплаћује исти износ дивиденде по једној емитованој и продатој акцији. На крају, постоји и политика исплате екстра дивиденди, која представља стратегију исплате нижих регуларних дивиденди током године и исплате додатне (екстра) дивиденде на крају пословне године (Petrović i Denčić-Mihajlov 2013, 287).

5. ЈЕДАН ПОГЛЕД НА ДИВИДЕНДНУ ПОЛИТИКУ У РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ

Током прве деценије 21. века, финансијско тржиште у Републици Србији није омогућавало услове за примену политике стабилних дивиденди. Штавише, исплата дивиденди представљала је „пре изненађујућу вест него уобичајену одлуку о расподели добити из претходне године“ (Zakić 2009, 153). Претежно, компаније нису ни исплаћивале дивиденде, или се, пак, до информације о томе није ни могло доћи.¹⁶

Истраживања спроведена током протекле деценије, која су се претежно заснивала на недовољним узорцима, указују на постојање континуитета сличних изазова. Домаће тржиште капитала карактерише скромна понуда квалитетних финансијских инструмената и низак ниво ликвидности (како у погледу дубине, тако и ширине тржишта), а, према доступним подацима, релативно мали број компанија редовно исплаћује дивиденде (Pašić Tomić 2023, 130). Најчешће, то чине она акционарска друштва која се налазе у тзв. *зрелој фази* (Ibid, 137). Резидуалну политику углавном спроводе оне компаније у којима је изражена концентрација власништва, док

¹⁶ Аутори који су покушавали да дубље и садржајније анализирају дивидендну политику домаћих компанија након петооктобарских промена суочавали су се са бројним потешкоћама и препрекама у истраживању. Неретко, на основу тада јавно доступних података, није било могуће донети закључке о дивидендним политикама појединих предузећа, а, с друге стране, ни менаџери најуспешнијих компанија најчешће нису желели ни да одговарају на питања истраживача о дивидендној политици (вид: Ibid, стр. 154, фн. 14).

она друштва која немају израженог већинског акционара често воде активну политику дивиденди (Zakić 2016, 91).

Могло би се, у начелу, оценити да у Србији не постоји устаљена пракса расподеле дивиденди. Њихова исплата неретко је спорадична и изостаје чак и у условима остваривања позитивних пословних резултата (Marić Radojević et al. 2025, 724). У великом броју случајева, добит се не исплаћује акционарима већ се задржава унутар компаније, што наводи на закључак да не постоји традиција континуиране исплате дивиденди (*Ibid*, 732).

Посматрано са пореског аспекта, могло би се претпоставити да нити порез на добит, а ни порез на приходе од капитала не представљају оптерећење које има значајан утицај на доношење одлука о дивидендној политици компаније у Србији (што се може објаснити релативно ниским пореским стопама) (Jovković, Vržina 2021, 43). Но, као и у погледу осталих оцена, услед скромног броја научних радова и недовољно репрезентативног узорка, и ови закључци могли би само условно прихватити.

6. ЗАКЉУЧНА РАЗМАТРАЊА

У целини узев, дивидендна политика не представља само скуп 'техничких' одлука о расподели добити, већ се може оценити као један респектабилан стратегијски инструмент који обликује перцепцију акционара и утиче на вредност предузећа. Како се одлучује о комплементарним величинама, разумљиво је да би веће исплате дивиденди истовремено подразумевале и мањи обим капитала који се може реинвестирати. Но, извор теоријске „контроверзности“ огледа се у чињеници да се обе алтернативе – како одлука о већој исплати дивиденди, тако и одлука о већем задржавању профита – могу довести у позитивну везу са кретањем вредности компаније.

С обзиром на то да је развој акционарских друштава знатно допринео и развоју доктрина корпоративних финансија, не би требало да изненади што су излагања о теоријама дивидендне политике заступљена не само у великом броју расправа о политици исплате добити, већ и у многим делима уџбеничког и монографског карактера. Приступи су неретко међусобно опречни и не могу се прихватити као парадигматски. Кроз свако поимање покушава се одгонетнути која и каква дивидендна политика ваља бити вођена

како би се максимирала вредност компаније и увећало богатство акционара.

Оцене малобројних домаћих истраживања могу нас упутити на закључак да је међу акционарским друштвима у Србији више заступљена политика резидуалних него ли политика стабилних дивиденди. Но, убедљивост свих налаза донекле је ограничена услед недовољне репрезентативности узорака и, сада већ традиционално, лимитиране доступности релевантних података.

ЛИТЕРАТУРА

Арсип, Зоран и Марјански, Владимир. 2018. *Право привредних друштава*. Нови Сад: Универзитет у Новом Саду – Правни факултет.

Atrill, Peter. 2020. *Financial Management for Decision Makers*. Harlow: Pearson.

Baker, Malcolm and Wurgler, Jeffrey. 2004. A Catering Theory of Dividends. *The Journal of Finance*, 59 (3), pp. 1125–1165. doi: 10.1111/j.1540-6261.2004.00658.x.

Беговић, Борис. 2020. *Увод у финансијска тржишта*. Београд: Универзитет у Београду – Правни факултет.

Berk, Jonathan and DeMarzo, Peter. 2024. *Corporate Finance*. Harlow: Pearsons.

Besley, Scott and Brigham, Eugene, 2019. *CFIN6*. Boston: Cengage.

Brealey, Richard, Myers, Stewart and Marcus, Alan. 2022. *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw Hill.

Van Horne, James and Wachowicz, John. 2008. *Fundamentals of Financial Management*. Harlow: Pearsons.

Vernimmen, Pierre, Quiry, Pascal, Dallochio, Maurizio, Le Fur, Yann and Salvi, Antonio. 2014. *Corporate Finance: Theory and Practice*. Chichester: Wiley.

Васиљевић, Мирко. 2007. *Корпоративно управљање: правни аспекти*. Београд: Универзитет у Београду – Правни факултет.

Вржина, Стефан. 2022. *Финансијско управљање порезом на добитак предузећа у Србији* (одбрањена докторска дисертација). Крагујевац: Универзитет у Крагујевцу – Економски факултет.

Bunčić, Sonja. 2002. *Pravna priroda akcije* (odbranjena doktorska disertacija). Novi sad: Univerzitet u Novom Sadu – Pravni fakultet.

Gitman, Lawrence and Zutter, Chad. 2015. *Principles of Managerial Finance*. Harlow: Pearson.

Голубовић, Срђан и Димитријевић, Марко. 2022. *Пословне и банкарске финансије за правнике*. Ниш: Универзитет у Нишу – Правни факултет.

Damodaran, Aswath. 2014. *Applied Corporate Finance*. Hoboken: Wiley.

Доганџић, Александар. 2011. *Пословне финансије*. Косовска Митровица: Универзитет у Приштини са привременим седиштем у Косовској Митровици – Економски факултет.

Dugalić, Veroljub, Štimac, Milko i Stojković, Dragan. 2021. *Berzansko poslovanje*. Kragujevac: Univerzitet u Kragujevcu – Ekonomski fakultet.

Erić, Dejan, Đukić, Mališa i Bodroža, Duško. 2021. *Finansijska tržišta: X.O.* Beograd: Data status.

Žarkić Joksimović, Nevenka, Benković, Slađana i Milosavljević, Miloš. 2024. *Finansijski menadžment*. Beograd: Univerzitet u Beogradu – Fakultet organizacionih nauka.

Živančević, Miloš. 1991. Dividende. *Jugoslovensko bankarstvo*, 21(11), str. 31–41.

Zakić, Vladimir. 2009. *Raspodela dobiti i politika dividendi*. Novi Sad: Visoka poslovna škola strukovnih studija.

Zakić, Vladimir. 2016. Politika dividendi akcionarskih preduzeća u Srbiji. *Finansije: časopis za teoriju i praksu finansija*, 71(1–6), str. 79–92.

Zutter, Chad and Smart, Scott. 2019. *Principles of Managerial Finance: Brief*. Harlow: Pearson.

Ivanišević, Milorad. 2016. *Poslovne finansije*. Beograd: Univerzitet u Beogradu – Ekonomski fakultet.

Јовановић, Небојша, Радовић, Вук и Радовић, Мирјана. 2023. *Компанијско право: право привредних субјеката*. Београд: Универзитет у Београду – Правни факултет.

Јовановић, Небојша. 2026. *Уџбеник из компанијског права*. Београд: Универзитет у Београду – Правни факултет.

Jovković, Biljana and Vržina, Stefan. 2021. Taxation and Dividend Payout: The Case of Republic of Serbia. *Management: Journal of Sustainable Business and Management Solutions in Emerging Economies*, 26(3), pp. 35–46. doi: <https://doi.org/10.7595/management.fon.2021.0016>.

Keown, Arthur, Martin, John and Petty, J. William. 2020. *Foundations of Finance: The Logic and Practice of Financial Management*. New York: Pearson.

Krasulja, Dragan i Ivanišević, Milorad. 2006. *Poslovne finansije*. Beograd: Univerzitet u Beogradu – Ekonomski fakultet.

Кулић, Мирко. 2004. *Финансијски менаџмент*. Београд: Мегатренд универзитет примењених наука.

Lasher, William. 2008. *Practical Financial Management*. Mason: Thomson South-Western.

Litzenberger, Robert and Ramaswamay, Krishna. 1979. The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*, 7(2), pp. 163–195.

Malinić, Dejan. 2007. *Politika dobiti korporativnog preduzeća*. Beograd: Univerzitet u Beogradu – Ekonomski fakultet.

Marić Radojević, Aleksandra, Jovković, Biljana and Vasić, Aleksandra. 2025. Determinants of dividend policy – the case of financial institutions of the Republic of Serbia. *Teme*, 49(4), pp. 721–735. doi: <https://doi.org/10.22190/TEME241127048R>.

McLaney, Eddie. 2017. *Business Finance: Theory and Practice*. Harlow: Pearsons.

Melicher, Ronald and Norton, Edgar. 2017. *Introduction to Finance: Markets, Investments and Financial Management*. Hoboken: Wiley.

Pavić, Milan. 1996. *Pravni položaj akcionara u akcionarskom društvu* (odbranjena doktorska disertacija). Beograd: Univerzitet u Beogradu – Pravni fakultet.

Pašić Tomić, Vesna. 2023. „Analiza teorije životnog ciklusa dividendi: slučaj kompanija na Beogradskoj berzi“. U Dragomir Dimitrijević, Ana Lalević Filipović i Dejan Spasić (ur.), *Računovodstvena znanja kao činilac ekonomskog i društvenog napretka* (129–140). Kragujevac: Univerzitet u Kragujevcu – Ekonomski fakultet.

Petrović, Evica i Denčić-Mihajlov, Ksenija. 2014. *Poslovne finansije*. Niš: Univerzitet u Nišu – Ekonomski fakultet.

Полићевих, Михаило. 1901. О акционарским друштвима : расправа из упоредног трговинског законодавства. *Бранич*, 8 (3–4), стр. 193–207.

Поповић, Дејан и Илић-Попов, Гордана. 1999. Порески аспекти развоја акционарства у Србији. *Право и привреда*, 36 (5–8), стр. 559–576.

Popović, Dejan. 2025. *Poresko pravo*. Beograd: Univerzitet u Beogradu – Pravni fakultet.

Popović, Dejan. 1991. *Porez na dobit korporacija*. Beograd: Ekonomski institut.

Popović, Saša. 2004. Dividendna politika kao element finansijskog menadžmenta. *Poslovna politika*, 33(10), str. 53–57.

Radonjić, Ognjen. 2009. *Finansijska tržišta: rizik, neizvesnost i uslovna stabilnost*. Beograd: Službeni glasnik.

Randelović-Đorđević, Ivana. 2005. *Politika dividendi kao način rešenja konflikata menadžeri – akcionari* (odbranjena magistarska teza). Niš: Univerzitet u Nišu – Ekonomski fakultet.

Ross, Stephen, Westerfield, Randolph & Jordan, Bradford. 2022. *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw Hill.

Stančić, Predrag i Čupić, Milan. 2020. *Korporativne finansije*. Kragujevac: Univerzitet u Kragujevcu – Ekonomski fakultet.

Tirole, Jean. 2006. *The Theory of Corporate Finance*. Princeton/Oxford: Princeton University Press.

Todorović, Miroslav i Ivanišević, Milorad. 2024. *Poslovne finansije*. Beograd: Univerzitet u Beogradu – Ekonomski fakultet.

Hrustić, Hasiba. 2005. *Finansijski menadžment*. Novi Sad: Fakultet za uslužni biznis.

Šoškić, Dejan. 2006. *Hartije od vrednosti: upravljanje portfoliom i investicioni fondovi*. Beograd: Univerzitet u Beogradu – Ekonomski fakultet.

Штимац, Милко. 2014. *Акционарство и демократија*. Београд: Архипелаг.

Vojislav BAČANIN

DIVIDEND POLICY IN THE LIGHT OF LEGAL AND ECONOMIC THEORETICAL APPROACHES

Resume

This text represents an attempt to examine different doctrinal perspectives of dividend policy, outline the factors that influence it and provide a review of the results of research on dividend payment policies in the Republic of Serbia. The approaches are often contradictory and cannot be accepted as paradigmatic. The source of theoretical „controversy” is reflected in the fact that both alternatives – the decision to pay higher dividends and the decision to retain a higher profit – can be positively related to the movement of the company’s value. The assessments of the few national studies can lead us to the conclusion that among the joint-stock companies in Serbia the policy of residual rather than stable dividends is more prevalent. However, the persuasiveness of all findings is somewhat limited due to the insufficient representativeness of the samples and the, now traditionally, limited availability of relevant data.

Key words: dividend, dividend policy, joint-stock company, residual dividend, stable dividend, dividend relevance theory, dividend irrelevance theory, tax preference theory

Достављено: 20.4.2026. године
Прихваћено: 17.6.2026. године