

## Referat o oceni doktorske disertacije

NAUČNO-NASTAVNOM VEĆU  
EKONOMSKOG FAKULTETA U BEOGRADU

Na osnovu odluke Nastavno-naučnog veća zavedene pod brojem 2698/1 od 5.07.2017. godine, izabrani smo u članstvo doktorske komisije za ocenu doktorske disertacije kandidata **Vukašina Kuča** (u daljem tekstu „Kandidat“), diplomiranog ekonomiste - mastera, pod naslovom „**Analiza strukture finansiranja najvećih preduzeća u Srbiji u periodu Velike recesije: preporuke za finansijsko restrukturiranje i poslovnu strategiju**“. Pošto smo proučili završenu doktorsku disertaciju, podnosimo Veću sledeći

## R E F E R A T

### 1. Osnovni podaci o kandidatu i disertaciji

Kandidat Vukašin Kuč rođen je 1982. godine u Vrbasu. Na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu diplomirao je 2006. godine, na smeru Menadžment, sa prosečnom ocenom 9,50. Master studije (studijski program Računovodstvo, revizija i poslovne finansije) je završio na Ekonomskom fakultetu u Beogradu sa prosečnom ocenom 10,00, odbranivši master tezu pod nazivom „Uticaj kreditnog rejtinga na strategiju preduzeća“ decembra 2009. godine. Odmah zatim (školske 2009/2010 godine) je upisao doktorske studije, modul Poslovno upravljanje i na njemu je položio sve ispite predviđene nastavnim planom sa prosečnom ocenom 9,56.

Rad na Ekonomskom fakultetu u Beogradu započeo je 2007. godine u svojstvu demonstratora. U zvanje saradnika u nastavi za užu naučnu oblast Poslovna ekonomija i menadžment - Strategijski menadžment biran je 2007. godine, a u zvanje asistenta 2010. godine. Bio je angažovan kao konsultant na većem broju projekata iz domena procene vrednosti preduzeća, studija izvodljivosti, poslovnog i finansijskog restrukturiranja. Trenutno je angažovan kao istraživač na projektu Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja pod nazivom „Strategijske i taktičke mere za rešavanje krize konkurentnosti realnog sektora u Srbiji“, kao i na međunarodnim projektima iz kategorije „*Horizon 2020*“ i „*IPA*“.

Kandidat je autor ili koautor većeg broja naučnih radova na temu poslovne strategije, kredit rejtinga, poslovnog i finansijskog restrukturiranja. Najveći broj radova je u vrlo bliskoj vezi sa temom doktorske disertacije, među kojima se izdvajaju:

- Todorović, M., **Kuč, V.**, Vuksanović, I. (2011): “The Importance of Strengthening the Role of the Boards of Directors in State-Owned Enterprises in Serbia”, *Ekonomika preduzeća*, November-December, pp. 403-413. (M51)
- Vuksanović, I., Herceg, T., **Kuč, V.** (2011) “The Economic Costs of Disintegration of Yugoslavia: The case of Croatia and Serbia”, EACES Workshop “Market Failures and the Role of Institutions”, Miločer, Montenegro. (M33)
- Vuksanović, I., **Kuč, V.** (2011): “Kako unaprediti efektivnost korporativnog upravljanja: iskustvo iz krize“, *Novi metodi menadžmenta i marketinga u podizanju konkurentnosti srpske privrede*, str. 147-159, Ekonomski fakultet u Beogradu. (M44)
- **Kuč, V.** (2012): “Kolaps rejting agencija”, *Savremeni trendovi u menadžmentu i marketingu*, str. 97-118, Ekonomski fakultet u Beogradu. (M45)

- Kaličanin, Đ., **Kuč, V.** (2012): „Complementarities between the Development Strategy of “NIS” and the Energy Policy of Serbia“, *Ekonomika preduzeća*, November-December, pp. 386-398. (M51)
- Kaličanin, Đ., **Kuč, V.** (2013) “Industrial policy in the energy sector – the example of gas sector in Serbia”, *Ekonomika preduzeća*, November-December, pp. 492-505. (M51)
- Kaličanin, Đ., **Kuč, V.** (2014) „Comparing restructuring strategies of electric power companies in the EU and Serbia“, *Ekonomika preduzeća*, November-December, pp. 229-243. (M24)
- **Kuč, V.** (2015) „Uloga i značaj strukture kapitala u stvaranju vrednosti“, u Kaličanin, Đ., Lončar, D., Bogetić, Z., Todorović, M. (Urednici), *Stvaranje vrednosti: Teorijsko praktični aspekti*, Ekonomski fakultet u Beogradu, str. 115-132. (M44)

Osim toga, Kandidat je decembra 2015. godine objavio rad pod nazivom „The analysis of financial structure in the largest enterprises in Serbia“ (*Ekonomika preduzeća*, November-December, pp. 399-412, M24) kao deo svoje doktorske disertacije, što je integralni deo procedure odbrane disertacije na Univerzitetu u Beogradu. Kandidat je sa uspehom odbranio prvi, a zatim i drugi doktorantski kolokvijum; osim toga, ispunio je sve obaveze predviđene studijskim programom i objavio je više radova sa relevantne liste časopisa Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja, čime je stekao pravo da izrađenu doktorsku disertaciju podnese na ocenu.

Doktorska disertacija Vukašina Kuča napisana je na 438 strana, uključujući spisak literature na 21 strani, kao i priloge i biografiju na ukupno 42 strane. Disertacija se bavi kako teorijskim, tako i realnim problemima poslovne ekonomije na uzorku najvećih preduzeća u Republici Srbiji. Pored uvoda i zaključka, disertacija ima četiri dela. U izradi disertacije, Kandidat je koristio i korektno naveo 260 izvora, koji su relevantni za temu doktorske disertacije. Tekst disertacije sadrži 77 tabela i 63 slike.

## 2. Predmet i cilj disertacije

Ultimativni cilj preduzeća je maksimiranje vrednosti za njegove vlasnike. Ispunjenje ovog cilja podrazumeva donošenje poslovnih, investicionih i finansijskih odluka. Dugoročno stvaranje vrednosti za vlasnike stoji na stubovima finansijske strukture i poslovne strategije. Između njih postoji dvosmeran odnos: dok finansijska struktura opredeljuje širinu dijapazona strategijskih opcija kojima preduzeće stvara i održava konkurentsku prednost, dotle poslovna strategija, kojom preduzeće koristi šanse i/ili izbegava pretnje i usmerava investicione aktivnosti, pomera odnose u finansijskoj strukturi. Vodeći računa o tome da je ovaj odnos dvosmeran i promenljiv, stratezi i finansijski menadžeri preduzeća tragaju za formulom uspeha, s jedne strane, podešavajući finansijsku strukturu zahtevima poslovne strategije, a sa druge strane, projektujući finansijske performanse poslovne strategije i njen uticaj na finansijsku strukturu. Pritom, oni se oslanjaju na domete poznatih teorija strukture kapitala i rezultate sprovedenih empirijskih istraživanja. U njima se, između ostalog, krije i inspiracija Kandidata za istraživanje za potrebe doktorske disertacije.

Najznačajnije teorije strukture kapitala različito gledaju na način donošenja finansijskih odluka. Dok na jednoj strani Teorija statičkog kompromisa govori o ciljnoj strukturi kapitala kojom preduzeće ostvaruje najbolju kombinaciju poreskih ušteda i troškova usled finansijskih neprilika kao posledice upotrebe duga, dotle Teorija hijerarhijskog poretka odbacuje ideju o ciljnoj strukturi kapitala i promoviše hijerarhijski redosled korišćenja izvora finansiranja počev, najpre, od internih sredstava, preko dugova, do, na kraju, nove emisije akcija. Empirijska istraživanja koja su, takođe, bila inspiracija istraživanja doktorske disertacije, bavila su se determinantama strukture finansiranja. Te determinante možemo pronaći u internom okruženju (materijalnost imovine, veličina preduzeća, rast, profitabilnost, volatilnost dobitka), granskom okruženju (finansijski

leveridž grane), kao i u makroekonomskom okruženju (stopa rasta, stopa inflacije, stopa nezaposlenosti, stabilnost deviznog kursa, kamatne stope i dr.).

Uvažavajući teorijske postavke i empirijski potvrđene determinante strukture finansiranja, menadžeri se strateški fokusiraju na bitne poluge dugoročnog stvaranja vrednosti za vlasnike - dugoročni rast prihoda od prodaje, rast po održivoj stopi, prinos na kapital i kredit rejting. Uravnoteženo unapređenje ovih performansi obezbeđuje kratkoročno i dugoročno preživljavanje, kao i rast vrednosti za vlasnike u dugom roku.

Predmet disertacije je struktura finansiranja najvećih preduzeća u Srbiji u periodu posle izbijanja globalne ekonomske krize 2008. godine, u literaturi poznate kao „Velika recesija 2008-“. Predmet istraživanja izabran je na osnovu značaja koji velika preduzeća imaju u privredi Republike Srbije. Iako ova preduzeća učestvuju sa manje od jednog procenta u ukupnom broju preduzeća, ona aproksimativno zapošljavaju više od 2/5 ukupnog broja zaposlenih, upotrebljavaju 3/5 ukupne poslovne imovine, angažuju oko 2/3 ukupnog sopstvenog kapitala, generišu polovinu ukupnih poslovnih prihoda i polovinu ukupnog neto dobitka, ali, na žalost, prave i više od polovine ukupnog neto gubitka privrede Srbije. Kandidat svoje istraživanje zasniva na analizi strukture finansiranja najvećih preduzeća u Srbiji odabranih prema kriterijumu visine poslovnih prihoda, od preko 5 milijardi dinara (ili oko 44 miliona evra) u 2013. godini. U obuhvaćenom uzorku od 186 preduzeća našla su se kako poslovno agilna (vajabilna) preduzeća, tako i ona preduzeća koja se mogu podvesti pod poslovno-kontroverzna preduzeća, odnosno preduzeća sa negativnim sopstvenim kapitalom i nerealizovanim profitnim potencijalom.

Istraživanje je, po principu od opšteg ka pojedinačnom, započeto analizom makroekonomskog konteksta poslovanja u Srbiji i analizom finansijskih performansi preduzeća privrede Republike Srbije, po sektorima i njihovoj veličini; zatim je istraživanje nastavljeno u pravcu analize preduzeća iz uzorka na bazi agregiranih i pojedinačnih finansijskih izveštaja; nakon toga, fokus je u istraživanju sužen na poduzorak preduzeća najvećeg stepena vajabiliteta, da bi, na kraju, međuzavisni odnos poslovne strategije i strukture finansiranja bio predmet studije slučaja.

Cilj disertacije je da identifikuje ključne determinante strukture finansiranja najvećih preduzeća u Srbiji u periodu posle 2008. godine. Disertacija pokazuje da nepovoljan makroekonomski kontekst koji utiče na strukturu finansiranja nije jedini faktor koji utiče na rezultate preduzeća u Srbiji. Adekvatna strategija, koja uključuje finansijsku strategiju koja favorizuje korišćenje sopstvenih izvora finansiranja kod jednog broja preduzeća koja imaju visok stepen vajabiliteta predstavlja dokazanu determinantu finansijskih performansi ovih preduzeća. Konačno, disertacija daje jasne preporuke za finansijsko restrukturiranje i smernice za formulisanje i implementaciju poslovnih strategija u analiziranim okolnostima.

### **3. Osnovne hipoteze od kojih se polazilo u istraživanju**

U radu je testirano 7 istraživačkih hipoteza. Prve tri hipoteze odnose se na proveru logičnosti i koherentnosti teorijskih stavova vezanih za strukturu finansiranja, a poslednje četiri hipoteze na konkretne uslove koji važe u privredi Srbije iz perspektive prve tri hipoteze.

*H1: Struktura finansiranja preduzeća primarno je determinisana makroekonomskim fundamentima sistema, apsolutnom konkurentskom prednošću grane i relativnom konkurentskom prednošću preduzeća.*

Kandidat je ovu hipotezu dokazao na bazi analize relevantne literature. Brojne empirijske studije, prikazane u disertaciji, pokazale su da pored internih faktora, kao što su profitabilnost, učešće

materijalne imovine u ukupnoj imovini, veličina preduzeća i dr., na strukturu finansiranja utiču i faktori vezani za neposredno okruženje (finansijski leveridž grane, na primer) i opšte okruženje (inflacija, stopa rasta BDP, nivo kamatnih stopa, postojanje valutne klauzule kod kredita, devizni kurs i dr.) čime se potvrđuje hipoteza H1.

*H2: Na strukturu finansiranja može da utiče i strategija ukoliko je preduzeće u prethodnom periodu ostvarivalo rast po održivoj stopi rasta. U tom slučaju postoji dvostruka zavisnost između strukture finansiranja i strategije.*

Na bazi studije slučaja preduzeća Tarkett d.o.o. iz Bačke Palanke pokazano je da na strukturu finansiranja utiče i strategija. Ukoliko preduzeće nema adekvatnu strukturu finansiranja ono ne može razmišljati o strategijama koje se baziraju na dinamičnom rastu i diversifikaciji. Pošto je analizirano preduzeće u prethodnom periodu raslo po stopi održivog rasta, što znači da je raslo uz minimum finansijskog naprežanja, bilo je moguće da intenziviranje aktivnosti na novim tržištima, praćeno proširenjem strukturnog portfolija, bude finansirano u većem stepenu iz pozajmljenih izvora finansiranja. Ubrzo posle toga, zahvaljujući rastu prihoda i produktivnosti, finansijski leveridž se vratio na nivo pre ekspanzije ali na većem nivou prihoda. To znači da je za rast prihoda preduzeće koristilo kredite za finansiranje obrtnih sredstava održavajući isti nivo finansijskog leveridža. Ovakvo stanje može se okarakterisati visokim vajabilitetom strategije i preduzeća koje je primenjuje. Finansijske performanse preduzeća bile su takve da nisu predstavljale ograničenje za implementaciju strategije. Šta više, struktura finansiranja preduzeća je „gurala“ strategiju prema dinamičnom rastu. Na taj način, strategija dinamičnog rasta povratno je uticala na finansijsku strukturu. Sa takvim učešćem sopstvenih izvora u finansiranju investicija, analizirano preduzeće došlo je u situaciju da struktura finansiranja zavisi od strategije i da strategija zavisi od strukture finansiranja.

*H3: U periodu prosperiteta i pozitivne tranzicije privrednog sistema strategija dominantno utiče na strukturu finansiranja, dok u periodu negativne tranzicije i recesije struktura finansiranja dominantno utiče na strategiju.*

Konsultovana literatura i empirijske studije pokazali su da u fazi negativne tranzicije, odnosno prelaska iz faze privrednog ciklusa označene kao “stabilnost” u fazu recesije, dolazi do kontrakcije privredne aktivnosti. Odgovor preduzeća na tu situaciju, a naročito onih sa visokim finansijskim leveridžom, je deleveridž, odnosno prodaja neprofitabilne imovine i korišćenje na taj način povećane likvidnosti za servisiranje starih kredita u uslovima pada prihoda. Deleveridž dovodi do većeg učešća sopstvenog kapitala u strukturi finansiranja na nižem nivou ekonomske aktivnosti. To je dokazano i empirijskim testom na uzorku najvećih preduzeća u Srbiji u periodu od 2008-2014. godine koji karakteriše prisustvo negativne tranzicije i recesije. Negativan trend stope rasta preduzeća bio je praćen smanjivanjem učešća duga (ukupnih kamatonosnih izvora) u ukupnoj imovini posmatranih preduzeća. Za razliku od negativnog trenda medijane, koja nije osetljiva na postojanje ekstremnih vrednosti, prosečna vrednost ovog racija je bila gotovo nepromenjena što znači da je smanjenje finansijskog leveridža većine preduzeća iz uzorka bilo anulirano značajnim rastom zaduženosti, pre svega, poslovno-kontroverznih preduzeća. Stoga, sprovedena je analiza na nivou grupe preduzeća najvećeg stepena vajabiliteta iz uzorka. Prosečna vrednost i medijana racija dug/ukupna imovina grupe vajabilnih preduzeća imali su negativan trend u posmatranom vremenskom periodu, što potvrđuje pretpostavljeni deleveridž u uslovima pada nivoa privredne aktivnosti (negativne tranzicije). Kada privredni ciklus dođe do „dolje“, to znači da je izvršena dovoljna kontrakcija prethodnog nivoa privredne aktivnosti, koja utiče na usklađivanje faktorskih cena sa faktorskim prinosima, što dovodi do rasta investicionih očekivanja. Prethodno je preduslov za početak oporavka (pozitivnu tranziciju). Na početku faze oporavka investicije se dominantno finansiraju iz internih izvora finansiranja, odnosno rezervi likvidnosti. Veoma brzo posle toga, nastavak rasta u fazi pozitivne tranzicije praćen je većim učešćem pozajmljenih izvora u strukturi finansiranja. Dakle, u fazi pozitivne tranzicije, dominacija sopstvenih izvora finansiranja u prvoj

fazi dovodi do rasta finansijskog leveridža u drugoj fazi ali na povećanom nivou ekonomske aktivnosti.

*H4: Preduzeća u Srbiji su potkapitalizovana i uglavnom nemaju mogućnost da vode računa o strateškim ciljevima, već o preživljavanju.*

Ovu hipotezu Kandidat je empirijski dokazao opsežnom finansijskom analizom preduzeća najpre na nivou cele privrede, a zatim i na nivou uzorka najvećih preduzeća u Srbiji. Analiza performansi na nivou privrede, sektora kao i kategorije velikih, srednjih i malih preduzeća, vršena je na osnovu agregiranih finansijskih izveštaja (u standardnoj i „*common size*“ formi) svih preduzeća u Srbiji u periodu od 2008-2013. godine. Rezultati su pokazali trend smanjenja učešća ukupnog sopstvenog kapitala u ukupnoj imovini privrede uz rast, pre svega, učešća kratkoročnih obaveza. Na pogoršanje finansijske strukture ukazao je i negativan neto obrtni kapital koji se povećavao u posmatranom periodu. Finansijska analiza je, takođe, pokazala da privredu Srbije odlikuje hronična nelikvidnost i neprofitabilnost koja je uzrokovana niskim profitnim maržama, neefikasnim upravljanjem imovinom kao i negativnim efektima finansijskog leveridža, imajući u vidu da prinosi na ukupna ulaganja nisu bili dovoljni za pokriće cene pozajmljenog kapitala. Empirijska analiza na nivou uzorka najvećih preduzeća, sprovedena na bazi agregiranih i pojedinačnih finansijskih izveštaja, pokazala je da strukturu finansiranja najvećih preduzeća u Srbiji u periodu od 2008-2014. odlikuju: 1) visok nivo obaveza sa trendom rasta; 2) nepovoljna ročna struktura obaveza sa trendom pogoršanja i 3) supstitucija kamatonosnih izvora (duga) spontanim izvorima finansiranja, odnosno prebacivanje tereta finansiranja likvidnosti na dobavljače. Pogoršanje finansijske strukture, usporavanje rasta i pad profitabilnosti neminovno su uticali na povećanje rizika bankrotstva posmatranih preduzeća što je potvrđeno primenom EM-score modela, verzije Altmanovog Z-score modela namenjenog zemljama u razvoju. Prosečan EM-score posmatranih preduzeća imao je negativan trend što ukazuje na rast rizika bankrotstva najvećih preduzeća u Srbiji. Pritom, u 2013. godini prosečni EM-score je prešao iz sigurne u sivu zonu (pad sa investicionog na špekulativni rang), sa tendencijom daljeg pada u 2014. godini. Na bazi vrednosti i nepovoljnog trenda prethodno analiziranih indikatora finansijskog zdravlja i rizika bankrotstva, može se zaključiti da su preduzeća u Srbiji potkapitalizovana i da uglavnom nemaju mogućnost da vode računa o strateškim ciljevima već o preživljavanju.

*H5: U strukturnoj krizi kao što je „Velika recesija“ raste značaj spontanih izvora finansiranja u strukturi finansiranja.*

Ova hipoteza dokazana je na osnovu finansijske analize preduzeća iz uzorka kao i ekonometrijskom analizom. Na rast spontanih izvora najpre su ukazali indikatori strukture finansiranja (negativan trend medijane učešća kamatonosnih izvora u ukupnoj imovini uz stabilnu vrednost medijane učešća ukupnih obaveza u ukupnoj imovini). Posledično, smanjenje kamatonosnih izvora je kompenzovano rastom spontanih (besplatnih) izvora finansiranja, usled čega je učešće ukupnih obaveza ostalo stabilno u posmatranom periodu. Pored toga, kao indikator spontanih izvora finansiranja korišćen je gotovinski gep, odnosno period za koji preduzeće treba da obezbedi dodatne izvore za finansiranje obrtnih sredstava. Rezultati analize su pokazali da su posmatrana preduzeća neefikasnost u naplati svojih potraživanja kompenzovala odlaganjem izmirenja obaveza prema dobavljačima, održavajući svoju likvidnost na račun tuđe (ne)likvidnosti (negativan gotovinski gep). Broj preduzeća iz uzorka sa negativnim gotovinskim gepom povećavao se u posmatranom periodu. Ovakav vid finansiranja je dugoročno neodrživ i predstavlja jasan signal hronične nelikvidnosti privrede Srbije. Ekonometrijska analiza je, takođe, potvrdila značajnost spontanih izvora finansiranja, odnosno da gotovinski gep ima statistički signifikantan negativan uticaj na kratkoročan i ukupan finansijski leveridž.

*H6: Veličina preduzeća, materijalnost imovine, rast preduzeća, profitabilnost, volatilnost zarada i likvidnost statistički značajno utiču na strukturu finansiranja najvećih preduzeća u Srbiji.*

Kandidat je hipotezu H6 dokazao primenom ekonometrijskih modela panela na uzorku od 154 preduzeća (sa pozitivnim sopstvenim kapitalom) u periodu od 2009. do 2014. godine. Testirana su tri modela finansijskog leveridža: ukupni, kratkoročni i dugoročni. Pritom, istraživanje nije bilo ograničeno samo na ispitivanje uticaja varijabli navedenih u H6, već se pošlo od šireg skupa internih i eksternih (makroekonomskih) varijabli. Rezultati su pokazali da veličina preduzeća, učešće materijalne imovine u ukupnoj imovini, profitabilnost, likvidnost, spontani izvori finansiranja imaju signifikantan negativan uticaj na ukupan finansijski leveridž najvećih preduzeća u Srbiji. To znači da rast ovih determinanti vodi smanjenju nivoa ukupne zaduženosti preduzeća. Sa druge strane, stopa rasta preduzeća ima statistički značajan pozitivan uticaj na ukupan finansijski leveridž što implicira da je rast preduzeća finansiran iz pozajmljenih izvora. Na osnovu negativnih predznaka kod većine statistički značajnih determinanti strukture finansiranja, Kandidat je ustanovio da je finansijsko ponašanje najvećih preduzeća u Srbiji u skladu sa Teorijom hijerarhijskog redosleda. Prema ovoj teoriji, preduzeća preferiraju interne u odnosu na eksterne izvore finansiranja, dok se unutar eksternih izvora preferira dug u odnosu na naknadno emitovani kapital. Rezultati dobijeni testiranjem modela kratkoročnog i dugoročnog finansijskog leveridža pokazali su da pojedine determinante strukture finansiranja imaju suprotno dejstvo na kratkoročan i dugoročan finansijski leveridž. Tako, na primer, likvidnost i učešće materijalne imovine u ukupnoj imovini imaju značajan negativan uticaj na nivo kratkoročnog finansijskog leveridža, ali i značajan pozitivan uticaj na dugoročni finansijski leveridž. Rast je jedina varijabla u modelu koja ima statistički značajan pozitivan uticaj i na kratkoročni, i na dugoročni finansijski leveridž, a samim tim i na ukupan finansijski leveridž posmatranih preduzeća. Volatilnost zarada je jedina varijabla iz hipoteze H6 za koju nije identifikovan statistički značajan uticaj ni u jednom od testiranih modela.

*H7: Postoje uspešna preduzeća koja i u uslovima nepovoljne strukture finansiranja u privredi ostvaruju visoke performanse. Glavni razlog za to je adekvatna strategija i oslonac na sopstvene izvore finansiranja.*

Ova hipoteza je empirijski potvrđena identifikovanjem segmenta preduzeća visokog stepena vajabilnosti u uzorku najvećih preduzeća u Srbiji, koja su uprkos nepovoljnom kontekstu ostvarivala dobre performanse. Kao indikatori vajabiliteta korišćeni su: prinos na sopstveni kapital ( $\geq 20\%$ ), stopa rasta prihoda od prodaje ( $\geq 3\%$ ) i kreditni rejting ( $\geq \text{BBB}$ ). Ove kriterijume je ispunilo 29 preduzeća iz uzorka. Vajabilitet preduzeća vezan je za postojanje strategije koja obezbeđuje poboljšanje ključnih performansi i rast po održivoj stopi, dugoročno oslanjajući se na sopstvene izvore finansiranja. Vrednosti indikatora strukture finansiranja (pre svega, ratio dug/ukupna imovina i ratio sopstveni kapital/dug) grupe vajabilnih preduzeća nedvosmisleno su potvrdili tezu da se uspešna grupa preduzeća dominantno oslanja na sopstvene izvore finansiranja. Iz grupe vajabilnih preduzeća izabrano je i analizirano preduzeće Tarkett d.o.o. iz Bačke Palanke, koje je uspeh na međunarodnom nivou gradilo na osnovu superiorne strategije i oslanjanjem prvenstveno na sopstvene izvore finansiranja. Time je i studijom slučaja reprezentativnog preduzeća ova hipoteza potvrđena.

#### **4. Kratak opis sadržaja disertacije**

Struktura disertacije sačinjena je iz četiri dela.

*Prvi deo* disertacije nosi naziv „Struktura finansiranja preduzeća – teorije, determinante i indikatori“. Ovaj deo sastoji se od četiri poglavlja. Na samom početku predstavljeni su osnovni pojmovi u vezi sa poslovnim i finansijskom strategijom, izvorima i instrumentima finansiranja, kao

i odnosom strukture finansiranja i strukture kapitala. Drugo poglavlje posvećeno je ključnim teorijama strukture kapitala i njihovoj evoluciji. Polazište predstavljaju radovi čuvenih autora *F. Modigliani* i *M. Miller* koji su postavili temelje najvažnijih teorija strukture kapitala. U okviru ovog poglavlja predstavljene su: Teorija statičkog kompromisa, Teorija hijerarhijskog poretka, Teorija tržišnog tajminga, Teorija menadžerskog zaklona (ili ukopavanja) i dr. Treće poglavlje bavi se determinantama strukture finansiranja koje se dele na dve grupe: 1) interne (na primer, profitabilnost, veličina preduzeća, rast preduzeća, učešće materijalne imovine u ukupnoj imovini i dr.) i 2) eksterne, koje se potom dele na granske (na primer, finansijski leveridž grane) i makroekonomske (na primer, inflacija, stopa rasta BDP, nivo kamatnih stopa i dr.). Poslednje poglavlje prvog dela posvećeno je indikatorima konkurentnosti privrede iz perspektive strukture finansiranja. U pitanju su: indikator finansijskog leveridža, indikator pokrića troškova duga, različite verzije *Z-score* modela za predviđanje bankrotstva kao i kreditni rejting.

**Drugi deo** disertacije, koji nosi naziv „*Međuzavisnost poslovne strategije i strukture finansiranja*“, sačinjen je iz pet poglavlja. Između strukture finansiranja i strategije preduzeća postoji veoma kompleksan dvosmeran odnos. S jedne strane, poslovna strategija utiče na izbor odgovarajuće strukture finansiranja, dok sa druge strane, struktura finansiranja ima povratan uticaj na poslovnu strategiju imajući u vidu da utiče na izbor i mogućnost realizacije budućih strategijskih opcija. U uvodnom poglavlju predstavljeni su različiti aspekti međuzavisnosti strategije preduzeća i strukture finansiranja iz perspektive teorija na kojima bazira korporativno upravljanje (pre svega, teorija agenta i teorija interesnih grupa), prema kojima dug i sopstveni kapital ne predstavljaju samo finansijske instrumente već i instrumente korporativnog upravljanja. U drugom poglavlju ovaj odnos je smešten u okvire koncepta upravljanja vrednošću kako bi se predstavila njegova uloga u procesu stvaranja vrednosti, sa fokusom na glavne pokretače vrednosti. Kada bi struktura finansiranja uticala samo na cenu kapitala, zadatak finansijske strategije bio bi minimiziranje cene kapitala i maksimiziranje vrednosti po tom osnovu. Međutim, maksimizacija vrednosti nije isto što i minimiziranje cene kapitala s obzirom na to da struktura finansiranja utiče i na buduće novčane tokove što usložnjava ovaj odnos. Treće poglavlje posmatra finansijski leveridž kao determinantu profitabilnosti vlasnika (prinosa na sopstveni kapital) kao i determinantu stope održivog rasta preduzeća. Poslednja dva poglavlja drugog dela posmatraju odnos između različitih vrsta poslovnih strategija i njegove finansijske strukture. Precizno, četvrto poglavlje analizira odnos između generalnih strategija (strategije rasta, stabilizacije i povlačenja) i strukture finansiranja, dok se peto poglavlje bavi odnosom generičkih strategija (niski troškovi, diferenciranje i fokusiranje) i strukture finansiranja.

**Treći deo** disertacije nosi naziv „*Prilagodavanje strukture finansiranja – mogući načini i implikacije njihove primene*“ započinje alternativnim pristupima za određivanje optimalne strukture kapitala. Predstavljeni su: pristup poslovnog dobitka, pristup cene kapitala, pristup korigovane sadašnje vrednosti, kao i pristup baziran na strategiji razvijen od strane kompanije *McKinsey*. Ako optimalna struktura kapitala predstavlja cilj, onda je finansijsko restrukturiranje mehanizam za dostizanje tog cilja. Drugo poglavlje trećeg dela bavi se pojmom i najvažnijim klasifikacijama vrsta restrukturiranja. Najopštija i najzastupljenija podela je na poslovno (ili operativno) i finansijsko restrukturiranje, dok *Bowman* i *Singh* aktivnosti restrukturiranja dele na tri vrste: 1) portfolio restrukturiranje; 2) finansijsko restrukturiranje; i 3) organizaciono restrukturiranje. U fokusu ovog poglavlja nalazi se finansijsko restrukturiranje koje predstavlja proces implementacije značajnih promena u strukturi finansiranja. To podrazumeva promene u relativnom odnosu između duga i sopstvenog kapitala kao i promene unutar svakog od izvora finansiranja ponaosob. U trećem poglavlju predstavljene su ključne mere finansijskog restrukturiranja kao što su: restrukturiranje dugova, ponude za zamenu (engl. *exchange offers*), rekapitalizacija dugovima (leveraged recapitalization), otkup sopstvenih akcija i dr. Poslednje poglavlje ovog dela posvećeno je regulativnoj i računovodstvenoj perspektivi finansijskog restrukturiranja. Finansijsko restrukturiranje može se sprovesti u vanskodnom ili sudskom postupku, usled čega se razlikuje

dobrovoljno i stečajno finansijsko restrukturiranje (reorganizacija). Računovodstvena perspektiva finansijskog restrukturiranja, odnosno finansijsko izveštavanje u vezi sa efektima mera restrukturiranja prezentovani su na kraju trećeg dela.

**Četvrti deo** disertacije je empirijske prirode i predstavlja sintezu nekoliko vrsta istraživanja. Ovaj deo nosi naziv „*Empirijska analiza strukture finansiranja najvećih preduzeća u Srbiji tokom velike recesije 2008-*“ i predstavlja najobimniji deo doktorske disertacije. Istraživanje započinje analizom makroekonomskog konteksta poslovanja u Srbiji (makroekonomski indikatori i indikatori ranjivosti) u periodu pre i nakon izbijanja Velike recesije. Nakon toga, u drugom poglavlju analizirane su performanse preduzeća na nivou privrede Srbije, na bazi agregiranih finansijskih izveštaja u periodu od 2008-2013. godine. Za potrebe donošenja odgovarajućih zaključaka, preduzeća su grupisana i analizirana prema kriterijumu veličine (velika, srednja i mala) i sektorskoj pripadnosti. U trećem poglavlju četvrtog dela, istraživanje se fokusira na strukturu finansiranja i performanse 186 najvećih preduzeća u Srbiji prema kriterijumu poslovnih prihoda u periodu od 2008-2014. godine. Uzorak čine preduzeća sa ostvarenim poslovnim prihodima iznad 5 milijardi dinara (oko 44 miliona evra) u 2013. godini. Analiza je vršena na bazi agregiranih i pojedinačnih finansijskih izveštaja, što je omogućilo poređenje sa rezultatima na nivou privrede kao i da se identifikuje tipična struktura finansiranja najvećih preduzeća u Srbiji i poveća vidljivost pojedinačnog preduzeća. Analiza strukture finansiranja praćena je merenjem efekata finansijskog leveridža, kao i rizika bankrotstva posmatranih preduzeća primenom *EM-score* modela. Uzorak je podeljen u dva stratuma: preduzeća sa pozitivnom vrednošću sopstvenog kapitala i preduzeća sa negativnom vrednošću sopstvenog kapitala (tzv. „poslovno-kontroverzna preduzeća“) da bi se sagledao njihov doprinos u prosečnim performansama na nivou uzorka, kao i privrede. Posebna pažnja posvećena je problemu opravdanosti opstanka poslovno-kontroverznih preduzeća. U četvrtom poglavlju sprovedeno je ekonometrijsko istraživanje sa ciljem identifikovanja ključnih determinanti strukture finansiranja primenom ekonometrijskih modela panela. Ocenjena su tri modela finansijskog leveridža (ukupni, kratkoročni i dugoročni) u kojima je testiran uticaj većeg broja internih i eksternih (makroekonomskih) determinanti strukture finansiranja. Konačno, empirijska analiza zaokružena je selekcijom preduzeća najvećeg stepena vajabilnosti iz uzorka, a potom i studijom slučaja reprezentativnog preduzeća iz grupe vajabilnih preduzeća, preduzeća Tarkett d.o.o. iz Bačke Palanke.

Konačno, zaključak disertacije obuhvata dva dela: 1) dokaze testiranih hipoteza; i 2) preporuke za finansijsko restrukturiranje i poslovnu strategiju na bazi dokazanih hipoteza za grupu preduzeća koja su bila predmet analize ove doktorske disertacije.

## **5. Metodi koji su primenjeni u istraživanju**

Testiranje postavljenih istraživačkih hipoteza zahtevalo je primenu većeg broja kvalitativnih i kvantitativnih metoda istraživanja karakterističnih za oblast istraživanja ove disertacije. Reč je o sledećim metodama naučnog istraživanja:

Kabinetsko istraživanje, sprovedeno nad relevantnom svetskom i domaćom literaturom, omogućilo je Kandidatu da istraživačke probleme (hipoteze) postavi u okvire relevantnih teorija, pristupa i modela. Pored naučnih radova i knjiga, značajan izvor podataka bila su preduzeća koja se nalaze u fokusu empirijske analize, kao i baze podataka relevantnih nacionalnih i međunarodnih institucija.

Na osnovu prikupljenih podataka, primena metode logičke analize omogućila je temeljnu i sveobuhvatnu razradu ključnih pojmova, principa i ideja, kao i testiranje istraživačkih hipoteza. U skladu sa specifičnostima zahteva i raspoloživim podacima, pojedine hipoteze, odnosno njihov



dokaz, baziran je na primeni metoda indukcije, dok su dokazi pojedinih hipoteza izvođeni primenom metoda dedukcije.

Metod poređenja (komparativne analize) je široko korišćen u radu. Prvo, za identifikovanje jazova između prosečnih performansi različitih sektora privrede Srbije kao i različitih kategorija preduzeća (velika, srednja, mala). Drugo, za poređenje performansi uzorka najvećih preduzeća sa performansama privrede Srbije. Treće, za potrebe poređenja različitih struktura uzorka (preduzeća sa pozitivnim sopstvenim kapitalom, preduzeća sa negativnim sopstvenim kapitalom, preduzeća visokog stepena vajabilnosti i dr.). Četvrto, za poređenje alternativnih specifikacija modela finansijskog leveridža testiranih u disertaciji, kao i poređenje dobijenih rezultata sa rezultatima uporedivih istraživanja, pre svega, sa područja zemalja u razvoju.

Ekonometrijski modeli panela korišćeni su za potrebe identifikovanja relevantnih faktora koji utiču na strukturu finansiranja preduzeća u Srbiji. Kao zavisna promenljiva u alternativnim specifikacijama panela korišćeni su indikatori finansijskog leveridža (ukupan, kratkoročan i dugoročan finansijski leveridž), pri čemu je testiran značaj većeg broja nezavisnih varijabli kao što su: veličina preduzeća, materijalnost imovine, rast preduzeća, volatilitnost zarada, profitabilnost, likvidnost i dr. Imajući u vidu da je u uzorku panela broj jedinica posmatranja  $N$  (broj preduzeća) znatno veći od broj godina posmatranja  $T$ , korišćeni su ekonometrijski modeli i metodi svojstveni klasičnim panelima. U okviru ekonometrijske analize testirano je postojanje individualnih i vremenskih efekata (korišćenjem  $F$  testa, Honda testa, Breusch Pagan LM testa i dr.), a testovima specifikacije ispitana je njihova priroda (fiksna ili slučajna). Izbor metoda ocenjivanja zavisi od rezultata ispitivanja narušenosti pretpostavki modela panela. Postojanje heteroskedastičnosti testirano je Wald-ovim testom modifikovanim za panele, korelacija regresora i individualnih efekata Hausmanovim testom, a korelacija grešaka po jedinicama posmatranja u istom vremenskom periodu Pesaran-ovim i Friedman-ovim testom.

Metod studije slučaja primenjen je za potrebe analize odnosa međuzavisnosti između strategije i strukture finansiranja na reprezentativnom preduzeću iz grupe preduzeća najvećeg stepena vajabilnosti, preduzeća Tarkett d.o.o. iz Bačke Palanke.

## **6. Ostvareni rezultati i naučni doprinos**

Vukašin Kuć je svojom doktorskom disertacijom ostvario prepoznatljive naučne i stručne doprinose u oblasti poslovne ekonomije i menadžmenta i oblasti poslovnih finansija koji se mogu sistematizovati u nekoliko tačaka.

### ***Naučni doprinos***

- a. Doktorska disertacija pruža sveobuhvatan teorijsko-praktični pristup strukturi finansiranja, baveći se fundamentalnim teorijama, alternativnim pristupima za utvrđivanje optimalne kombinacije duga i sopstvenog kapitala, sistematizacijom determinanti strukture finansiranja, brojnim indikatorima strukture finansiranja, raspoloživim merama finansijskog restrukturiranja, uključujući regulatorni i računovodstveni aspekt njihove primene. Struktura finansiranja posmatrana je kroz prizmu širokog spektra uticaja na rizik, očekivanja, profitabilnost, finansijsku fleksibilnost, diskrecioni prostor u odlučivanju menadžera, strategiju preduzeća, a samim tim i na vrednost preduzeća.
- b. Analizu međuzavisnosti poslovne strategije i finansijske strukture, Kandidat smešta u kontekst opšteg, konkretno makroekonomskog okruženja iznoseći zaključke o smeru uticaja. Konstatuje se da u uslovima prosperiteta i pozitivne tranzicije privrednog sistema, poslovna

strategija dominantno utiče na strukturu finansiranja, dok je u periodu negativne tranzicije i recesije ovaj smer uticaja obrnut. Ovaj širi, možemo slobodno reći „makroekonomski“ pristup analizi odnosa poslovne strategije i finansijske strukture može se smatrati inovativnim posmatranjem ovog problema poslovne ekonomije.

- c. Dok generalne strategije na nivou preduzeća (stabilizacija, rast i povlačenje), kao i generičke strategije na nivou biznisa (niski troškovi, diferenciranje i fokusiranje) predstavljaju neretko zasebno proučavane strategijske opcije, dotle postoji manji broj istraživanja u kojima se izučava odnos između ovih strategija i strukture finansiranja. Napor koji Kandidat čini u pravcu identifikovanja veze između ova dva fenomena poslovne ekonomije, kao i u pogledu objašnjenja karaktera uticaja svake od pomenutih strategijskih opcija na strukturu finansiranja predstavlja doprinos vredan isticanja.
- d. Na bazi temeljne ekonometrijske analize Kandidat je identifikovao ključne determinante strukture finansiranja najvećih preduzeća u Srbiji u periodu nakon izbijanja Velike recesije i ustanovio u kojoj meri dominantne teorije strukture kapitala opisuju donošenje finansijskih odluka preduzeća u Srbiji. Dobijeni rezultati nedvosmisleno pokazuju da je finansijsko ponašanje najvećih preduzeća u Srbiji u skladu sa Teorijom hijerarhijskog poretka, prema kojoj ne postoji optimalni finansijski leveridž već se izbor izvora finansiranja bazira na određenom hijerarhijskom redosledu. Interno generisana sredstava predstavljaju preferirani izvor finansiranja najvećih preduzeća u Srbiji, dok se od eksternih izvora preferira dug u odnosu na naknadno emitovani kapital. Testiranjem tri modela finansijskog leveridža (ukupni, kratkoročni, dugoročni) Kandidat je pokazao da determinante strukture finansiranja često imaju suprotan uticaj na nivo kratkoročnog i dugoročnog finansijskog leveridža usled čega se njihovi uticaji često potiru i ostaju zamagljeni u modelima ukupnog finansijskog leveridža. Takođe, upotreba različitih modela finansijskog leveridža obezbedila je veću uporedivost dobijenih rezultata sa drugim empirijskim istraživanjima u svetu.

### ***Stručni doprinos***

Doktorska disertacija sadrži ne samo naučne, već i praktične doprinose. Koristi od rezultata istraživanja, izvedenih zaključaka i navedenih preporuka mogu imati nosioci ekonomskih i industrijskih politika, kao i menadžeri domaćih preduzeća.

- a. Nosioci ekonomske politike i kreatori industrijskih politika u doktorskoj disertaciji mogu pronaći jasne pokazatelje o promenama i uzrocima ovih promena u opštem stanju finansijskog zdravlja privrede u celini, i performansama najvećih preduzeća privrede Republike Srbije u analiziranom periodu. Ekstenzivna i višeslojna empirijska analiza može poslužiti kao svojevrsna dijagnoza stanja domaće privrede na bazi koje nosioci ekonomskih politika mogu preduzimati odgovarajuće mere. Poseban značaj može imati analiza grupe poslovno-kontroverznih preduzeća, kojima je posvećena posebna pažnja, imajući u vidu da ova preduzeća predstavljaju generatore nelikvidnosti privrede, a dobar deo njih i generatore javnog duga (ona u državnom vlasništvu).
- b. Menadžeri domaćih preduzeća na osnovu benčmarkinga preduzeća iz grupe vajabilnih, odnosno poslovno agilnih preduzeća, kao i preduzeća koje je bilo predmet studije slučaja, mogu dobiti informacije o standardima najbolje prakse u domaćem okruženju. Takođe, teorijsko-empirijska saznanja sadržana u ovoj disertaciji mogu biti od velike koristi kako za finansijske menadžere tako i za stratege preduzeća prilikom donošenja ključnih odluka iz domena njihove nadležnosti.

- c. Iako svako preduzeće ponaosob zahteva posebnu pažnju i odabar specifične kombinacije mera, sintezom teorijskih osnova i saznanja stečenih na bazi sprovedenih empirijskih istraživanja, Kandidat daje načelne preporuke za finansijsko restrukturiranje i poslovnu strategiju posmatranih preduzeća.

## 7. Zaključak

Nakon detaljnog uvida u završenu doktorsku disertaciju **Vukašina Kuča**, pod nazivom „**Analiza strukture finansiranja najvećih preduzeća u Srbiji u periodu Velike recesije: preporuke za finansijsko restrukturiranje i poslovnu strategiju**“, Komisija je izvela sledeće ocene. Prvo, Kandidat je, primenjujući relevantne metode i tehnike naučnog istraživanja i analize, i koristeći relevantnu i obimnu literaturu, uspešno obradio temu doktorske disertacije. Drugo, Komisija potvrđuje da je Kandidat doktorsku disertaciju uradio prema prijavi koja je odobrena od strane Nastavno-naučnog veća Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu i Veća naučnih oblasti pravno-ekonomskih nauka Univerziteta u Beogradu, i to u pogledu predmeta i cilja disertacije, predloženih metoda naučnog istraživanja, kao i planiranog sadržaja disertacije. Treće, Komisija ocenjuje da je doktorska disertacija rezultat originalnog i samostalnog naučnog rada Kandidata. Četvrto, doktorska disertacija sadrži očigledan naučni doprinos u oblasti poslovne ekonomije i menadžmenta i poslovnih finansija. Na kraju, stručni doprinos disertacije očigledan je u vidu preporuka za rešavanje realnih problema domaćih preduzeća na polju strategijskog finansijskog menadžmenta, strategijskog planiranja, poslovnog i finansijskog restrukturiranja.

Na osnovu svega navedenog, imajući u vidu obim i kvalitet ostvarenih rezultata sprovedenih istraživanja, kao i naučni doprinos doktorske disertacije kandidata **Vukašina Kuča**, pod nazivom „**Analiza strukture finansiranja najvećih preduzeća u Srbiji u periodu Velike recesije: preporuke za finansijsko restrukturiranje i poslovnu strategiju**“, Komisija predlaže Nastavno-naučnom veću Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu da prihvati ovu doktorsku disertaciju i odobri njenu javnu odbranu.

U Beogradu,  
11.07.2017.

Potpisi članova Komisije:

---

Dr Đorđe Kaličanin, vanr. prof.  
Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet

---

Prof. dr Dragan Đurićin  
Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet

---

Prof. dr Dejan Malinić  
Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet

---

Prof. dr Radmila Dragutinović Mitrović  
Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet

---

Prof. dr Stevo Janošević  
Univerzitet u Kragujevcu, Ekonomski fakultet