



## УНИВЕРЗИТЕТ ПРИВРЕДНА АКАДЕМИЈА У НОВОМ САДУ

### Факултет за економију и инжењерски менаџмент у Новом Саду

#### ИЗВЕШТАЈ КОМИСИЈЕ О ОЦЕНИ ДОКТОРСKE ДИСЕРТАЦИЈЕ Мр МИЛАНА МИХАЈЛОВИЋА ЗА ЈАВНУ ОДБРАНУ

#### I ПОДАЦИ О КОМИСИЈИ

1. Датум и орган који је именовao комисију

На седници Наставно-научног већа Факултета за економију и инжењерски менаџмент одржане 17. маја 2016. године, донета је одлука о именовању Комисије за писање извештаја о оцени докторске дисертације за јавну одбрану, кандидата мр Милана Михајловића на тему „Примена система управљања финансијским ризицима предузећа у Србији“.

2. Састав комисије са назнаком имена и презимена сваког члана, звања, назива уже научне области за коју је изабран у звање, датума избора у звање и назив факултета, установе у којој је члан комисије запослен:

1. **Проф. др Марко Царић** (*председник комисије*), редовни професор на Правном факултету за привреду и правосудје у Новом Саду, ужа научна област мултидисциплинарна економија, изабран у звање 20.02.2012. године на Факултету за економију и инжењерски менаџмент у Новом Саду, Универзитет Привредна академија у Новом Саду.

2. **Проф. др Лазар Ожеговић** (*члан комисије*), редовни професор на Факултету за економију и инжењерски менаџмент у Новом Саду, ужа научна област Пословна и међународна економија, изабран у звање 19.09.2018. године на Факултету за економију и инжењерски менаџмент, Универзитет Привредна академија у Новом Саду.

3. **Проф. др Марко Иваниш** (*ментор*), редовни професор на Факултету за економију и инжењерски менаџмент у Новом Саду, ужа научна област Финансије и банкарство, изабран у звање 19.10.2017. године на Факултету за економију и инжењерски менаџмент у Новом Саду, Универзитет Привредна академија у Новом Саду.

#### II ПОДАЦИ О КАНДИДАТУ

1. Име, име једног родитеља, презиме:

**Милан (Јоцо) Михајловић**

2. Датум рођења, општина, Република:

**14.10 1966. године, Бијељина, Република Српска**

3. Датум одбране, место и назив магистарске тезе

Мр Милан Михајловић је **20.12.2011. године**, након двогодишњих Магистарских студија стекао звање Магистра наука на Факултету за менаџмент у Београду, АЛФА Универзитет у Београду. Назив магистарске тезе: „**Мерење квалитета услуге у образовању**“.

4. Научна област из које је стечено академско звање магистра наука

**Менаџмент и бизнис, Магистар наука о менаџменту**

5. Објављени научни радови и стручни чланци:

- Крстић, С, Михајловић, М, Станковић, М, (2019), *Модел савременог система финансирања на примеру исламског банкарства*, Војно дело бр. 3/2019, Универзитет одбране, Београд, 2019, стр. 240 – 249, **(M51)**
- Чавлин, М, Михајловић, М, Софтић, М, (2018), *Ефекти примене савремених метода обрачуна у МСП*, Економија – теорија и пракса бр. 4/2018, Факултет за економију и инжењерски менаџмент у Новом Саду, Нови Сад, 2018, стр. 69 -82, **(M52)**
- Михајловић, М, Иваниш, М, (2019), *Ризична вредност (VaR) као техника мерења финансијског ризика*, Економија – теорија и пракса, Факултет за економију и инжењерски менаџмент у Новом Саду, Нови Сад, Потврда о прихватању рада за објављивање и штампу је у прилогу овог Извештаја, **(M52)**
- Прдић Н, Михајловић М, Јовановић Д, (2014), *Економска анализа тржишта животног осигурања у Републици Србији*, Економика бр. 2/2014, Друштво економиста „Економика“ Ниш, Ниш, 2014. стр. 149-160, **(M-52)**
- Стојковић, П, Михајловић, М, (2017), *Education of employees in companies in reorganization as an important success factor in change management*, Inovaeducation 2017, Faculty of economics and engineering management, Novi Sad, Thematic Proceedings, Novi Sad, 2017, str. 690-705, **(M14)**
- Симоновић З, Михајловић М, (2012), *Agrarian development, organic farming and problems in environmental protection*, Internacional Scientific Meeting Sustainable agriculture and rural development in terms of the Republic of Serbia strategic goals realization within the Danube region – preservation of rural values, Tematic proceedings, Institute of Agricultural Economics Belgrade, December 6-8th 2012. **(M14)**
- Чавлин, М, Михајловић, М, Софтић, М, (2018), *Менаџерско рачуноводство и ревизија непрофитних организација*, VIII Међународни научни конгрес „РЕВИЗИЈА“, Универзитет за пословне студије Бања Лука и Центар за економска и финансијска истраживања Београд, Палић, 2018, (зборник радова ISBN 978-86-88535-12-0), стр. 111-119, **(M33)**
- Иваниш, М, Ожеговић, Л, Михајловић, М. (2017). *Cost-benefit analysis in investment management*, VII International Symposium „Engineering Management and Competitiveness“ 2017, Tehnical faculty „Mihajlo Pupin“, University of Novi Sad, Zrenjanin 15-16th June 2017, Serbia, (зборник радова), стр. 237-242, **(M33)**
- Крстић С, Анџић С, Михајловић М, (2014), *Циклично кретање савремене привреде и економске кризе*, Међународна DQM конференција 2014, DQM Центар за управљање квалитетом и поузданошћу, Београд, 2014, **(M-33)**
- Виријевић-Јовановић С, Михајловић М, (2014), *Вредновање бренда као елемента неопипљиве активе*, Међународна DQM конференција 2014, DQM Центар за управљање квалитетом и поузданошћу, Београд, 2014, **(M-33)**

Наведени списак публикованих радова кандидата показује да се он у последњих неколико година активно бавио научним истраживањима из области економије, организације и сродних научних дисциплина. При томе, запажа се да је фокус његових радова преодминантно усмерен на област економско-финансијских анализа где се Мр Милан Михајловић јавља у својству првог или другог коаутора. Из претходно наведеног прегледа радова, ценимо да су објављени радови научно и стручно релевантни и да су у контексту научних истраживања која су планирана у самој пријави докторске дисертације кандидата Милана Михајловића. Уочава се квалитет објављених радова кандидата, посебно неколико радова новијег датума који потврђују кандидатово активно учешће на различитим стручним и научним симпозијумима и конференцијама међународног карактера, као и његово видно научно сазревање.

### III НАСЛОВ ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ:

„Примена система управљања финансијским ризицима предузећа у Србији“.

### IV ПРЕГЛЕД ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ:

Навести кратак садржај са назнаком броја страна поглавља, слика, шема, графикана и сл.

Укупан број страница дисертације износи 219. Она се састоји од конститутивна 3 дела са укупно 12 посебних целина, прегледом литературе и биографијом кандидата на крају докторске дисертације.

**Увод** (9 страна) од 1. до 9. стране.

**Први део: Менаџмент финансијских ризика у предузећу** (77 страна), од 10. до 87. стране.

*Овај део дисертације обухвата 4 целине и то:*

1. Финансијски ризици (38 страна) од 11. до 49. стране
2. Стварање предуслова за реализацију управљања финансијским ризицима (9 страна) од 49. до 58. стране
3. Фактори који утичу на финансијске ризике (10 страна) од 58. до 68. стране
4. Утицај финансијских ризика на цене капитала предузећа (18 страна) од 69. до 87. стране

**Други део: Стратегија менаџмента финансијских ризика** (60 страна), од 88. до 148. стране

*Овај део дисертације обухвата 4 целине и то:*

1. Политика финансирања предузећа (12 страна), од 89. до 101. стране
2. Ниво толеранције финансијских ризика (24 стране) од 102. до 126. стране
3. Мерење изложености финансијским ризицима (14 страна) од 127. до 141. стране
4. Ефективности заштите предузећа од финансијских ризика (7 страна) од 142. до 149. стране

**Трећи део: Методологија менаџмента финансијских ризика у предузећу** (56 страна), од 149. до 205. стране.

*Овај део дисертације обухвата 4 целине и то:*

1. Економска анализа тржишне структуре (12 страна) од 150. до 162. стране
2. Истраживање примене управљања финансијским ризицима у предузећима Србије (3 стране) од 163. до 165. стране
3. Примена финансијских деривата у заштити од финансијских ризика (31 страна) од 166. до 197. стране
4. Потребна предузећа за менаџментом ризика од финансирања (7 страна) од 198. до 205. стране

**Закључна разматрања** (5 страна), од 206. до 210. стране.

**Литература** (8 страна), од 211. до 218. стране.

У докторској дисертацији приложено је:

- графикана 27
- слика 15
- табела 26
- фуснота 155
- ауторизованих извора литературе 125
- електронских извора 20

## **V ВРЕДНОВАЊЕ ПОЈЕДИНИХ ДЕЛОВА ДОКТОРСKE ДИСЕРТАЦИЈЕ:**

У *уводном делу рада „Увод“* (стр. 1-9), кандидат је навео основне разлоге и мотиве којима се лично руководио приликом избора теме докторске дисертације. С тим у вези, кандидат истиче чињеницу да корпоративне финансије изискују висок степен компатибилности са системом корпоративног управљања предузећа у савременим условима пословања. Систем корпоративног управљања заснован на онтолошким основама суочен је са високим степеном ризика услед све веће неизвесности тржишних услова пословања, како на микро тако и на макро нивоу. Услед промена у привреди и корпоративне финансије су данас суочене са разноврсним ризицима на које у неким случајевима корпоративни менаџмент не може утицати, јер су глобални, али такође и великим бројем ризика који утичу на ефикасност пословања предузећа и на које је могуће утицати.

Транзициони период усложњава тржишне услове пословања чиме утиче да се и пословни ризици како квантитативно тако и квалитативно мултипликују и добијају сасвим другу димензију од оне са којима се сусрећу предузећа у либерално тржишним економијама развијених земаља. Чињеница да се Република Србија налази у поодмаклој фази транзиције и да је њено тржишно опредељење ка либералној економији све извесније услед отварања ка другим тржиштима, намеће потребу за применом савремених финансијских инструмената у финансијском управљању многих корпоративних предузећа. Зато је савремено корпоративно пословање немогуће замислити без хартија од вредности и то како оних редовних тако и изведених хартија од вредности, односно све више примењиваних финансијских деривата у савременој пословној пракси корпоративних предузећа.

Свако предузеће жели да смањи неизвесност пословања и оствари што је могуће већи профит. С тим у вези, пословање на тржишту са повећаним пословним ризиком прати и потреба за коришћењем инструмената за заштиту од финансијских ризика у пракси. Овај вид корпоративних финансија захтева и развој нових изведених

финансијских инструмената и нови начини коришћења старих већ постојећих инструмената. Развојем савремених финансијских инструмената ствара се потреба за коришћењем, поред већ постојећих, нових метода за управљање финансијским ризицима. У досадашњем управљању корпоративним финансијама значајну улогу су имали фактори као што су променљивост цена роба и услуга, каматних стопа и девизних курсева, инфлација, ограничења каматних стопа, технолошки напредак и слично. Међутим, у будућности значај ће се преселити на тржишта изведених хартија од вредности које омогућавају предузећима да уз одређену цену избегну додатни пословни ризик, или да га пребаце на пословну страну која професионално има интерес да га сноси. Аналогно томе, финансијске институције представљају веома важне пословне партнере који професионално преузимају ризик, а уједно финансијске деривате користе као инструменте за стицање сопствене добити. Због тога, у савременим тржишним условима пословања све више предузећа тражи начине како да заштите своју изложеност према одређеним финансијским ризицима па су спремни да различитим финансијским институцијама плате како би оне преузеле ризике уместо њих. Све ово уједно рађа и велику забринутост да такав „трансфер ризика“ праћен различитим финансијским иновацијама може имати за последицу повећани укупни ризик и нестабилност укупног макрофинансијског система.

Наведени моменти не само да у потпуности оправдавају разлоге кандидата за избором овакве теме истраживања – система управљања финансијским ризицима предузећа, већ уједно и проширују круг посматрања питања која су у дисертацији истраживана, будући да практична примена резултата истраживања може бити од користи на простору који је далеко шири од простора Србије. С тим у вези, основни циљ истраживања у овој докторској дисертацији јесте јесте да се методе и инструменти за управљање ризицима који постоје на развијеним тржиштима научно истраже и да се након тога да закључак о томе какве су могућности њихове примене на предузећа у земљама у транзицији. Овако постављено истраживање има и своју друштвену оправданост, у смислу стварања основе за квалитетније доношење пословних одлука у домаћим предузећима, што може омогућити и њихово боље позиционирање на иностраним тржиштима.

**У првом делу рада „Менаџмент финансијских ризика у предузећу“** (стр. 10-87), кандидат даје преглед полазишта истраживања на макро и микро нивоу. На основу различите релевантне литературе и других извора он успешно и потпуно правилно систематизује тренутна сазнања о коришћењу инструмената заштите од финансијских ризика који се користе у савременим тржишним економијама, као и оних инструмената и метода које користе земље у развоју, каква је и Република Србија. *Овај део дисертације обухвата 4 целине и то:*

(1) *Финансијски ризици* (стр. 11-49), где кандидат најпре врши појмовно одређење основних финансијских ризика као што су: ризик ликвидности и способности плаћања, ризик неизвршења уговорних обавеза, ризик промене девизног курса, ризик каматне стопе, ризик употребе деривативних инструмената, као и инвестициони ризик. При томе, кандидат истиче чињеницу да због разноврсности и сложености финансијских ризика у савременом пословању, у литератури која третира ову проблематику појављује се мноштво класификација и врста финансијских ризика. Међутим, суштински гледано финансијски ризици су ризици који се односе на новац, односно могуће губитке на финансијским тржиштима. При томе, сви финансијски ризици карактеришу се комплексним међусобним повезаностима што у пракси често увећава укупну изложеност ризику.

На крају овог дела дисертације кандидат посвећује пажњу и питању значаја управљања финансијским ризицима у предузећу. С тим у вези, истиче да управљање ризиком представља централни део стратешког менаџмента и корпоративног управљања било које организације тј. предузећа. Зато је управљање ризицима процес којим се организације (предузећа) методично баве укључујући ризике у своје пословне активности са циљем остваривања *бенефита* на свакој појединачној пословној активности. Кандидат правилно закључује да је фокус доброг управљања ризицима идентификација, регулисање и елиминисање ризика. Стога, основни циљ доброг управљања ризицима јесте заштита предузећа од неприхватљивих губитака и уједно додатно увећање вредности предузећа.

(2) *Стварање предуслова за реализацију управљања финансијским ризицима* (стр. 49-58), где кандидат истиче да начин на који ће предузећа имплементирати управљање финансијским ризицима зависи, пре свега, од облика њихове организационе структуре, профила ризичности и расположивог кадровског потенцијала. Независно од организационе структуре предузећа, кључ организације и надзора над укупним процесом управљања финансијским ризицима је прецизна подела задатака и одговорности у том процесу. У том контексту, предузећа требају све активности у процесу управљања финансијским ризицима да разграниче на: (1) Идентификацију и квантификацију изложености; (2) Утврђивање политике и стратегије; (3) Уговарање и квантификацију инструмената за управљање финансијским ризицима; (4) Затварање инструмената; (5) Извештавање о успешности заштите; (6) Рачуноводствено евидентирање инструмената за управљање финансијским ризицима. При томе, управљање ризиком би требало да буде стално развијајући процес који се провлачи кроз организациону стратегију предузећа и кроз имплементацију

те стратегије. Он би морао да се методички бави свим ризицима који окружују организационе активности предузећа у прошлости, садашњости, а посебно будућности. Он мора бити уграђен у културу организације (предузећа) кроз ефективну политику и одређени програм којим руководи највиши (топ) менаџмент предузећа. Процес управљања ризиком мора да претвара стратегију у тактичке и оперативне циљеве, додељујући одговорности у организацији, при чему би сваки менаџер и запослени били одговорни за управљање ризиком преко дела описа њихових радних задатака. Са своје стране, ово даје подршку за одговорност, мерење перформанси рада и награђивање, чиме се поспешује оперативна ефикасност на свим организационим нивоима предузећа.

(3) *Фактори који утичу на финансијске ризике (стр. 58-68)*, где кандидат исправно констатује да ризици са којима се сусрећу организације (предузећа) и њихове пословне активности могу настати услед спољашњих и унутрашњих фактора јер ризици могу имати своје спољашње и унутрашње покретаче. При томе, ризици који настају услед различитих фактора се категоризују на пословне и опште ризике. Пословни ризици представљају ону групу ризика коју организације (предузећа) самовољно преузимају на себе како би се реализовао профит. У ову групу ризика на првом месту спадају финансијски ризици. Зато пружање пословних ризика спада у основу пословања сваког предузећа и нужни су за његов просперитет. Са друге стране, ризици над којима предузеће нема директну контролу чине опште ризике. Главна карактеристика ових ризика је непредвидивост и немогућност адекватне заштите од њих. Данас је у свету све веће знање о финансијским и другим ризицима тако да су предузећима на располагању све боље и сигурније методе за праћење, оцењивање и управљање ризицима. Да би били усклађени са захтевима које намеће управљање ризицима многе организације и финансијске институције морају инвестирати у одговарајуће методе, алате и процесе, јер управљање ризиком је одувек било неодвојиви део пословања организација (предузећа) будући да изложеност ризику увек означава могући новчани губитак.

(4) *Утицај финансијских ризика на цене капитала предузећа (стр. 69-87)*, где кандидат анализира утицај финансијских ризика на цене различитих извора финансирања пословних активности предузећа и даје приказ различитих приступа формирању структуре капитала. На тај начин се преко идентификације утицаја ризика на цене финансијских инструмената сагледава утицај финансијских ризика на одлуке о финансијској структури предузећа. Основна тврдња кандидата у овом делу дисертације јесте да предузећа морају да развијају и примењују стратегије управљања ризиком за које се показало да доприносе стварању богатства за акционаре. Одлуке о структури капитала сврставају се међу најконтроверзније области теорије финансијског менаџмента. Имајући у виду да структуру капитала чине главница и дугови компаније, компоновање адекватне структуре капитала за већину предузећа представља веома сложен проблем, односно, један од најважнијих финансијских аспеката пословања предузећа јесте управо проналажење најбоље комбинације властитог и туђег капитала, при чему, коначан одговор о оптималној структури капитала још није пронађен. Наиме, обавеза финансијских менаџера у корпоративном предузећу јесте да успоставе што је могуће флексибилнију структуру капитала која ће се моћи прилагодити алетарнативним методама финансирања предузећа. Међутим, немогућност прецизног мерења очекиваних трошкова за различите нивое задужености чини проблем изналажења оптималне структуре капитала предузећа веома сложеним. Аналогно томе, дугогодишња истраживања финансијске теорије и пословне праксе у правцу изналажења једног опште важећег модела успостављања и одржавања оптималне структуре капитала предузећа, нису дала задовољавајуће резултате. С тим у вези, кандидат исправно закључује да односе у оптималној структури капитала у ствари није ни могуће формулисати у смислу једне опште важеће норме, па сходно томе, свако предузеће у конкретним условима мора трагати за сопственим оптималним решењем структуре капитала.

У другом делу рада **„Стратегија менаџмента финансијских ризика“** (стр. 88-148), кандидат разматра проблематику везану за методе управљања финансијским ризицима. Таксативно, на научно прихватљив начин, кандидат образлаже финансијске ризике у *ужем смислу* (ризик ликвидности, валутни, ценовни и каматни ризик), који се у литератури често називају корпоративним ризицима, уз кратак осврт на финансијске ризике у *ширем смислу* (ризик повлачења новца из предузећа, ризик неповољног међукомпанијског кредитирања, ризик рефинансирања, ризик промене цена, тржишни ризик итд.). Такође, разматрају се и статистички показатељи интензитета и карактера ризика. Приказују се и методе управљања финансијским ризицима, примена стратегија диверсификације портфолија предузећа и могућности предузећа да финансијским трансакцијама умање степен изложености ризицима финансирања, будући да управљање финансијским ризицима намеће све већу употребу финансијских деривата. Такође, у овом делу дисертације појашњени су начини коришћења инструмената заштите од ризика ликвидности, валутног, каматног и ценовног ризика. *Овај део дисертације обухвата 4 целине и то:*

(1) *Политика финансирања предузећа (стр. 89-101)*, где кандидат истиче свој став да неутралисање финансијских ризика чини саставни део пословне стратегије предузећа. При томе, важни сегменти контроле пословања, осим конкретних активности за управљање ризиком, су пословна политика и стратегија предузећа. Наиме, пословна политика представља полазну основу финансијског управљања у предузећу па самим тим и управљања ризицима. При томе, централно питање управљања ризицима предузећа јесу основне одлуке о пословању предузећа и то посматрано са финансијског аспекта. Због тога, кандидат исправно закључује да пословна политика у контексту управљања ризицима није рутинска делатност и да се она не може конципирати и реализовати коришћењем само практичних знања и искустава. По логици ствари, то нужно подразумева да се у савременим тржишним условима пословања мора примењивати конзистентан и објективан научно-стручни третман свих проблемских аспеката пословне политике предузећа посматране у светлу управљања ризицима. Аналогно томе, сврха и циљ ове политике треба да буде: (а) Утврђивање одговорности и овлашћења за праћење, мерење и управљање ризицима; (б) Утврђивање јединствених процедура и метода за идентификацију, праћење и контролу свих ризика, и (в) Дефинисање ограничења изложености организације (предузећа) према свим врстама ризика.

Са друге стране, када је у питању стратегија управљања ризиком кандидат исправно закључује да она мора бити строго одређена и наглашена јер у супротном, примена стратегије управљања ризиком била би ограничена само на једноставна комерцијална упутства тако да предузеће не би могло ефективно утицати на своје *бенефите* везано за ризик и принос. Кандидат је мишљења, да стратегија као фундаментална одлука менаџмента предузећа представља веома комплексну и интегралну пословну концепцију. Отуда, њена улога у текућем пословању и развоју предузећа своди се на изнајавење најбољих могућих начина за остваривање планираних пословних циљева предузећа. То се обезбеђује комбиновањем расположивих људских и материјалних ресурса као и других конкурентских предности предузећа како би се одговорило на изазове и ограничења у окружењу и постигао што виши степен ефективности и ефикасности пословања. Стратегија треба да обезбеди најповољнији начин остваривања циљева предузећа у условима оштре тржишне конкуренције и под дејством динамичких промена у окружењу. Зато је неопходно да се при избору стратегије предузећа разматра веома широк спектар праваца, метода и инструмената који ће се примењивати у зависности од циљева и услова пословања. Окружење у којем организације данас послују намеће потребу имплементације и одговарајућег система за управљање ризицима. Сходно томе, предузеће треба да обавља интерну процену и мерење свих тренутних и потенцијалних ризика али и да развија методологију за њихово смањење на што мању меру. У том контексту, кандидат сматра да функција активног управљања ризицима у предузећу мора претпостављати следеће: идентификацију ризика, анализу ризика, мерење ризика, контролу и надзор ризика, извештавање о ризицима и израду предлога мера и активности у циљу избегавања негативних ефеката ризика. Након јасног разумевања ризика који настаје у предузећу, може се имплементирати и одговарајућа стратегија у складу са политиком управљања финансијским ризицима.

(2) *Ниво толеранције финансијских ризика (стр. 102-126)*, представља део дисертације где је кандидат обрадио неколико значајних питања и то: (а) Утврђивање границе прихватљивости финансијског ризика, (б) Ставови менаџмента према финансијском ризику, (в) Класификација општег концепта изложености финансијским ризицима, (г) Идентификација изложености финансијским ризицима на основу финансијских извештаја, и (д) Састављање извештаја о управљању финансијским ризицима.

(а) Финансијски ризици се обично редукују помоћу одређених финансијских инструмената као метода за сузбијања могућих негативних последица. Ипак, кандидат недвосмислено истиче да управљање финансијским ризицима не може заштитити предузеће од свих могућих ризика, јер су неки од њих неочекивани и не могу се елиминисати довољно брзо. Због тога, неопходно је да организације (предузећа) донесу одлуке о ризицима који су прихватљиви у односу на оне који нису прихватљиви за предузеће.

(б) Према ставу о ризику, кандидат сматра се менаџери данас могу сврстати у три групе. *Прву групу* чине они несклони ризику. Ова група менаџера не ужива у осећају ризика. Међутим, кандидат истиче да се ова чињеница може гледати и из другог угла, а то је да за преузимање већег ризика, они траже веће очекиване користи.

*У другој групи* су менаџери са неутралним ставом према ризику. За њих доношење одлуке о предузимању неке пословне активности значи једноставну процену величине очекиване користи, и они занемарују ризик. Од две могуће акције они предузимају ону са већом очекиваном користи. *Трећу групу* чине менаџери који уживају у осећају ризика. Они занемарују очекиване користи од акција и атрактивност појединих подухвата рангирају према висини ризика. Следствено томе, предузеће може да заузме позицију која осликава тоталну аверзију према финансијским ризицима. Исто тако, може да буде спремно да се појави на финансијском тржишту посредством своје банке и да покрије своју изложеност ризику применом једне од бројних техника минимизирања и избегавања финансијских

ризика. Циљ овакве стратегије јесте да максимално заштити пословне трансакције од изложености финансијским ризицима. Другим речима, предузећа могу бити: (1) Оријентисана према ризику (*плашљива од ризика*), (2) Оријентисана према шансама (*спремна на ризик*) или (3) Неутрална према ризику. Оријентација према ризику значи да се са ризицима поступа врло опрезно и да се шансама поклања мање пажње. Код оријентације према шансама, шансама се, напротив, даје већа тежина - предузеће је пре спремно да уђе у ризике. Код неутралне стратегије ризици и шансе подједнако се узимају у обзир и међусобно одмеравају. Пошто предузеће није изложено само финансијским ризицима, неопходно је познавати и природу других ризика које могу узроковати временски утицаји, промена цене радне снаге и другог, а све то има финансијске последице. Дакле, управљање финансијским ризицима подразумева избор између неколико опција, што зависи од више фактора: врсте и величине ризика, укупног ризичног профила предузећа и постављених циљева везаних за функцију управљања ризицима.

(в) Код разматрања општег концепта изложености финансијским ризицима кандидат класификује три основне врсте изложености организације (предузећа) ризику и то: трансакциона изложеност, транслациона изложеност и економска изложеност ризику. *Трансакциона изложеност* финансијским ризицима се јавља сваки пут када су готовинске трансакције предузећа под утицајем потенцијалних флукуација фактора финансијских ризика. Предузеће се суочава са трансакционом изложеношћу финансијским ризицима у ситуацији када год има потраживања, обавезу, приход, расход или термински уговор који су исказани у другој валути, осим функционалне валуте земље у којој предузеће обавља највећи део својих активности. *Транслациона изложеност* представља билансну изложеност ризику и везује се за утицај промена новчаних токова на активу и пасиву биланса стања као и приходе и расходе биланса успеха између два билансна периода. *Економска изложеност* ризику везује се за будуће релативне промене цена што би евентуално могло имати утицаја на ефекте пословања предузећа у ближој или даљој будућности. За разлику од трансакционе изложености која се бави релативно краткорочним ефектима промене фактора ризика на токове готовине, економска изложеност обухвата и дугорочне ефекте промене фактора ризика на тржишну вредност предузећа. Имајући у виду чињеницу да се економска изложеност односи на потенцијалне ефекте промене фактора ризика на све аспекте пословања предузећа, кандидат исправно закључује да овај тип изложености финансијском ризику је шири и субјективнији концепт у односу на транслациону и трансакциону изложеност. Економски ризик је субјективан јер зависи од процењених будућих токова готовине за арбитрарни временски хоризонт. Насупрот томе, трансакциони ризик је у основи објективан јер зависи од нерегулисаних потраживања и обавеза који су се формирали пре, а извршиће се после промена фактора ризика.

(г) Код разматрања питања изложености финансијским ризицима на основу финансијских извештаја, кандидат истиче да информације о изложености финансијским ризицима представљају инструмент за идентификацију шанси и ризика са којима се предузећа суочавају. Другим речима, он сматра да разлике у нивоу профитабилности, нивоу ризика и шансама за раст је готово немогуће утврдити без релевантних информација о променама фактора ризика. Стога, информације о категорији и интензитету дејства појединих врста финансијских ризика представљају поуздану основу за одлучивање о томе да ли конкретан тип ризика треба избећи, неутралисати или преузети. С тим у вези, кандидат истиче да је поједине врсте финансијских ризика могуће идентификовати на основу информација садржаних у финансијским извештајима – билансу стања и билансу успеха. Наиме, на основу ових информација у билансима предузећа могуће је пратити кретање ликвидности и рентабилности пословања, као кључних финансијских циљева тржишно оријентисаног предузећа. Осим тога, путем тзв. *рацио анализе* биланса могуће је доћи и до многих других показатеља пословања који ће показивати финансијско здравље предузећа. Зато не изненађује чињеница што је проблем мерења перформанси предузећа у последњој деценији изузетно актуелизован и што је постао предмет бројних студија и истраживања. У том контексту, кандидат истиче значај информација садржаних у билансима стања и успеха за оцену изложености предузећа ризику ликвидности, ризику девизног курса, каматном ризику и ризику промене цена робе и сировина, да би на крају посебно истакао значај бизнис плана као основе за доношење одлука о управљању финансијским ризицима.

(д) Када разматра проблематику састављања извештаја о управљању финансијским ризицима кандидат у овом делу дисертације потпуно исправно закључује да мерење ризика и извештавање о ризицима доносиоцима одлука у предузећу обезбеђује драгоцене информације које им помажу у доношењу одлука везано за праћење исхода пре и после предузете стратегије за ублажавање ризика. Пошто је управљање финансијским ризицима процес који континуирано траје, извештавање и повратне информације могу да допринесу побољшању система управљања ризицима или да побољшају одабране стратегије управљања ризицима. При томе, активан процес одлучивања представља значајну компоненту управљања ризицима. Идентификовани разни облици изложености финансијским ризицима и покушаји њиховог неутралисања од кључне су важности, не само за управљање предузећем, већ и за бројне екстерне кориснике информација. Услед учесталих промена фактора ризика, све више добијају на значају

информације о ефектима промена фактора ризика на укупне перформансе предузећа. Информације о финансијским ризицима и предузетим мерама заштите треба да помогну корисницима доносиоцима одлука (менаџменту): да стекну бољу представу о оствареним резултатима предузећа, да имају поузданију процену ризика и очекиваних приноса предузећа, и да стекну бољу представу о предузећу као целини. У овом делу дисертације, истакнуто је да финансијско извештавање представља основу управљања ризицима у предузећу, али и целокупног пословног управљања предузећем, јер од успешности управљања зависи и опстанак, односно развој једног правног лица (предузећа). Најчешћи извор информација доносиоцима одлука је рачуноводствени информациони систем предузећа. Од ових информација очекује се, пре свега, да буду релевантне, благовремене и поуздане. Кандидат посебно наглашава да савремено рачуноводство мора евидентирати све пословне промене, које треба да се бележе хронолошким редом и на основу оригиналне документације, будући да књиговодствена документа и подаци имају и карактер доказног средства. Имајући у виду чињеницу да сви финансијски извештаји настају у рачуноводству предузећа, онда суштинску одговорност за њихову тачност и исправност сноси менаџменту предузећа. Оно што даје посебну важност овом делу дисертације јесте да кандидат осим теоријског приступа систем управљања ризицима у предузећу посматра и са становишта његове практичне примене. Консеквентно томе, у савременој привредној пракси управљање ризицима све више долази до изражаја и као практична делатност којом се свако појединачно предузеће бави. Због тога, кандидат је уверен да у микроекономији један од најсложенијих проблема представља управо управљање ризицима предузећа, и то из бројних разлога: од немогућности да се дође путем различитих метода процене ризика до реалног степена ризика, до неизвесности шта ће се у будућности догађати у окружењу у којем предузеће послује, и какав ће пословни успех предузеће постићи у тако измењеном окружењу.

(3) *Мерење изложености финансијским ризицима (стр. 127-141)*, представља део дисертације где је кандидат изнео и исправно образложио основне квантитативне технике за мерење финансијских ризика као што су: VaR метод (метод ризичне вредности), интервал варијације, регресиона анализа, и факторски модел за мерење финансијских ризика. Имајући у виду да се савремени *risk management* заснива на квантитативним приступима који се ослањају на израчунавање вероватноће и методе предвиђања које помажу у доношењу одлука везаних за управљање ризицима, кандидат је детаљно и зналачки обрадио основне технике управљања ризицима, при чему је убедљиво највише простора посветио VaR методи. Овакав приступ кандидата потпуно је оправдан јер најзначајнији успех у области управљања ризицима у последњој деценији управо се односи на развој и све ширу примену VaR методологије мерења ризика. Наиме, данас је ова метода широко прихваћена, не само у финансијама и банкарству, већ и од стране многих предузећа која израчунавају своје верзије VaR-a. Велику популарност VaR метода је остварила и због своје концептуалне једноставности, односно чињенице да VaR синтетише у једној вредности могуће губитке који се могу догодити са дефинисаном вероватноћом. Кандидат посебно истиче да је применљивост VaR методологије у томе што она функционише на више нивоа (појединачне позиције до нивоа портфолиа). Зато је VaR метод постао универзални начин саопштавања позиције ризика многих организација, од финансијских институција до различитих предузећа, али исто тако заступљен је и изван њих: међу аналитичарима, надзорним органима, рејтинг агенцијама, акционарима и сл. VaR је метод процене ризика који користи стандардне статистичке технике. Будући да се у овом делу рада кандидат преовлађујуће бавио начинима израчунавања ризичне вредности, оно што даје посебну вредност овом делу дисертације јесте да кандидат исправно закључује да је свим методама израчунавања VaR-a заједнички поступак израде и то: предвиђање тржишта у будућности, утврђивање утицаја тржишта у будућности на садашњи портфолио, сабирање појединачних ризика у портфолију, и на крају израчунавање VaR-a. Такође, кандидат се осврнуо и на основне недостатке VaR методологије за мерење ризика које углавном наводе критичари VaR методологије. Међутим, оно што је битно истаћи јесте то да кандидат сматра да је VaR веома користан метод за управљање ризицима у различитим организацијама. Кандидат је сагласан са ставом многих критичара да VaR метод не може пружити одговоре на сва питања нити решити све проблеме управљања ризицима, али као што је пракса до сада показала VaR даје један нов поглед на проблеме мерења ризика и пружа одговоре на многа питања везана за квалитетније управљање портфолијем предузећа. Стога, кандидат је мишљења да све док предузећа не развију алтернативни оквир за мерење ризика који ће бити довољно ригорозан, она ће се ослањати на технике VaR модела. С тим у вези, кандидат наводи да методологија ризичне вредности (VaR) представља релативну новост у српском нефинансијском сектору али са очекиваним уласком Србије у ЕУ и приближавањем стандарда пословања српских предузећа светским стандардима, може се очекивати и већа примена VaR методологије у управљању ризицима.



(4) *Ефективност заштите предузећа од финансијских ризика (стр. 142-149)*, где кандидат разматра проблематику ефективности заштите предузећа од финансијских ризика. При томе, он исправно констатује да је при спровођењу активности заштите од ризика врло важно имати повратну информацију да ли је заштита од ризика ефективна или није. С тим у вези, надгледање и праћење резултата спроведене политике заштите од ризика је веома битно, будући да се из ове активности стичу драгоцене информације о успешности спроведених стратегија, које су потребне за стварање новог успешнијег процеса заштите од ризика. Неефективност заштите од ризика упућује на чињеницу да инструменти заштите не штите у потпуности од ризика, што доводи до губитака у пословању предузећа. Уколико предузеће није у могућности да уђе у одговарајући деривативни уговор ради заштите од финансијских ризика може да користи деривате који су у високој корелацији са ризиком од кога се треба заштитити. Међутим, оно што је неспорно јесте да уласком у заштиту од ризика предузеће очекује високо ефективну заштиту, како на почетку тако и током трајања заштите. Стога, ефективност заштите мора се мерити и о њој редовно извештавати најмање квартално и на дане биланса. У контексту овде разматране проблематике, кандидат наводи да се најчешћи узроци неефективне заштите од ризика налазе у следећем: неподударању између основне активне коју треба заштитити од ризика и изабраног деривативног инструмента за заштиту, затим неодговарајућег дефинисања доспећа, као и промена фактора ризика (нпр. цена роба и сировина, каматних стопа, девизног курса итд.).

У трећем делу рада **„Методологија менаџмента финансијских ризика у предузећу“** (стр. 149-205), кандидат је дао приказ својих истраживања па се овај део рада може сматрати емпиријским делом дисертације. При томе, кандидат је овде обрадио 4 комплекса проблема који су међусобно повезани и чине јединствену целину. То су:

(а) *Економска анализа тржишне структуре (стр. 150 – 162)*, где се кандидат пре приказа конкретних резултата истраживања бави анализом економског амбијента у којем предузећа у Србији послују. При томе, кандидат истиче следеће моменте:

- Да се Србија налази у поодмаклој фази привредне транзиције и да постаје све отворенија ка другим тржиштима, што са своје стране намеће потребу за применом савремених финансијских инструмената у пословању домицилних предузећа, од којих су нека од њих већ снажно укључена у међународне економске токове, а то осим позитивних може имати и неке негативне ефекте, са аспекта изложености различитим облицима ризика.

- Српска економија је рањива у бројним сегментима а нарочито је изражен проблем ликвидности реалног сектора, као резултат претходне кризе, што захтева да се убрзано спроведу структурне реформе и покрене нови модел раста, који би се, уместо на расту домаће тражње, базирао на повећаној конкурентности и расту извоза.

- Кључни проблеми са којима се суочава српска економија су хронична неликвидност система и пословање у зони високе задужености што значајно повећава ризике којима је српска привреда изложена.

- У пословном амбијенту где постоји несигурност инвеститора, кредитора и пословних партнера због непоштовања уговора и високог моралног хазарда нема у довољној мери потребних предузетничких иницијатива, па у циљу превазилажења истог, неопходно је створити пословни амбијент који ће бити стабилан и довољно стимулативан за све економске учеснике који се придржавају тржишних правила.

- Основна карактеристика финансијског тржишта у Србији је слаба развијеност и неликвидност. Србији је данас неопходан модеран и ефикаснији финансијски систем, који би много боље функционисао са светом. Са бољим финансијским системом имаћемо и бољу берзу а самим тим и реалне цене, као и реални девизни курс који би омогућио и боље услове пословања домицилним предузећима.

Све претходно наведене моменте као и своје констатције и закључке кандидат је у овом делу рада веома ваљано и аргументовао са релевантним подацима, који су детаљно анализирани и приказани у форми графикана, слика и табела. Оно што овом делу рада даје значај јесте да је кандидат исправно закључио да се пословно окружење у којем послују домицилна предузећа састоји од изузетно комплексног скупа веза и међусобних односа између предузећа и осталих елемената околине. Управо та комплексност околине, односно релације које из тога произлазе, утичу на појаву изражене неизвесности и ризика у пословању домицилних предузећа.

(б) *Истраживање примене управљања финансијским ризицима у предузећима Србије (163-165)*, представља значајан сегмент дисертације где кандидат истиче да основу његовог емпиријског истраживања чини сагледавање и анализа примењене постојеће праксе управљања финансијским ризицима у предузећима у Србији. При томе, осим предузећа која примењују различите методе за управљање финансијским ризицима, у циљу идентификовања разлога за њихово некористићење, кандидат је истраживањем такође обухватио и предузећа које не управљају финансијским ризицима. Аналогно томе, у овом делу рада истражен је значај који домицилна предузећа придају

управљању финансијским ризицима као и које методе користе у циљу заштите од неповољних фактора ризика. Осим оцене постојећег стања савремене праксе везано за управљање финансијским ризицима у предузећима у Србији, сврха истраживања у овом делу дисертације била је и то да се покушају идентификовати разлози некоришћења метода (инструмената) за заштиту од финансијских ризика као и да се у области финансијског пословања иницира размишљање о евентуалној додатној едукацији финансијских и рачуноводствених кадрова у домицилним предузећима. У истраживању кандидат се определио за узорак који чине велика предузећа из Србије. Разлог укључивања великих предузећа у истраживање је претпоставка да она имају развијену функцију управљања ризицима. Осим тога, она имају и незаобилазно значење за стање у привреди. Премда су мала предузећа у Србији веома бројна, велика предузећа имају највећи утицај на стање привреде, јер запошљавају велики број радника, удео њихове имовине и капитала у укупној привреди је знатан, а остварују више од 50% српског извоза, према подацима Привредне коморе Србије. При томе, подаци су прикупљени из финансијских извештаја и анкете. Следствено томе, од укупно 822 предузећа која су разврстана у велико привредно друштво узорак за истраживање је обухватио 90 великих предузећа и то: 74 предузећа из реалног сектора у већинском приватном власништву и 16 јавних предузећа. Међутим, анкетом су прикупљени подаци од 55 предузећа што је представљало коначан узорак за истраживање. У самом поступку истраживања кандидат је методолошки веома добро дефинисао и неколико почетних општих елемената истраживања, а то су:

- класификација предузећа према томе да ли управљају финансијским ризицима или не, односно, да ли у свом пословању користе деривативне инструменте у сврху заштите од финансијских ризика или их не користе;
- формирање статистичке базе података која ће касније омогућити добијање емпиријских резултата и информација на бази примене квалитативних и квантитативних метода;
- идентификација проблема у области менаџмента финансијских ризика и дефинисање одговарајућих мера, активности, као и акционих планова како би се омогућило смањење или елиминисање ризика.

(в) *Примена финансијских деривата у заштити од финансијских ризика (стр. 166-197)*, чини сегмент дисертације где кандидат анализира примену финансијских деривата у циљу заштите од финансијских ризика, будући да деривате чине вредносни папири који се користе у управљању ризицима. Од 55 предузећа из узорка истраживања, показало се да 45% предузећа управља финансијским ризицима применом неких од метода. Међутим, свега 27% предузећа користи финансијске деривате у ту сврху. У пракси, предузећа још увек ретко примењују заштиту уз помоћ најновијих техника заштите од ризика и углавном се држе традиционалних, односно једноставнијих деривативних инструмената заштите од ризика. При томе, најзаступљенији су форварди и валутни свопови. Као разлог за некоришћење деривативних инструмената у циљу заштите од финансијских ризика, српска предузећа најчешће наводе да су им такви инструменти непознати или недоступни, те да нису у широкој употреби нити постоји организовано тржиште таквих инструмената у Србији. Истовремено, у анализи се дошло до сазнања да предузећа у иностраном власништву у просеку чешће примењују финансијске деривате у циљу смањења изложености финансијским ризицима него што је то случај код домаћих предузећа. Основни разлог томе је што ова предузећа имају могућност да користе искуства и знања матичних предузећа у иностранству која имају већ уходану праксу употребе финансијских деривата у циљу заштите од финансијских ризика.

У циљу истраживања да ли одлука о употреби финансијских деривата зависи у анализираним предузећима од карактеристика предузећа за која је доказано да су утицајни фактори у доношењу одлука о управљању финансијским ризицима израчунати су коефицијенти за величину предузећа, степен задужености и могућности за инвестиције (раст) предузећа. Преглед израчунатих коефицијената кандидат је детаљно приказао и коментарисао у посебној табели са приказом низа графичких интерпретација (графикона) који су конструисани на основу података који су анализирани у овом делу дисертације. Аналогно наведеном, један од закључака кандидата је да непостојање или недовољна развијеност тржишта деривативних инструмената у Србији доста отежава борбу предузећа са финансијским ризицима. Иако се на светском финансијском тржишту задњих тридесетак година примењује шири спектар финансијских деривата за заштиту од ризика, на финансијском тржишту у Србији до данас готово да и нема значајније трговине јер је тржиште финансијских деривата скоро у зачецима. Мада се у широј литератури у последње време све већа пажња посвећује тзв. *егзотичним дериватима* и сложеним изведеним инструментима, такви деривати код нас још увек не егзистирају. Ипак, уколико се сложени финансијски деривати приближе предузећима на нашем тржишту, пре свега у виду изналагања образаца за рачунање вредности уговора, онда ће свакако наћи лакшу примену и у српским предузећима и временом постати пракса у домицилним условима пословања. Зато кандидат сматра да би креатори економске политике требали да убрзају развој финансијског тржишта у Србији и тиме омогуће нашим предузећима да се на ефектнији начин штите од различитих врста

финансијских ризика. Међутим, то није све. Неопходно је и познавање савременог значења и успеха коришћења деривативних инструмената у пословној пракси савременог света како би се указало на њихове предности и користи, а што би упутило на нужност њихове веће заступљености у управљању ризицима у будућности.

(2) *Потреба предузећа за менаџментом ризика од финансирања (стр. 198-205)*, представља последњу целину дисертације где кандидат истиче чињеницу да је у савременим условима „свет постао ризично подручје“ јер најновији трендови на глобалном тржишту драматично утичу на ризике пословања у предузећима. С тим у вези, кандидат исправно закључује да глобализација свестског финансијског тржишта и негативне последице финансијских криза налажу финансијским институцијама и предузећима да инвестирају у одређене методе, алате и процесе како би се ускладили са све већим захтевима које намеће управљање ризиком. У контексту наведеног, кандидат сматра да је неспорна чињеница да данас све више предузећа тражи начине и модалитете како да заштити своју изложеност одређеним ризицима (валутни, каматни, тржишни итд.). Зато су многа од њих спремна да појединим финансијским институцијама плате како би оне преузеле финансијске ризике уместо њих. Овакви трендови доводе до велике забринутости јер исти могу имати за последицу повећани укупни ризик и нестабилност целокупног финансијског система на глобалном плану. По логици ствари, наведене промене довеле су до повећаног значаја и потреба за разумевањем извора ризика, као и даљег развоја метода његовог мерења, управљања и надзора. У том контексту, императив за домаће финансијске менаџере јесте да почну размишљати и прихватати процес увођења нових финансијских инструмената као средство и метод управљања ризиком ликвидности, ризиком девизног курса, кредитним ризиком, каматним ризиком и осталим ризицима са којима се сусрећу предузећа у савременим условима пословања.

Последњи део рада чине **закључна разматрања** (стр. 206-210), где је кандидат у сводном и сажетом облику, на научно аргументован начин и верификован начин, сумирао закључке до којих је дошао у истраживању, указујући пре свега, на одрживост основне хипотезе и свих ставова до којих је дошао у току израде своје докторске дисертације. Примарни циљ истраживања био је да се на бази анализе постојеће праксе управљања финансијским ризиком у репрезентативним предузећима у Србији, идентификују кључни проблеми у практичној примени заштите од финансијских ризика и да се дају препоруке одговарајућих мера које би омогућиле њихово превазилажење. Респектујући наведене моменте могло би се рећи да је ова докторска дисертација омогућила доношење неколико важних закључака, међу којима треба истаћи следеће:

- У Србији постоји веома мали број предузећа која су имплементирала процес управљања финансијским ризицима, па постоји велика празнина у сфери политике управљања финансијским ризицима у предузећу. При томе, предузећа у Србији нису се на најбољи начин упознала са праксом управљања финансијским ризицима нити са могућностима примене финансијских деривата у циљу заштите од финансијских ризика.
- Континуираним састављањем извештаја о изложености појединим облицима финансијских ризика неопходно је доносиоце одлука (менаџмент) извештавати о постојећој и потенцијалној изложености предузећа укупним финансијским ризицима. При томе, рачуноводственом регулативом се може уредити да предузећа имају обавезу да обелодањују информације у вези са финансијским ризицима, а не да то буде на добровољној основи.
- Менаџмент финансијских ризика је релативна новина у нефинансијском сектору Србије. Земље у транзицији немају развијену традицију терминског трговања, па стога нису ни развијена терминска тржишта на нашем подручју. Међутим, очекиваним уласком Србије у ЕУ и приближавањем стандарда пословања наших предузећа са светским стандардима, може се очекивати веће интересовање за менаџмент финансијских ризика, а самим тим и већа примена различитих метода управљања тим ризицима.
- Све већа сложеност пословања и велика неефикасност наших предузећа, пословних и развојних подухвата, приморава нас да све више користимо модерна средства и методе управљања финансијским ризицима, у циљу побољшања ефикасности пословања и функционисања у целини. Реално је очекивати да ће земље попут Србије, након уласка у ЕУ развити тржишта деривативних инструмената и видно проширити спектар инструмената за управљање финансијским ризицима.
- Управљање финансијским ризицима претпоставља интердисциплинарни приступ, односно интегрално коришћење достигнућа теорије инвестирања, управљања ризицима и пословног менаџмента.
- Бројни инструменти који су на располагању предузећима при управљању финансијским ризицима нуде могућности значајног повећања вредности предузећа, али намећу и већу одговорност, јер је њихова употреба комплексна. С обзиром да управљање финансијским ризицима захтева добро разумевање пословних операција

предузећа и финансијских одлука које се доносе, оно треба да буде у домену управе предузећа (топ менаџмента), јер одлуке о управљању ризицима треба да буду комплементарне са корпоративном стратегијом и остварењем основног циља пословања предузећа.

- Деривативни инструменти су већ дуже време у свету препознати као ефикасни и незаобилазни инструменти за управљање ризицима у финансијском пословању, посебно у сегменту ризика промене девизног курса, каматног ризика и волатилности цена акција. При томе, за развој тржишта деривата заслужни су најновији трендови и појаве које су захватиле свет у новије време и показале да је нужно применити нове финансијске инструменте за смањивање изложености ризицима.

- У финансијском пословању предузећа није могуће приступити управљању ризицима на једнозначан начин, користећи јединствену технику која би имала универзалну примену и која би увек давала адекватан резултат. Управљање ризиком у предузећима је знатно компликованије и не познаје никаква универзална решења, тако да је то кључни разлог за неопходност уважавања профила ризичности који се разликују од предузећа до предузећа.

- Ниједан метод управљања финансијским ризицима, без обзира на то колико је напредан, не може надокнадити искуство и знање менаџера финансијских ризика. Проактивно управљање ризицима претпоставља трајну едукацију како би се новим знањима могло ићи у сусрет новим ризицима. Глобалне тенденције, динамичан развој и даље усложњавање пословања, захтевају нове нивое образовања и све специфичнија професионална знања. Аналогно томе, један од битних елемената менаџмента финансијских ризика везан је за едукацију менаџера, јер недостатак знања из управљања ризицима и недовољни нивои мотивисаности за ова питања као и недовољно позитивни ставови према управљању ризицима велика су препрека исправним приступима и најважнијим задацима у управљању финансијским ризицима у савременом тржишном пословању.

## **VI ЗАКЉУЧЦИ ОДНОСНО РЕЗУЛТАТИ ИСТРАЖИВАЊА**

Полазећи од урађене докторске дисертације и њеног садржаја, Комисија закључује да је кандидат Мр Милан Михајловић, на основу релеватне литературе која је коректно коришћена, извршеног истраживања, као и саопштавања донетих закључака учинио значајан стваралачки напор. Као резултат тога, добили смо целовиту идентификацију и тумачење веома сложене проблематике система управљања финансијским ризицима предузећа у Србији. Кандидат је доказао основне хипотезе које је у свом истраживању поставио, док садржај, структура рада и конзистентност излагања указују да кандидат поседује неопходна знања из предметног истраживања, те да је методолошки исправно и јасно изложио резултате до којих је дошао. У раду су исправно примењене одговарајуће научне методе и технике. Кандидат је успешно применио основне теоријско-методолошке поставке релевантне за област јоју је истраживао. Имајући у виду начин обраде појединих питања и добијене закључке може се рећи да је докторска дисертација оригинална и да на прави начин обрађује веома комплексну и код нас још увек недовољно истражену тему (област). Аналогно томе, може се сматрати да је овом докторском дисертацијом дат допринос научним и практичним сазнањима из области менаџмента ризика, поготово што је процес отварања Србије према свету и процес транзиције условио бројне промене у савременој привредној пракси која данас тражи све веће повезивање са светом као једним од најважнијих предуслова за формирање и афирмацију привреде тржишног типа, што ће несумњиво деловати у правцу даље афирмације истраживања система управљања финансијским ризицима.

Истраживање је резултирало констатацијама да неизвесност у савременим условима пословања како развијених тако и земаља у транзицији, са евидентно израженијим степеном ризика, имплицира потребу сагледавања ризика финансирања на један сасвим нови и комплекснији начин него што је то до сада чињено, будући да ризици финансирања предузећа у савременом корпоративном финансирању имају како директних тако и индиректних утицаја на тржишно котирање предузећа. Пословање у савременом окружењу свако предузеће нужно излаже финансијским ризицима. Учестала промена тржишних вредности: сировина, новца, девизног курса, продаје потраживања и слично, не само да утичу на успешност пословања предузећа и остваривање вишег степена профитабилности, већ у великој мери одређују опстанак предузећа на тржишту савременог неолибералног капитализма. Предузећа на тржиштима земаља у транзицији какво је тржиште Републике Србије морају правовремено да препознају евентуалне ризике и покушају да правовремено нађу одговарајући метод како би се што боље заштитили од последица које евентуално могу да настану по њих. Управљање ризицима финансирања намеће нужност корпоративним финансијама да користе савремене методе које посредно треба укључивати у систем корпоративног управљања, чиме би се ризици пословања умањили од мултипликовања финансијских ризика. Отварањем тржишта, либерализацијом услова пословања, стварањем међународне конкуренције, колебљивости каматних стопа и девизног курса истиче се важност управљања финансијским ризицима код

предузећа у земљама у транзицији. Без обзира на то да ли је реч о великим или малим предузећима, у већој или мањој мери зависно од привредне гране којој припадају, изложеност променама савремених услова пословања, које се огледају у промена цена берзанске робе као важног инпута, промени финансијских кретања на тржиштима новца и капитала, високој задужености предузећа, начин и степен управљања ризицима финансирања представљају веома битан услов егзистирања и основу успеха на тржишту. Зато активно управљање ризицима финансирања представља важан сегмент савременог корпоративног управљања, што се може закључити из све веће тражње за финансијским менаџерима како на микро тако и на макро нивоу. Практичан допринос истраживања огледа се у томе да предузећа која послују на тржишту Републике Србије имају потребу да се суоче са последицама једне од већих светских економских криза, а која условљава финансирање предузећа и корпоративно финансијско управљање све већим ризицима на тржиштима новца и капитала као и проблемима који се везују за функционисање најкомплекснијих финансијских деривата. Ово упућује на закључак да увођење и развијање финансијских деривата на тржишту земаља у транзицији треба да представља приоритет развоја њихових привреда чиме би се ублажиле последице које је светска економска криза изазвала у сфери пословања предузећа ових земаља. Главни научни допринос овог истраживања огледа се у томе што је кандидат успео утврдити степен доприноса система управљања финансијским ризицима корпоративном управљању и профитабилности предузећа на тржишту Републике Србије. На крају треба посебно нагласити да постоји висок степен актуелности проблема истраживања јер егзистира врло мало анализа, а тиме и ставова о модалитетима комплексног утицаја управљања финансијским ризицима у предузећима привреда у транзицији каква је и привреда Републике Србије.

## **VII ОЦЕНА НАЧИНА ПРИКАЗА И ТУМАЧЕЊА РЕЗУЛТАТА ИСТРАЖИВАЊА**

Докторска дисертација је урађена према основном садржају који је дат у самој пријави за израду докторске тезе, као и према предложеној и у садржају датог богатој литератури из ове области. У изради докторске тезе коришћени су многи подаци, анализе, и аутентични подаци из праксе. У раду су коришћена многа искуства и ставови многих научника из области финансија, менаџмента, рачуноводства, финансијског извештавања, као и других области. Коришћене су различите методе у раду и презентовани су подаци о извршеним истраживањима. Такође, вршена су и логичка истраживања и коришћени су многи статистички подаци. Примњиван је интердисциплинарни приступ и у многоме је коришћена компаративна метода и метода дескрипције. Докторска дисертација је заснована на врло обимној анализи, заснованој на стварним статистичким подацима и синтези богате домаће али и светске литературе, разних извештаја, билтена као и стручних часописа. Посебно је коришћена грађа до које се дошло примарним истраживањем, односно прикупљањем релевантних података о различитим организацијама. Резултати истраживања су значајни, аутентични, обимни, врло уверљиви и сликовити и у сажетим закључцима ове дисертације веома су квалитетно систематизовани и аргументовани са великим бројем предлога које би требали да дају назнаке за побољшање постојећег привредног амбијента и општег стања великог броја предузећа у Србији. Све анализе, показатељи и предлози, који су дати у дисертацији респектују у потпуности и околности у нашој земљи, поготово што су друштвени процеси код нас у последњој деценији, утицали на сва правна лица, предузећа и појединце, захтевајући од њих да брзо реагују и прилагоде се новонасталим условима живота и рада. Наглашава се да су промене нарочито долазиле до изражаја у својинским односима правних лица и предузећа, али и у одлукама везаним за управљање у приватизованим, новоформираним или трансформисаним предузећима. У таквим околностима привређивања уочава се и све већа потреба за управљем финансијским ризицима.

Услови привређивања карактеришу се незавршеним процесом транзиције, која још увек отежава даље спровођење реформи у Србији, уз постојање глобалне економске кризе, која је настала 2008. године и која на неки начин још увек траје. Аналогно наведеном, Комисија сматра да је овом дисертацијом дат допринос научним и практичним сазнањима из области која је истраживана, поготово што је процес отварања Србије према свету и процес транзиције условио бројне промене у савременој привредној пракси која данас тражи све веће повезивање са светом као једним од најважнијих предуслова за формирање и афирмацију привреде тржишног типа.

<b>VIII КОНАЧНА ОЦЕНА ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ:</b>	
1.	<p>Да ли је дисертација написана у складу са образложењем наведеним у пријави теме.</p> <p><b>Да.</b> Дисертација је написана у складу са образложењем које је дато у пријави дисертације.</p>
2.	<p>Да ли дисертација садржи све битне елементе.</p> <p><b>Да.</b> Дисертација садржи све битне елементе који су утврђени прописима које је Универзитет Привредна академија утврдио.</p>
3.	<p>По чему је дисертација оригиналан допринос науци.</p> <p>Може се закључити да је кандидат Мр Милан Михајловић за своју докторску дисертацију изабрао актуелну, веома комплексну и инспиративну тему, поготово што се код нас финансијска наука, а у оквиру ње менаџмент ризика нису систематски бавиле проблематиком управљања ризицима, па отуда постоји веома велика празнина истраживања у овој значајној области. Проблеми које је изразом докторске дисертације кандидат успешно разрешио несумњиво су захтевали и одређена специјалистичка знања из више научних дисциплина. Поред стручних знања, кандидат је показао и способност примене системског приступа у истраживању, спровођења верификације и извођења примереног нивоа уопштавања. У контексту наведеног, комисија је мишљења да докторска дисертација кандидата Мр Милана Михајловића задовољава све критеријуме за оваква научна дела. Отуда, докторска дисертација која је предмет ове оцене, спада у ред несумњиво успешних презентовања истраживања у веома сложеној сфери корпоративних финансија и менаџмента финансијских ризика. При томе, кандидат је испољио висок степен марљивости и прилежности и успео је да у својој дисертацији прикаже не само проблематику коју је обрађивао већ и свој истраживачки пут који га је довео до успешног краја. Дисертацијом је представљена једна изузетна материја која на један објективан и непристрасан начин приказује проблематику управљања финансијским ризицима, наглашавајући да је иста од изузетне важности не само за целокупно управљање предузећем, већ и привредом једне земље. Од успешности управљања ризицима зависи и опстанак, односно развој једног правног лица, односно предузећа. Целокупан ток истраживања презентован је, поштујући принцип извођења закључака од "општег ка појединачном". Дисертација представља компактну целину, у којој су изложени ставови аутора потпуно логички повезани. Такође, у дисертацији је обрађена и проблематика која се односи на одговорност менаџмента предузећа и приказује се методологија за оцену ризика. Стога, дисертација је дала оригиналан допринос бољем сагледавању система управљања финансијским ризицима предузећа, практичних и теоријских приступа овој проблематици и имплементацији добијених резултата истраживања. С тим у вези, истраживање које је кандидат Мр Милан Михајловић у својој дисертацији спровео, требало би да побуди интересовања за даља истраживања из проблематике корпоративних финансија и менаџмента финансијских ризика, што би евентуално могло донети и неке нове моменте у области развоја праксе корпоративног управљања у функцији ефективног и ефикасног управљања финансијским ризицима у савременом тржишном пословању корпоративних предузећа у Србији.</p> <p>Дисертација је писана научно-методолошким стилем који карактерише јасност и прегледност док се терминологија коришћена у раду одликује добрим размеевањем материје која је обрађивана. Комисија је мишљења да је кандидат овом докторском дисертацијом показао своју аналитичност, логичко закључивање, висок степен професионалног објективизма као и примерену критичност. Стога, Комисија је мишљења да је докторска дисертација резултат систематичног и независног рада кандидата који је на основу спроведеног истраживања уз примену одговарајуће научно-истраживачке методологије на потпуно аргументован начин извео исправне закључке везано за предмет истраживања у докторској дисертацији.</p>
4.	<p>Недостаци дисертације и њихов утицај на резултат истраживања.</p> <p>Материја која је обрађена је веома комплексна и неисцрпна, па се о њој могло много више писати, али дисертација пружа врло јасну слику о начинима управљања финансијским ризицима у савременом тржишном пословању предузећа. Међутим за добијање објективнијих резултата истраживања и закључака требало је свакако консултовати у већој мери ширу научну и стручну литературу, посебно новијег датума. Такође, недовољно је заступљена примена знатно комплекснијих квантитативних метода истраживања у одређеним сегментима дисертације, посебно у делу где је требало прецизније и темељније доказивати основне хипотезе докторске</p>

дисертације. Међутим, наведено не може значајно умањити изузетну вредност ове докторске дисертације и резултате до којих се дошло током истраживања, поготово што се ради о веома комплексној области истраживања која је захтевала мултидисциплинарни и строго селективни приступ у свим фазама истраживања.

Аналогно томе, интегралном анализом свих релевантних аспеката докторске дисертације која је била предмет оцене, Комисија сматра да не постоје озбиљнији недостаци који би могли да значајније утичу на резултате истраживања до којих је кандидат дошао у својој докторској дисертацији, поготово што ова дисертација отвара могућност даљих истраживања и предлагање нових идеја и модела у циљу даљег развоја система управљања финансијским ризицима предузећа у Републици Србији.

## IX ПРЕДЛОГ:

На основу свега наведеног у овом Извештају о оцени докторске дисертације, а на основу анализе докторске дисертације кандидата **Мр Милана Михајловића**, Комисија оцењује и констатује да је докторска дисертација урађена према претходно одобреној концепцији и да се по свом садржају, начину на који је урађена, изведеним закључцима и добијеним научним резултатима може прихватити као потпуно подобна за јавну одбрану, па сходно томе, на основу укупне оцене докторске дисертације Комисија предлаже:

**Да се докторска дисертација мр Милана Михајловића, под називом „Примена система управљања финансијским ризицима предузећа у Србији“ прихвати и кандидату одобри јавна одбрана пред усвојеном Комисијом на Факултету за економију и инжењерски менаџмент у Новом Саду, Универзитета Привредна академија у Новом Саду.**

## ПОТПИСИ ЧЛАНОВА КОМИСИЈЕ

1. Проф. др Марко Царић  
(председник комисије)
2. \_\_\_\_\_  
Проф. др Лазар Ожеговић  
(члан комисије)
3. \_\_\_\_\_  
Проф. др Марко Иваниш  
(ментор)

НАПОМЕНА: Члан комисије који не жели да потпише извештај јер се не слаже са мишљењем већине чланова комисије, дужан је да унесе у извештај образложење односно разлоге због којих не жели да потпише извештај.