

УНИВЕРЗИТЕТ У БЕОГРАДУ
ФАКУЛТЕТ ОРГАНИЗАЦИОНИХ НАУКА

НАСТАВНО-НАУЧНОМ ВЕЋУ

Предмет: Реферат о урађеној докторској дисертацији кандидата **Милице Латиновић**

Одлуком Наставно-научног већа Факултета организационих наука бр. 05-01 br. 3/132-13 од 11.10.2017. године, именовали смо за чланове Комисије за преглед, оцену и одбрану докторске дисертације кандидата **Милице Латиновић** под насловом

„ИНТЕГРИСАНИ ПРИСТУП ВРЕДНОВАЊУ АКЦИЈА ЗАСНОВАН НА РЕАЛНИМ ОПЦИЈАМА“.

После прегледа достављене Дисертације и других пратећих материјала и разговора са кандидатом, Комисија је сачинила следећи

РЕФЕРЕАТ

1. УВОД

1.1. Хронологија одобравања и израде дисертације

Кандидат Милица (Милан) Латиновић је школске 2010/2011. године, уписала докторске студије на Факултету организационих наука, Универзитета у Београду, на студијском програму Информациони системи и менаџмент, изборно подручје Менаџмент. Положила је све планом и програмом предвиђене испите, са просечном оценом 10 и тиме је стекла право израде приступног рада.

Наставно-научно веће Факултета организационих наука, Универзитета у Београду именовало је ментора, чланове Комисије за преглед и одбрану завршеног приступног рада и оцену научне заснованости докторске дисертације 16.04.2014.године, бр. одлуке 3/38-3. Кандидат Милица Латиновић је дана 06.07.2015. године, одбранила приступни рад под називом „Интегрисани приступ вредновању акција заснован на реалним опцијама“, под менторством проф. др Невенке Жаркић Јоксимовић, редовног професора Факултета организационих наука, Универзитета у Београду.

Извештај Комисије о оцени научне заснованости пријављене докторске дисертације, са предлогом ментора, за кандидата Милицу Латиновић усвојен је на Наставно-научном већу дана 08.07.2015. године, одлука 05-01 бр. 3/83-10. Веће научних области техничких наука, на својој седници одржаној дана 15.09.2015. године, одобрило је израду предложене докторске дисертације под називом „Интегрисани приступ вредновању акција заснован на реалним опцијама“. За ментора је именована проф. др Невенка Жаркић Јоксимовић, редовни професор Факултета организационих наука, Универзитета у Београду. Наставно-научно веће Факултета организационих наука је на својој седници одржаној дана 23.09.2015. године, одлуком бр. 3/107-5 одобрило израду докторске дисертације и именовање проф. др Невенке Жаркић Јоксимовић за ментора.

На седници Наставно-научног већа Факултета организационих наука, одржаној дана 21.09.2016. одлуком бр. 3/104-15 одобрено је продужење рока за израду и одбрану докторске дисертације за два семестра, кандидату Милицу Латиновић. Статус мировања у периоду од годину дана, кандидату Милицу Латиновић, одлуком бр. 3/49-9 одобрено је на седници Наставно-научног већа Факултета организационих наука одржаној дана 10.05.2017. године.

Ментор, др Невенка Жаркић Јоксимовић је дана 05. октобра 2017. године известила Веће студијског програма докторских академских студија да је кандидат Милица Латиновић завршила израду докторске дисертације а Наставно-научно веће Факултета организационих наука је на својој седници одржаној дана 11.10.2017. године, одлуком бр. 3/132-13 именовало Комисију за преглед, оцену и одбрану завршене докторске дисертације у саставу:

1. др Невенка Жаркић Јоксимовић, редовни професор Факултета организационих наука, Универзитета у Београду, ментор;
2. др Весна Богојевић Арсић, редовни професор Факултета организационих наука, Универзитета у Београду, члан;
3. др Бошко Живковић, редовни професор Економског факултета, Универзитета у Београду, члан.

На седници Наставно-научног већа, одржаној дана 11.10.2017. године, одлуком бр. 3/132-14 прекинут је статус мировања кандидата Милице Латиновић.

1.2. Научна област дисертације

Докторска дисертација „Интегрисани приступ вредновању акција заснован на реалним опцијама“ припада научној области техничких наука, подручју организационих наука и ужој научној области финансијског менаџмента. Ментор дисертације је др Невенка Жаркић Јоксимовић, редовни професор Факултета организационих наука чија ужа научна област је област финансијског менаџмента, рачуноводства и ревизије.

Др Невенка Жаркић Јоксимовић објавила је велики број научних радова, који је квалификују за ментора докторске дисертације кандидата Милице Латиновић а међу којима су:

1. Nikolic Nebojsa, **Zarkic-Joksimovic NevenkaA**, Stojanovski Djordje, Joksimovic Iva N (2013) The application of brute force logistic regression to corporate credit scoring models: Evidence from Serbian financial statements, EXPERT SYSTEMS WITH APPLICATIONS, vol. 40, br. 15, str. 5932-5944, ISSN 0957-4174 (**IF₂₀₁₃=1.965**)
2. Bulajic Milica V, Jeremic Veljko M, Knezevic Snezana P, **Zarkic-Joksimovic NevenkaA** (2013) A Statistical Approach to Evaluating Efficiency of Banks, EKONOMSKA ISTRAZIVANJA-ECONOMIC RESEARCH, vol. 26, br. 4, str. 91-100, ISSN 1331-677X (**IF₂₀₁₃=0.241**)
3. Jovanovic Predrag P, **Zarkic-Joksimovic NevenkaA**, Milosavljevic Milos S (2013) The Efficiency of Public Procurement Centralization: Empirical Evidence from Serbian Local Self-Governments, LEX LOCALIS-JOURNAL OF LOCAL SELF-GOVERNMENT, vol. 11, br. 4, str. 883-899, ISSN 1581-5374 (**IF₂₀₁₃=0.600**)
4. Bulajic Milica V, Knezevic Snezana P, Jeremic Veljko M, **Zarkic-Joksimovic Nevenka A** (2012) Towards a Framework for Evaluating Bank Efficiency, INTERNATIONAL JOURNAL OF AGRICULTURAL AND STATISTICAL SCIENCES, vol. 8, br. 2, str. 377-384, ISSN 0973-1903 (**IF₂₀₁₁=0.013**)
5. Benkovic Sladjana S, Jednak Sandra, Milosavljevic Milos S, **Zarkic-Joksimovic Nevenka A**, Kragulj Dragana (2011) Risks of project financing of infrastructure projects in Serbia, AFRICAN JOURNAL OF BUSINESS MANAGEMENT, vol. 5, br. 7, str. 2828-2836, ISSN 1993-8233 (**IF₂₀₀₉=1.105**)
6. Filipovic Vinka S, Cicvaric Slavica, Stavjanin Velimir, Damnjanovic Vesna, Radojicic Zoran A, **Zarkic-Joksimovic Nevenka A**, Gogic Aleksandra S (2010) Influence of healthcare institution managers' proactive approach to communication activities on patient satisfaction, VOJNOSANITETSKI PREGLED, vol. 67, br. 4, str. 267-271, ISSN 0042-8450 (**IF₂₀₁₀=0.199**)

1.3. Биографски подаци о кандидату

Милица Латиновић је рођена 1978. године у Београду где је завршила основну школу „Карађорђе“ и била носилац Вукове дипломе. У Београду је завршила и гимназију „Свети Сава“ са одличним успехом. Основне студије завршила је 2006. године на Факултету организационих наука, Универзитета у Београду, на одсеку Менаџмент – модул Финансијски менаџмент са просечном оценом 8,64. Дипломирала је са оценом 10 на дипломском раду, на тему „Хец фондови као алтернативна класа активе“. Била је стипендиста Министарства просвете и спорта – Фонда за младе таленте и Универзитета у Нотингему. Мастер академске студије завршила је 2007 године у Великој Британији на The University of Nottingham, Nottigham University Business School, где је завршила модул - Finance and Investment. Тема Мастер рада била је „Pricing Weather Derivatives“. Кандидат Милица Латиновић је докторске студије уписала академске 2010/2011. године на Факултету организационих наука на студијској групи Информациони системи и менаџмент, студијско подручје Менаџмент. Положила је са оценом 10, све планом и програмом предвиђене испите:

1. Наука о менаџменту,
2. Одлучивање – изабрана поглавља,
3. Финансијски менаџмент - одабрана поглавља,

4. Маркетинг и управљање односима с купцима,
5. Мултиваријациона анализа,
6. Стратешко управљање пројектима,
7. Менаџмент људских ресурса – одабрана поглавља,
8. Систем менаџмента животном средином и
9. Управљање ризиком.

Одбранила је приступни рад на тему „Интегрисани приступ вредновању акција заснован на реалним опцијама“ дана 06.07.2015. године. Израда докторске дисертације на тему „Интегрисани приступ вредновању акција заснован на реалним опцијама“ одобрена је 23.09.2015. године, одлуком бр. 3/107-5 .

Кандидат Милица Латиновић се 2008. године запослила на Факултету организационих наука најпре као сарадник у настави, а затим и као асистент од 2010. године на Катедри за финансијски менаџмент и рачуноводство. Тренутно је ангажована на истој Катедри и задужена је за припрему и реализацију наставног процеса на великом броју предмета на основним, специјалистичким и мастер академским студијама. Држи и држала је вежбе на основним академским студијама на предметима: Финансијска тржишта, Корпоративне финансије, Управљање финансијским ризиком, Финансијски менаџмент. На дипломским академским (мастер) студијама и специјалистичким струковним студијама, такође је била и још увек је ангажована на припреми и извођењу вежби на предметима Финансијска тржишта, Инструменти управљања финансијским ризиком, Корпоративне финансије и Портфолио менаџмент. На међународним мастер студијама - International Business and Managment, које се на енглеском језику реализују у сарадњи са Middlesex University из Лондона, изводи вежбе на предмету Међународне корпоративне финансије (International Corporate Finance). Ангажована је на извођењу вежби на предмету Анализа инвестирања у хартије од вредности, у оквиру мастер програма „Рачунарство у друштвеним наукама“, а у оквиру Темпус пројекта INCOMING. Течно говори енглески језик и поседује основно знање француског и руског језика.

2. ОПИС ДИСЕРТАЦИЈЕ

2.1. Садржај дисертације

Докторска дисертација кандидата Милице Латиновић под називом „Интегрисани приступ вредновању акција заснован на реалним опцијама“ написана је на 262 стране, садржи 28 слика и 23 табеле. Увидом у референцну листу, може се видети да је кандидат користио 125 референтних јединица. Дисертација се састоји од шест поглавља, пописа литературе и девет прилога. Докторска дисертација има следећи садржај по поглављима:

1. УВОД

2. СТРАТЕГИЈА КОРПОРАЦИЈЕ И ПОВЕЋАЊЕ ВРЕДНОСТИ ЗА АКЦИОНАРЕ

2.1. Историјски развој филозофије пословне стратегије и креирања вредности

- 2.2. Различите врсте конкурентских стратегија
- 2.2.1. Класификација стратегија према Портеру
 - 2.2.1.1. Стратегија вођства у трошковима
 - 2.2.1.2. Стратегија диференцијације
 - 2.2.1.3. Стратегија фокусирања
- 2.2.2. Конкурентске стратегије дефинисане на основу економског добитка
- 2.3. Финансијски аспекти корпоративне стратегије
- 2.4. Креирање вредности на основу конкурентске стратегије
 - 2.4.1. Фактори креирања вредности
 - 2.4.1.1. Стварање вредности са становишта новчаних токова
 - 2.4.1.2. Алтернативни модели стварања вредновања
 - 2.4.2. Ланац повећања вредности
 - 2.4.3. Активности које доводе до стварања вредности
 - 2.4.4. Извори неизвесности

3. ТЕОРИЈА РЕАЛНИХ ОПЦИЈА

- 3.1. Финансијске и реалне опције
- 3.2. Врсте реалних опција
 - 3.2.1. Једноставне опције
 - 3.2.2. Комбинације једноставних опција
- 3.3. Традиционални приступи вредновању и приступ реалних опција
- 3.4. Стратегија и реалне опције
 - 3.4.1. Различите врсте стратешких матрица и реалне опције
 - 3.4.2. Кључне компетенције и реалне опције
 - 3.4.3. Портфолио теорија и реалне опције
- 3.5. Индикатори менаџерске флексибилности, неизвесности и реалних опција
 - 3.5.1. Флексибилност и реалне опције
 - 3.5.2. Волатилност и реалне опције
 - 3.5.3. Индикатори реалних опција

4. ВРЕДНОВАЊЕ ВЛАСНИЧКИХ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ

- 4.1. Концепти цене и вредности

- 4.2. Обухват вредновања
- 4.3. Приступи и модели вредновања власничких хартија од вредности
 - 4.3.1. Вредновање приступом дисконтованих новчаних токова
 - 4.3.1.1. Модели дисконтованих новчаних токова за вредновање обичних акција
 - 4.3.2. Вредновање засновано на релативним величинама
 - 4.3.3. Вредновање базирано на условним потраживањима
 - 4.3.4. Модели ризика и приноса
 - 4.3.5. Бихејвиорални модели
- 4.4. Стратегије инвестирања у обичне акције
- 4.5. Процес вредновања хартија од вредности
 - 4.5.1. Анализа макроокружења
 - 4.5.2. Анализа делатности
 - 4.5.3. Предвиђање резултата корпорације, одабир модела и акција
- 4.6. Реалне опције и очекивани принос на обичне акције

5. ИСТРАЖИВАЊЕ

- 5.1. Објашњење индикатора који ће бити употребљени у истраживању
 - 5.1.1. Мере менаџерске флексибилности и реалних опција
 - 5.1.2. Мере волатилности и реалних опција
 - 5.1.3. Финансијске мере перформанси и њихови индикатори
- 5.2. Прва посебна хипотеза
- 5.3. Друга посебна хипотеза
- 5.4. Трећа посебна хипотеза
 - 5.4.1. Методологија
 - 5.4.2. Опис променљивих
 - 5.4.3. Резултати
 - 5.4.3.1. Опција раста
 - 5.4.3.1.1. Прва начин дефинисања опције раста
 - 5.4.3.1.2. Други начин дефинисања опције раста
 - 5.4.3.2. Екстра принос на акције
 - 5.4.3.2.1. Екстра принос на акције на основу првог начина дефинисања опције раста

5.4.3.2.2. Екстра принос на акције на основу другог начина дефинисања опције раста

6. ДИСКУСИЈА И ЗАКЉУЧНА РАЗМАТРАЊА

ЛИТЕРАТУРА

ПРИЛОЗИ

2.2. Кратак приказ појединачних поглавља

У уводном делу дисертације представљени су проблем, предмет и циљеви истраживања, хипотезе које ће бити тестиране, научне методе истраживања, као и очекивани научни и стручни допринос. Поред тога, у уводном делу дат је и кратак опис структуре рада и садржаја по поглављима.

У другом поглављу рада дат је преглед постојећих теоријских концепата везаних за формулисање стратегије и начини на које њихова реализација доводи до стварања вредности за акционаре, уз уважавање ризика којима је корпорација изложена. Свака стратегија има своје финансијске аспекте. У зависности од тога која стратегија се примењује, одређени фактори ће условити креирање вредности у корпорацији. У овом поглављу, дат је преглед и опис активности које доводе до стварања вредности, као и тржишне реакције на њихово спровођење, које доводе до реализације одређеног приноса у посматраном периоду.

Треће поглавље усмерено је на дефинисање, систематизацију и објашњење различитих врста реалних опција. Поред тога, у овом делу приказани су постојећи модели вредновања реалних опција. Ово поглавље уводи појам и теорију реалних опција и везује их за формулисање и реализацију стратегије корпорације. На основу спроведеног истраживања постојеће литературе, приказани су индикатори флексибилности и неизвесности који указују на потенцијал за постојањем реалних опција. У оквиру овог поглавља дат је преглед индикатора мера перформанси који указују на то да корпорација поседује одређене врсте реалних опција у свом корпоративном портфолиу.

Четврто поглавље усмерено је на детаљну идентификацију и даје критички осврт на постојеће моделе вредновања власничких хартија од вредности, као и на успостављање везе између очекиваног приноса на обичне акције и реалних опција које корпорацији стоје на располагању приликом реализације одабране стратегије. Ово поглавље даје детаљан преглед свих постојећих приступа и модела вредновања, како корпорације тако и обичних акција. У овом поглављу дат је и свеобухватни приказ инвестиционих стратегија, које инвеститори у обичне акције примењују. С тим у вези, дат је приказ постојећих истраживања о вези која постоји између очекиваног приноса на обичне

акције и различитих врста реалних опција проистеклих на основу одређених стратешких одлука.

У петом поглављу објашњен је процес спровођења истраживања и представљени су резултати обављеног истраживања. У овом поглављу дат је детаљан приказ базе података и начина узорковања и представљени су индикатори који су употребљени како би се испитале постављена основна и посебне хипотезе, као и начин њиховог прорачуна. Поред тога, ово поглавље детаљно описије процедуре тестирања хипотеза и научне методе које су примењене у те сврхе. Индикатори менаџерске флексибилности и ризика употребљени су како би се корпорације разврстале у четири квадранта и на тај начин утврдило које су то делатности којима припадају корпорације које на располагању имају реалне опције, као и да би се утврдиле карактеристике перформанси ових корпорација. У овом поглављу је, осим наведеног, опција раста доведена у везу са индикаторима перформанси. На основу тога, дефинисан је модел који екстра принос на акције доводи у везу са опцијом раста, индикаторима реалних опција, ризичности и различитих врста генеричких стратегија које корпорације могу реализовати. Анализа осетљивости модела извршена је употребом различитих начина на које је постојећа литература дефинисала опцију раста. У циљу верификације дефинисаног модела и постављених хипотеза, извршено је графичко поређење предвиђана базираних на основу модела и реално генерисаног екстра приноса.

У шестом поглављу наведена су закључна разматрања и смернице за будућа истраживања. У овом поглављу анализирани резултати који су проистекли на основу тестирања постављене основне и на основу ње дефинисаних посебних хипотеза. Резултати дисертације доведени су у везу са резултатима других релевантних истраживања. Коначно, у овом поглављу је истакнут и допринос дисертације, њена ограничења и предлози за даља истраживања.

Списак литературе обихвата све изворе који су коришћени током израде дисертације. Прилози обухватају: Списак слика, Списак табела, Списак корпорација и њихово појављивање у свим квадрантима према свим критеријумима и годинама, Сумарна статистика XX квадранта, Сумарна статистика ЛЛI квадранта, Биографију аутора, Изјаву о ауторству; Изјаву о истоветности штампане и електронске верзије докторског рада; Изјаву о коришћењу.

3. ОЦЕНА ДИСЕРТАЦИЈЕ

3.1. Савременост и оригиналност

Дефинисање приступа и модела који се могу употребити за вредновање акција, представља тематику која је увек актуелна. У данашње време када је све израженија динамичка природа финансијских тржишта ова проблематика добија још више на

значају, чему у прилог сведоче бројни научни радови који се публикују у часописима највећег међународног значаја.

Због глобализације, тржишта су све више повезана. Асиметрија информација постоји, али уз помоћ различитих механизма извештавања, објављивања и компензовања утиче се на то да она буде што мања. Како би инвеститори остварили добитак није довољно да они посматрају статичке мере перформанси, није довољно да примењују досадашње моделе вредновања и одаберу једну хартију, није довољно да одаберу портфолио хартија, већ тај портфолио морају штитити од ризика употребом различитих изведених хартија од вредности. На могућност остварења добитка додатно утиче велики број софистицираних трговаца који примењују стратегије алгоритамског трговања, које условљавају велики обим промета. Трговци истовремено заузимају позиције по основним и изведеним хартијама од вредности. Модел вредновања опција узимају у обзир ризичност основних хартија и карактеристике опција. Поред тога, мање софистицирани тржишни учесници следе понашање великих и/или квалификованих инвеститора, због чега се све више и психолошке карактеристике тржишних учесника морају узети у обзир приликом одабира хартије, портфолија или формулисања стратегије инвестирања. У циљу обједињавања свих ових комплексности данашњих финансијских тржишта реализована је докторска дисертација кандидата Милице Латиновић, где предложени приступ представља комбинацију интерних и екстерних утицаја и где је очекивани екстра принос стављен у везу са ризиком и одређеним бројем реалних опција. Ова дисертација у складу је са захтевима за мултидисциплинарношћу, јер повезује проблематику креирања пословне стратегије, теорију реалних опција и теорију вредновања средстава.

Оригиналност ове докторске дисертације огледа се у томе што је за објашњење оствареног екстра приноса коришћен већи и разноврснији број индикатора реалних опција. Поред тога, индикатори генеричких стратегија су по први пут увршћени у приступ који може послужити за вредновање акција корпорација из високоризичних делатности.

Имајући у виду све што је наведено, може се закључити да је предмет истраживања у складу са савременом праксом и истражвачким трендовима, као и да добијени резултати представљају оригинални допринос кандидата Милице Латиновић постојећим знањима из ове области, али и отварају простор за даљи развој.

3.2. Осврт на референтну и коришћену литературу

Кандидат је у току израде докторске дисертације на тему „Интегрисани приступ вредновању акција заснован на реалним опцијама“ користио 125 референтних јединица. У дисертацији је коришћена релевантна и савремена литература, монографије, књиге и научни радови објављени у међународно признатим часописима, као и зборницима радова са конференција из области које су директно везане за тему

докторске дисертације. Литература употребљена за израду ове докторске дисертације везана је за три области које су спојене у циљу креирања интегрисаног приступа вредновању акција и покрива проблематику креирања стратегије у корпорацији, теорију реалних опција и теорију вредновања средстава.

Следећи литературни наводи били су од посебног значаја за садржај и израду докторске дисертације:

- Andre's-Alonso, P. de, Azofra-Palenzuela, V., Fuente-Herrero, G. de la, (2006). The Real Options Component of Firm Market Value: The Case of the Technological Corporation, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 33(1) & (2), 203–219, January/March 2006, doi: 10.1111/j.0306 686X.2005.00654.x.
- Andrés, P. de, Fuente, G. de la, Velasco, P. (2012). Tackling the Corporate Diversification – Value Puzzle Using the Real Options Approach, 16th Annual International Conference on Real Options: Theory Meets Practice, June, England: London.
- Balsam, S., Fernando, G. D., Tripathy, A. (2011). The Impact of Firm Strategy on Performance Measures used in executive compensation, *Journal of Business Research*, Vol. 64(2), 187-193. doi:10.1016/j.jbusres.2010.01.006
- Belderbos, R., Tong, T. W., Wu, S. (2014). Multinationality and Downside Risk: The Roles of Option Portfolio and Organization, *Strategic Management Journal*, 35(1), 88–106. DOI: 10.1002/smj.2087
- Bonis, S. A., Palenzuela, V. A., Fuente Herrero, G de la. (2013). The differential effect of revenue rises and cost savings on investors' valuation of growth options. Evidence from a comparative case in the electricity business, *Spanish Journal of Finance and Accounting*, Vol. 42(159), 319-340. DOI: 10.1080/02102412.2013.10779749
- Chevalier-Roignant, B., Trigeorgis, L. (2011). *Competitive strategy: options and game*, USA: Massachusetts Institute of Technology.
- Damodaran, A. (2006a). *On Valuation* (2nd edition), New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Driouchi, T., Bennett, D. J. (2012). Real Options in Management and Organizational Strategy: A Review of Decision-making and Performance, *International Journal of Management Reviews*, Vol. 14(1), 39–62. DOI: 10.1111/j.1468-2370.2011.00304.x
- Grullon, G., Lyanders, E., Zhdanov, A. (2012). Real Options, Volatility, and Stock Returns, *The Journal of Finance*, Vol. LXVII (4), 1499-1537.
- Gu, L. (2016). Product Market Competition, R&D investment, and Stock Returns, *Journal of Financial Economics*, Vol. 119(2), 441-455. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.09.008>
- Guthrie, G. (2014). Real Options and the Cross-Section of Expected Stock Returns, *Journal of Economic Surveys*, Vol. 28(2), 265–283. doi: 10.1111/joes.12011
- Huang, H-H., Huang, H., Shih, P-T. (2012). Real options and earnings-based bonus compensation, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 36, 2389-2402. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.05.002>

- Long, M. S., Wald, J.K., Zhang, J. (2002). A Cross-Sectional Analysis of Firm Growth Options, Annual International Conference on Real Options. Downloaded from <http://www.realoptions.org/papers2003/WaldEcon1105.pdf> on 04.06.2015.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz and Williamson, R. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings, *Journal of Financial Economics*, Vol. 52. 3-46.
- Otim, S., Grover, V. (2012). Resolving uncertainty and creating value from the exercise of e-commerce investment options, *Info Systems Journal*, Vol. 22, 261–287. doi:10.1111/j.1365-2575.2011.00385.x
- Petit, J. (1999). “Applications in Real Options and Value-based Strategy” in *Real Options and Business Strategy - Applications to Decision Making*, Edited by Lenos Trigeorgis, Risk Books. Downloaded from www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/.../opt3.pdf on 20.03.2014.
- Ramezani, C. A., Soenen, L. A. (2007). The Impact of Real Options on Corporate Cash Holdings, 11th Annual International Conference on Real Options: Theory Meets Practice, June, USA, Berkeley.
- Reilly, F. K., Brown, K. C. (2002). *Investment Analysis and Portfolio Management* (7th ed.), South-Western.
- Stowe, J. D., Robinson, T. R., Pinto, J. E., McLeavey, D. E. (2007). *Equity asset valuation* (2nd edition), Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Trigeorgis, L. (1996). *Real Options: Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation*, MIT Press, Cambridge.

3.3. Опис и адекватност примењених научних метода

У раду су примењене различите научне методе, као што су: анализа и синтеза, индукција и дедукција, компаративна анализа, функционална анализа и статистичке методе.

У поглављима у којима се даје преглед стања у области пословне и финансијске стратегије, теорије вредновања средстава и теорије реалних опција, односно, у поглављима у којима се ближе одређује предмет истраживања и формулишу хипотезе, употребљене су методе прикупљања и систематизације литерарне грађе, дедукције и анализе. На основу критичке анализе постојећег стања у науци, везаној за предмет истраживања, кандидат је уочио кључне проблеме. Компаративном и функционалном анализом постојећих приступа и модела вредновања власничких хартија од вредности, кандидат је утврдио њихове мањкавости. Поред тога, анализом постојећих теорија везаних за формулисање стратегије, као и на основу систематизације и анализе реалних опција, успостављена је веза између стратегије, реалних опција и индикатора мера перформанси. Синтезом закључака и индукцијом, кандидат је предложио решење у виду интегрисаног приступа вредновања акција, који се базира на реалним опцијама које корпорацији стоје на располагању на основу пословне стратегије коју она реализује, где су реалне опције и стратегије приказане индикаторима мера перформанси.

Поред литерарне грађе, прикупљени су и подаци из биланса корпорација и из трговања акцијама на организованом тржишту хартија од вредности. Узорковање је реализовано на адекватан начин и у складу са досадашњом праксом. Статистичка анализа панела података, употребљена је за обраду прикупљених података и представља одговарајући методолошки приступ у случају када подаци имају временску димензију и димензију различитих врста делатности. Одговарајућим бројем релевантих статистичких тестова, потврђена је валидност дефинисаног приступа.

На основу анализе докторске дисертације може се закључити да примењене научне методе и приступи, према свом значају и примени, одговарају теми дисертације и спроведеном истраживању.

3.4. Применљивост остварених резултата

Резултати докторске дисертације применљиви су како у академском, тако и у стручном домену. Систематизацијом постојећег знања, истраживачима се омогућава да на прегледнији начин анализирају и користе постојеће резултате и сазнања из области пословне стратегије, теорије реалних опција и вредновања средстава. Формулисани интегрисани приступ вредновања акција корпорација из високо ризичних делатности, своју применљивост може наћи приликом формулисања инвестиционих стратегија појединачних или институционалних инвеститора. Резултати могу послужити као основа за утврђивање трошкова акцијског капитала и доношење управљачких одлука. Надаље, резултати дисертације могу послужити као основ за даља истраживања, усмерена у циљу унапређења предложеног приступа вредновању.

На основу наведеног, може се закључити да су резултати ове дисертације применљиви као теоријска основа за даља истраживања, као и за практичну примену у домену инвестиционог саветовања.

3.5. Оцена достигнутих способности кандидата за самостални научни рад

Током израде докторске дисертације кандидат Милица Латиновић показала је способност да самостално обавља научни и истраживачки рад и решава научне проблеме. Свеобухватни и систематизовани приступ истраживању који је кандидат показао у свакој фази израде докторске дисертације, указује на способност кандидата да самостално уочи проблем истраживања, да га критички сагледа са различитих аспеката, да различите чиниоце који доприносе стварању проблема доведе у одређену везу и да на кретаиван начин предложи могуће решење. Спроведено емпиријско истраживање потврђује да је кандидат способан да самостално пројектује и спроводи научна истраживања, као и да адекватно користи њихове резултате и закључке. Кандидат Милица Латиновић поседује стручна, теоријска и практична знања за самостални научни рад, што је поред израде докторске дисертације доказала публикацијом великог броја научних радова.

На основу свега наведеног Комисија је мишљења да кандидат Милица Латиновић поседује потребне способности, вештине и искуство како би се бавила самосталним научно-истраживачким радом.

4. ОСТВАРЕНИ НАУЧНИ ДОПРИНОС

4.1. Приказ остварених научних доприноса

Очекивани допринос рада је вишеструк и првенствено се огледа у повезивању области стратешког управљања и одлучивања са теоријом вредновања средстава. Рад који је проистекао из предметног истраживања садржи више научних доприноса и то:

- свеобухватни приказ повезаности и међусобне условљености стратегије коју корпорација спроводи и вредности која се на тај начин ствара за акционаре;
- опис, систематизацију и објашњење различитих врста реалних опција које настају реализацијом стратегије и пројекта корпорације;
- детаљни преглед, класификацију и критички осврт на постојеће моделе вредновања средстава и;
- интегрисани приступ вредновању акција на основу утврђених односа између приноса, ризика и реалних опција које корпорација која послује у високоризичној делатности има на располагању.

Дисертација садржи и веома значајни стручни допринос:

- који се огледа у могућности примене новог интегрисаног приступа за вредновање акција приликом инвестиционог саветовања и дефинисања инвестиционе стратегије, како малих тако и квалификованих инвеститора.

4.2. Критичка анализа резултата истраживања

Увидом у дисертацију, постављену основну и посебне хипотезе, дефинисани циљ истраживања, остварене резултате, као и научне и стручне доприносе, Комисија констатује да је кандидат Милица Латиновић успешно систематизовала и анализирала постојећа научна сазнања истраживањем обимне, релевантне и савремене литературе и да је реализовала комплексно истраживање у циљу формулисања интегрисаног приступа вредновања обичних акција. Остварени резултати истраживања оправдавају почетна очекивања и испуњавају захтеве за квалитет докторске дисертације. Поред оствареног научног доприноса, дисертација садржи и резултате који су веома значајни за практичну примену предложеног решења приликом дефинисања инвестиционе стратегије. Општа и посебне хипотезе које су дефинисане у овој докторској дисертацији, налазе своје утемељење у постојећој теорији и потврђене су емпиријским истраживањем које је реализовано употребом адекватних научних метода, односно применом анализе панела података. Осетљивост добијених резултата и робусност предложеног приступа, проверена је употребом више различитих дефиниција опције раста. На основу свега изложеног може се рећи да је овом докторском дисертацијом

остварен значајни допринос и да су добијена сазнања која су релевантна за научну и стручну заједницу у области финансија.

4.3. Верификација научних доприноса

Резултати из докторске дисертације су верификовани следећим радовима који су објављени у часописима и зборницима радова, како домаћим тако и међународним (категоризација је извршена према препорукама Министарства просвете, науке и технолошког развоја Србије):

Категорија М23:

Latinovic, M., Bogojevic Arsic, V., Bulajic, M. (2018). Volatility Spillover Effect in the Case of Western Balkans, Acta Oeconomica. РАД ПРИХВАЋЕН ЗА ОБЈАВЉИВАЊЕ У ПРВОМ ИЗДАЊУ НАРЕДНЕ ГОДИНЕ. **IF₂₀₁₆ = 0,379.**

Категорија М33:

Latinović, M., Obradović T., Dmitrović, V. (2014). Empirical Evidence on Efficiency of Traditional Versus Behavioural Asset-Pricing Models: An Overview, Symposium Proceedings, XIV International Symposium SymOrg 2014 – New Business Models and Sustainable Competitiveness, Fakultet organizacionih nauka, Zlatibor, Srbija, jun 2014. ISBN:978-86-7680-295-1

Bogojevic Arsic, V., **Latinovic, M.,** Petrovic, N. (2013). Sustainable switching option in green hotels construction, Proceedings of the 3rd Conference of the International Network of Business and Management Journals, The Technical University of Lisbon (UTL), Lisbon, Portugal, 17-19.june.

Latinović, M., Obradović, T., Dmitrović, V. Real Options and Emerging Markets: An Overview, Proceedings of 1st International Symposium & 10th Balkan Conference on Operational Research (BALCOR 2011), Hellenic Operational Research Society (HELORS) and University of Macedonia, University of Macedonia, Economic and Social Sciences, Thessaloniki, Greece, 22-24. septembar 2011, Vol. 2, 112-119, ISBN: 978-960-87277-7-9.

Категорија М63:

Латиновић, М., Обрадовић, Т., Дмитровић, В. (2017). Реалне опције и инвестициони пројекти везани за информационе технологије, XXI Интернационални симпозијум из пројектног менаџмента YUPMA 2017 – Развој пројектног менаџмента – савремене тенденције и методологије, Удружење за управљање пројектима Србије, Београд, Србија, 2 -4. Јун 2017.

Латиновић, М., Обрадовић, Т., Милановић, Н. (2015). Стратешке реалне опције, XIX Интернационални симпозијум из пројектног менаџмента YUPMA 2015 – Пројектни менаџмент у Србији – Нови изазови, Удружење за управљање пројектима Србије, Београд, Србија.

Латиновић М. „Примена стабла одлучивања на вредновање реалних опција“, SYM-OP-IS 2011 – XXXVIII Симпозијум о операционим истраживањима, Економски факултет у Београду, Тара, Србија, 4-7. октобар 2011, 471-474. ISBN: 978-86-403-1168-7.

5. ЗАКЉУЧАК И ПРЕДЛОГ

На основу прегледа докторске дисертације под називом „Интегрисани приступ вредновању акција заснован на реалним опцијама“ кандидата Милице Латиновић, Комисија за преглед, оцену и одбрану ове докторске дисертације констатује да је она написана према свим стандардима научно-истраживачког рада. Комисија сматра да ова дисертација испуњава све услове прописане Законом о високом образовању, статуту, правилницима и стандардима Факултета организационих наука и Универзитета у Београду. На основу актуелности теме, добијених резултата и закључака презентованих у докторској дисертацији, Комисија констатује да је кандидат Милица Латиновић успешно завршила докторску дисертацију у складу са дефинисаним предметом и циљем истраживања.

Израдом докторске дисертације, кандидат Милица Латиновић дошла је до новог приступа вредновању акција корпорација из високоризичних делатности. Приступ повезује принос и ризик са реалним опцијама које корпорација има на располагању, али у једначину додаје и индикатор који указује на генеричку стратегију коју та корпорација реализује. Стратегија ће условити стварање неких нових реалних опција које у будућности могу креирати додатну вредности и утицати на висину екстра приноса који инвеститори могу остварити. Утврђеним међузависностима које постоје између стратегије, реалних опција и индикатора мера перформанси, предложено је да се одређени број индикатора може посматрати у својству индикатора одређене генеричке стратегије. На тај начин, постојећим сазнањима додат је још један вид тумачења. Резултати из научних радова из различитих области, као што су, креирање пословне стратегије, вредновање средстава и реалних опција, употребљени су како би предложени приступ свеобухватно приступио проблему вредновања акција и укључио различите аспекте ове проблематике у његов коначни облик а све у складу са савременим тенденцијама и захтевима финансијских тржишта.

Кандидат Милица Латиновић је у докторској дисертацији дошла до нових и оригиналних научних закључака, што је потврђено објављивањем рада у часопису од међународног значаја са импакт фактором из категорије М23, као и одређеног броја радова у зборницима радова са међународних научних скупова (М33) и зборницима радова скупова од националног значаја (М63). С обзиром на научну актуелност дисертације, оригиналност приказаних резултата и методолошку адекватност, Комисија констатује да ова дисертација задовољава највише критеријуме и квалификује кандидата Милицу Латиновић за самостални научно-истраживачки рад. Уважавајући научне и стручне доприносе који су остварени израдом докторске

дисертације, Комисија констатује да је достигнут постављени циљ истраживања и позитивно оцењује дисертацију.

На основу свега изложеног, Комисија предлаже Наставно-научном већу Факултета организационих наука да се приложена докторска дисертација под називом „Интегрисани приступ вредновању акција заснован на реалним опцијама“, кандидата Милице Латиновић прихвати, изложи на увид јавности и упути на коначно одобравање Већу научних области техничких наука Универзитета у Београду.

У Београду, 02.11.2017. године,

ЧЛАНОВИ КОМИСИЈЕ

Др Невенка Жаркић Јоксимовић, редовни професор
Универзитет у Београду, Факултет организационих наука

Др Весна Богојевић Арсић, редовни професор
Универзитет у Београду, Факултет организационих наука

Др Бошко Живковић, редовни професор
Универзитет у Београду, Економски факултет