

NASTAVNO-NAUČNOM VEĆU EKONOMSKOG FAKULTETA UNIVERZITETA U BEOGRADU

Na osnovu odluke Nastavno-naučnog veća Ekonomskog fakulteta u Beogradu od 28.10.2020. godine, određeni smo u komisiju za ocenu i odbranu doktorske disertacije pod nazivom „*Integrisano upravljanje vrednošću korporativnih preduzeća*” kandidata Milana Glišića. Pošto smo proučili doktorsku disertaciju podnosimo

IZVEŠTAJ O OCENI DOKTORSKE DISERTACIJE

1. Osnovni podaci o kandidatu i disertaciji

Milan Glišić je rođen 27. aprila 1983. godine u Pančevu, gde je završio osnovnu školu kao dobitnik Vukove diplome i učenik generacije. Matematičku gimnaziju u Beogradu je završio 2002. godine, takođe, kao dobitnik Vukove diplome. Diplomirao je na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu (smer Računovodstvo, revizija i finansijsko upravljanje, opcija Finansijsko upravljanje) 2006. godine sa prosečnom ocenom 9,81. Drugi stepen diplomskih akademskih studija – master na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu (smer Računovodstvo, revizija i poslovne finansije) završio je 2010. godine sa prosečnom ocenom 10,00. Odbranio je master rada pod nazivom: „Procena performansi otvorenih investicionih fondova“. Doktorske studije na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu (studijski program Poslovno upravljanje) upisao je 2010. godine. Položio je sve ispite sa prosečnom ocenom 9,89 i uspešno odbranio seminarski rad.

Tokom osnovnih studija bio je stipendista Grada Beograda i Fonda Vlade za mlade talente.

U periodu od 2008. do 2010. godine je položio sve ispite trogodišnjeg CFA programa. Od 2011. godine poseduje CFA zvanje i član je CFA instituta, globalne asocijacije finansijskih analitičara.

Radnu karijeru je započeo 2006. godine kao finansijski analitičar u brokerskoj kući Delta broker, koja u to vreme osniva prvo društvo za upravljanje investicionim fondovima u Republici Srbiji, *Delta Investments*, sa prvim domaćim otvorenim investicionim fondom, *Delta Plus*. Naredne 2007. godine prelazi u društvo za upravljanje investicionim fondovima *Focus Invest*, u kome takođe obavlja poslove finansijskog analitičara. *Focus Invest* pokreće treći domaći otvoreni investicioni fond rasta vrednosti imovine, *Focus Premium*, kao i prvi domaći otvoreni investicioni fond očuvanja vrednosti imovine, *Focus Novčani Fond*. Od aprila 2009. godine je zaposlen na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu, gde prvo u zvanju saradnika u nastavi, a kasnije u zvanju asistenta izvodi časove vežbi na predmetu Upravljačko računovodstvo. Bio je sekretar Katedre za računovodstvo i poslovne finansije.

Angažovan je kao istraživač na projektu Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja 179050: „Strategijske i taktičke mere za rešavanje krize konkurentnosti realnog sektora u Srbiji“.

Milan Glišić je u svojstvu autora i koautora objavio više radova. Ovde navodimo tri rada koja su povezana sa temom doktorske disertacije i koji ispunjavaju uslove u pogledu njihove kategorizacije (M 24):

- Malinić, D., Milićević, V., Glišić, M., (2014). Interdependence of enterprise size and vitality in Serbian economy. *Ekonomika preduzeća, Journal of the Serbian Association of Economists, November-December*, Serbian Association of Economists, ISSN 0353-443X, pp. 323-347.
- Malinić, D., Milićević, V., Glišić, M., (2015). Do the best-performing Serbian companies create value? *Ekonomika preduzeća, Journal of the Serbian Association of Economists, November-December 2015*, Serbian Association of Economists, ISSN 0353-443X, pp. 337-353.
- Malinić, D., Milićević, V., Glišić, M. (2016). Legal and professional regulations as determinants of the quality of financial reporting: Empirical research, *Ekonomika preduzeća, Journal of the Serbian Association of Economists, November-December*, Serbian Association of Economists, ISSN 0353-443X. pp. 367-383.

Nastavno-naučno veće Ekonomskog fakulteta na sednici održanoj 22.6.2016. godine odobrilo je Milanu Glišiću izradu doktorske disertacije pod „*Integrirano upravljanje vrednošću korporativnih preduzeća*“. Doktorska disertacija je obrađena na 537 strana. Pored uobičajenih celina, kao što su Sažetak (na srpskom i engleskom jeziku), *Uvod (str. 1-6)*, *Zaključak (str. 409-415)*, *Literatura (str. 416-434)* i *Prilozi (str. 435-523)*, disertacija obuhvata pet delova: *Vrednovanje kao instrument proaktivnog upravljanja procesom kreiranja vrednosti (str. 7-84)*, *Rezidualni dobitak kao mera kreirane vrednosti (str. 85-170)*, *Kontroverze kreiranja vrednosti u finansijskim aktivnostima korporativnih preduzeća (str. 171-245)*, *Poslovne aktivnosti korporativnih preduzeća kao izvor kreiranja vrednosti (str. 246-361)*, i *Determinante multiplikatora vrednovanja u zemljama Jugoistočne Evrope: Empirijska istraživanja (str. 362-408)*. Doktorska disertacija sadrži 154 tabele (od kojih se 65 nalazi u prilogima) i 44 grafikona (13 u prilogima). U izradi disertacije korišćen je 321 bibliografski izvor (knjige, naučni članci, radni papiri, itd.), dominantno na engleskom jeziku.

2. Predmet i cilj disertacije

Intenzivne promene poslovnog okruženja izazvane prvenstveno globalizacijom i tehnološkim progresom prouzrokovale su značajne inovacije na planu kreiranja i korišćenja finansijskih i nefinansijskih informacija za potrebe upravljanja korporativnim preduzećima. Izmenjeno okruženje je postavilo brojne izazove pred upravljačko računovodstvo kao glavni informacioni servis menadžera preduzeća. Javila se potreba za preciznijim i suptilnijim informacijama o tržištima, konkurentima, procesima, poslovnim i finansijskim aktivnostima, proizvodima, uslugama, dobavljačima, kupcima i sl. Na značaju su dobile informacije koje pomažu upravljanje procesom stvaranja vrednosti, jer on čini osnovu opstanka i rasta, odnosno konkurentskog uspeha savremenih preduzeća. Preduzeća koja su sposobna da kontinuirano stvaraju veću vrednost od svojih konkurenata stižu i održavaju prednost nad njima. Takva preduzeća uspevaju da opstanu u konkurentskoj areni. Osim na mikro planu,

proces kreiranja vrednosti je važan i na makro planu, jer je on pretpostavka za napredovanje nacionalne ekonomije i društva u celini.

Kao podrška upravljanju navedenim procesom su razvijeni novi koncepti za merenje ekonomskog profita, tj. kreirane vrednosti za akcionare, kao što su rezidualni dobitak, *EVA*[®] (*Economic Value Added*), *REVA* (*Readjusted Economic Value Added*) i sl. Ovi koncepti su postali osnova za nagrađivanje menadžera na korporativnom i divizionarnom nivou upravljačke hijerarhije, pa su menadžeri počeli da pridaju sve veću pažnju problemima vrednovanja investicionih projekata i strategija. Analiza profitabilnosti poslovnih aktivnosti je postala detaljnija, čemu su doprinela mišljenja da finansijsko investiranje, vođenje dividendne politike, strukturiranje kapitala kroz zaduživanje, razduživanje, emitovanje i otkupljivanje akcija i slične finansijske aktivnosti nemaju veliki uticaj na tržišnu vrednost akcija. Poslovne aktivnosti su prepoznate kao ključan generator vrednosti u savremenim preduzećima. Otuda su pored poslovnih dobitaka pojedinačnih proizvoda i usluga, menadžeri počeli da prate profitabilnost kupaca, grupa kupaca i distributivnih kanala.

Stavljanje akcenta na poslovne aktivnosti imalo je za posledicu pojavu potrebe za analitičnijim informacijama o troškovima, što je doprinelo razvoju savremenih koncepata, tehnika i metoda obračuna troškova, poput obračuna troškova po aktivnostima zvanog na vremenu, obračuna ciljnih troškova, obračuna troškova životnog ciklusa proizvoda, Kaizen obračuna troškova, obračuna troškova kvaliteta, itd. Pažnju menadžera su počele sve više da zaokupljaju i određene nefinansijske informacije koje ukazuju na doprinos raznih nematerijalnih resursa kreiranju vrednosti, kao što su *know-how*, reputacija, baza kupaca, korporativna kultura, itd. Kao odgovor na potrebu menadžera za ovim informacijama nastali su različiti sistemi za integrisano merenje performansi (*Balanced Scorecard* i *Tableau de Bord*), koji obuhvataju kako finansijske, tako i nefinansijske mere ostvarenja. Njihov značaj se ogleda i u tome što oni pokušavaju da premoste jaz između formulisanja i primene strategije preduzeća.

Prethodno navedeni analitički koncepti i tehnike nisu nepoznati u relevantnoj literaturi, ali se o njima do sada uglavnom separato raspravljalo. Otuda je bilo sasvim opravdano istražiti i kako se ovi savremeni koncepti informacija o performansama odnose jedan prema drugom, jesu li oni supstituti ili komplementi, odnosno da li postoji mogućnost za njihovo kombinovanje i integrisanje zarad što uspešnijeg upravljanja procesom kreiranja vrednosti u modernim preduzećima. Pomenuto integrisanje moglo bi rezultovati ne samo značajnom redukcijom troškova i povećanjem prihoda od prodaje, već i poboljšanjem kvaliteta proizvoda i usluga, povećanjem posvećenosti poslu, poboljšanjem lojalnosti kupaca, zadržavanjem profitabilnih kupaca, unapređenjem internih procesa, ulaganjem u obrazovanje zaposlenih i sl. Ovo bi vodilo ka stvaranju veće dodate vrednosti za akcionare, što jeste konačni cilj današnjih korporativnih preduzeća i ozbiljan zadatak za njihove menadžere.

Relevantna empirijska istraživanja pokazuju da se u okviru integrisanog upravljanja procesom kreiranja vrednosti mogu prepoznati dve važne dimenzije, interna i eksterna. Neka preduzeća su više usmerena na jednu, a neka na drugu dimenziju, ali to nikako ne znači da se one međusobno isključuju. Naprotiv, u ovoj doktorskoj disertaciji je pokazano kako njihovo povezivanje može da obezbedi sinergiju. Interno integrisano upravljanje performansama funkcioniše unutar pojedinačnog preduzeća i primarno je usmereno na upravljanje troškovima duž internog lanca vrednosti. Ono je od ključne važnosti za preduzeća koja posluju u visoko konkurentnom okruženju u kome su niski troškovi poslovanja kritičan faktor uspeha. Takvo okruženje zahteva upotrebu agresivnih tehnika upravljanja troškovima koje su delotvornije ako ih je veći broj istovremeno primenjen. Tehnike koje se najčešće kombinuju na način da

output jedne predstavlja input druge jesu obračun ciljnih troškova, kaizen obračun troškova, obračun po standardnim troškovima, obračun troškova po aktivnostima i sl. One se primenjuju u raznim fazama životnog ciklusa proizvoda, od njegovog razvoja i dizajniranja do početnih i završnih faza njegove proizvodnje. Imajući ovo u vidu, u disertaciji je izvršena komparativna analiza različitih metoda obračuna troškova i ispitana mogućnost za integrisanje tih metoda u procesu upravljanja vrednošću korporativnih preduzeća.

Interno integrisano upravljanje procesom kreiranja vrednosti nije dovoljno da bi preduzeće steklo odlučujuću konkurentsku prednost. Dostizanje sinergetskih efekata zahteva da se upravljanje performansama u okviru internog lanca vrednosti proširi na upravljanje eksternim delovima lanca vrednosti, koje povezuje programe upravljanja performansama većeg broja preduzeća duž čitavog lanca vrednosti industrije. Ono je od ključne važnosti za preduzeća koja dobavljačima ili distributerima poveravaju značajan deo proizvodnje komponenti za svoje proizvode ili plasmana kompletnih proizvoda, što je, primera radi, čest slučaj u automobilske industriji. Mogućnosti za primenu koncepata eksternog integrisanog upravljanja vrednošću u mnogome su opredeljene jačinom i bliskošću veze između preduzeća i dobavljača, sa jedne strane, i preduzeća i distributera, odnosno kupaca, sa druge strane. Na ovaj način interorganizaciono upravljanje troškovima postaje sastavni deo strategijskog upravljanja performansama preduzeća.

Predmet istraživanja u podnetoj doktorskoj disertaciji je bio integrisani koncept upravljanja vrednošću korporativnih preduzeća. Pri tome, u fokusu svih analiza u disertaciji nalazi se upravljanje ukupnim performansama preduzeća, a ne samo troškovima. Ovo zbog činjenice da redukcija troškova ne mora obavezno voditi poboljšanju performansi preduzeća i povećanju rezidualnog dobitka, kao mere stvorene vrednosti za akcionare. Ona je ponekad povezana sa smanjenjem kvaliteta proizvoda, koje može rezultovati smanjenjem prodajne cene i obima prodaje. Isto tako, činjenica je da u mnogim okolnostima rast troškova, povezan sa stvaranjem vrednosti koje kupci jasno prepoznaju, može dovesti do povećanja uspešnosti i tržišne vrednosti preduzeća. Otuda, predmet istraživanja moraju biti ukupne performanse integrisane u jednu skladnu celinu. U disertaciji su istražene performanse kako poslovnih, tako i finansijskih aktivnosti, kao i njihov uticaj na tržišnu vrednost kapitala korporativnih preduzeća. Pri tome, tržišna vrednost se izražava standardizovanim pokazateljima, tj. multiplikatorima vrednovanja (kao što su P/E, P/BV, P/S, i sl.), koji omogućavaju poređenje preduzeća različite veličine. Odgovarajućom empirijskom analizom su obuhvaćena korporativna preduzeća čije obične akcije ulaze u sastav relevantnih tržišnih indeksa u Srbiji i odabranim zemljama Jugoistočne Evrope, u kojima problematika integrisanog upravljanja vrednošću nije dovoljno istražena. U izboru ovih preduzeća kandidat se vodio karakteristikama tržišta kapitala zemalja Jugoistočne Evrope. Naime, zajedničko za sva izabrana preduzeća je da se tržišna vrednost njihovog kapitala može pouzdano utvrditi, pa je moguće ispitati vrednosne implikacije profitabilnosti, rasta, rizika i ostalih aspekata performansi preduzeća.

Integrisano upravljanje vrednošću preduzeća predstavlja nesumnjivo aktuelnu i izazovnu oblast istraživanja koja se ne može smestiti samo u okvire upravljačkog računovodstva. Reč je interdisciplinarnoj temi u kojoj do izražaja dolaze, osim koncepata upravljačkog računovodstva, i različiti koncepti strategijskog menadžmenta, vrednovanja i poslovnih finansija. Značaj ove oblasti istraživanja proizilazi iz činjenice da je u današnjem visoko konkurentnom poslovnom okruženju integrisan pristup ostvarenjima važan faktor opstanka i uspeha preduzeća na tržištu. Budući da poslovna praksa u Srbiji i ostalim zemljama Jugoistočne Evrope u ovom domenu značajno zaostaje za razvijenim svetom, istraživanje

može imati odjeka na ovim prostorima ne samo iz edukativnih razloga. Ono je važno i zbog iskazanih potreba u pogledu razvoja domaće privrede i ostalih privreda u regionu, za koje bi koncepti integrisanog upravljanja performansama mogli biti od izuzetnog praktičnog značaja.

Polazeći od prethodno definisanog predmeta istraživanja možemo zaključiti da umesto o jednom pre možemo govoriti o višestrukim, međusobno tesno povezanim ciljevima koji su tokom izrade ove disertacije trebalo da budu postignuti. Opšti cilj je povezan sa istraživanjem značaja integrisanog upravljanja procesom kreiranja vrednosti u nameri da se dostignu željene performanse preduzeća. Međutim, proces stvaranja vrednosti podrazumeva obavljanje različitih poslovnih i finansijskih aktivnosti, primenu različitih upravljačkih tehnika, merenje kreirane vrednosti, kao i sagledavanje odnosa između multiplikatora vrednovanja i determinanti stvaranja vrednosti. Otuda su se nametnuli i dodatni ciljevi koje je trebalo realizovati tokom istraživanja. Oni se odnose na: a) analizu rezidualnog dobitka i alternativnih načina za merenje kreirane vrednosti za akcionare; b) identifikovanje mogućnosti za kombinovanje i integrisanje različitih tehnika upravljanja troškovima i ukupnim performansama preduzeća duž internog lanca vrednosti i lanca vrednosti čitave industrije; c) sagledavanje doprinosa poslovnih i finansijskih aktivnosti kreiranju vrednosti za akcionare u Jugoistočnoj Evropi, i d) istraživanje odnosa između multiplikatora vrednovanja (kao što je npr. P/BV), s jedne strane, i profitabilnosti, kvaliteta dobitka, rasta, rizika, politike dividendi i strukture kapitala korporativnih preduzeća u zemljama Jugoistočne Evrope, s druge strane. U pozadini navedenih ciljeva istraživanja nalazi se potreba da se procene informacioni dometi upravljačkog računovodstva na području pružanja podrške integrisanom upravljanju procesom kreiranja vrednosti, kao i pokušaj da se izvrši redizajniranje tradicionalne informacione ponude upravljačkog računovodstva.

Analiza urađene doktorske disertacije omogućila nam je da konstatujemo da je kandidat tokom njene izrade sledio postavljene ciljeve.

3. Polazne hipoteze disertacije

Na osnovu predmeta i ciljeva istraživanja formulirano je osam hipoteza. One se odnose na poslovanje korporativnih preduzeća iz realnog sektora ekonomije čije obične akcije ulaze u sastav relevantnih tržišnih indeksa u Srbiji i odabranim zemljama Jugoistočne Evrope.

H1: Poslovne aktivnosti više doprinose kreiranju vrednosti za akcionare od finansijskih aktivnosti preduzeća.

Feltham i Ohlson (1995) dele sve aktivnosti preduzeća na poslovne i finansijske aktivnosti. Sledeći ovu logiku, Penman (2009) dekomponuje investicione aktivnosti na njihov poslovni i finansijski deo. On posmatra investicije u poslovnu imovinu kao deo poslovnih aktivnosti, dok investicije u finansijsku imovinu svrstava u ostale finansijske aktivnosti preduzeća. U podnetoj doktorskoj disertaciji je istraženo da li su poslovne aktivnosti ključan generator vrednosti korporativnih preduzeća u odbranim zemljama Jugoistočne Evrope. Njihov doprinos kreiranju vrednosti sagledan je preko učešća vrednosti neleveriranog u vrednosti leveriranog preduzeća.

H2: Povećanje rizika dovodi do smanjenja P/BV multiplikatora.

Fama i French (1992) su uveli u teorijske rasprave recipročnu vrednost P/BV multiplikatora, odnos knjigovodstvene i tržišne vrednosti akcionarskog kapitala (BV/MV), tako što su ga uključili u svoj trofaktorski model vrednovanja kapitala (engl. *Fama-French three-factor asset pricing model*) kao faktor rizika, zajedno sa tržištem i veličinom preduzeća. Nakon analize

prinosa američkih akcija u periodu od 1963. do 1990. godine, oni su zaključili da postoji snažna veza između prosečnih prinosa akcija i BV/MV multiplikatora. Fama i French su ustanovili da su rizici akcija višedimenzionalni i da se jedna od tih dimenzija rizika može izraziti preko BV/MV multiplikatora. Preduzeća u čije akcije je rizično investirati zbog određenih problema u njihovom poslovanju po pravilu imaju nisku tržišnu cenu akcija, pa samim tim i visok BV/MV multiplikator. Dakle, između BV/MV multiplikatora i rizika treba očekivati pozitivnu povezanost. Naravno, isti odnos valja očekivati i na graničnim tržištima Jugoistočne Evrope. Budući da je P/BV recipročna vrednost BV/MV multiplikatora, veza između P/BV multiplikatora i rizika bi trebalo da bude negativna. Ovo rezonovanje čini osnovu hipoteze H2.

H3: Profitabilnija preduzeća beleže veće vrednosti P/BV multiplikatora.

Fama i French (1995) su empirijski pokazali da preduzeća sa visokim BV/MV multiplikatorom uglavnom ostvaruju lošu profitabilnost u dužem periodu. S druge strane, niske vrednosti BV/MV multiplikatora su signal održivo snažne profitabilnosti preduzeća. Do ovog zaključka došao je i Penman (1991). On je utvrdio da preduzeća sa visokim vrednostima P/BV multiplikatora koja ostvaruju visoke stope prinosa na akcionarski kapital obično imaju veću profitabilnost u narednim godinama od preduzeća sa niskim vrednostima P/BV multiplikatora i visokim stopama prinosa na akcionarski kapital. Pozitivnu vezu između P/BV multiplikatora i profitabilnosti evidentirali su i drugi istraživači (Block, 1964; Fairfield, 1994; Wilcox, 1984; Wilcox & Philips, 2005). Napomenimo još i to da je Ohlson (1995) pokazao da buduća profitabilnost merena sadašnjom vrednošću očekivanih abnormalnih (rezidualnih) dobitaka potpuno objašnjava razliku između tržišne i knjigovodstvene vrednosti akcionarskog kapitala. Prema njegovom modelu, tržišna vrednost akcionarskog kapitala jednaka je knjigovodstvenoj vrednosti tog kapitala korigovanoj za sadašnju vrednost očekivanih rezidualnih dobitaka. Sve ove studije daju teorijski osnov za formulisanje hipoteze H3.

H4: Preduzeća sa većom održivom stopom rasta neto dobitka imaju veći P/BV multiplikator.

Harris i Marston (1994) su otkrili da je rast zarađivačke moći još jedan od važnih delova BV/MV slagalice. Oni su analizirali kretanja na američkom tržištu akcija u periodu od jula 1982. do decembra 1989. godine i zaključili da očekivani rast zarade po akciji ima značajniju ulogu u objašnjavanju varijacija BV/MV multiplikatora od rizika. Rezultati njihove studije ukazuju na postojanje negativne veze između BV/MV multiplikatora i rasta. Lakonishok, Shleifer, i Vishny (1994) su koristili BV/MV za razlikovanje akcija rasta (glamura) od akcija vrednosti. Preduzeća sa atraktivnim mogućnostima rasta uglavnom beleže niske vrednosti BV/MV multiplikatora, dok preduzeća sa slabim izgledima za rast obično imaju visok BV/MV. Lakonishok et al. su pokazali da akcije glamura u proseku odbacuju lošije prinose od akcija vrednosti, prvenstveno zbog suboptimalnog ponašanja tipičnog investitora. Njihovi zaključci podržavaju hipotezu o prekomernom reagovanju koju su postavili de Bondt i Thaler (1985). Preciznije, Lakonishok et al. su primetili da neke investitore preterano impresioniraju akcije koje su u prošlosti generisale visoke prinose i da povećanjem tražnje za tim akcijama podižu njihove cene i P/BV multiplikatore. Kao rezultat toga, akcije glamura postaju precenjene u tekućem periodu, pa u narednim periodima odbacuju niže stope prinose od tržišta. Ova zapažanja formiraju teorijsku podlogu za hipotezu H4.

H5: Dividendna politika nema značajan uticaj na vrednost P/BV multiplikatora.

Opširna teorijska razmatranja relevantnosti dividendne politike mogu se pronaći u trećem delu podnete disertacije (Miller & Modigliani, 1961; Gordon, 1963; Miller, 1977; Farrar & Selwyn, 1967; Miller & Scholes, 1978; Elton & Gruber, 1970). Uz informaciju da se

dividende i kapitalni dobitci oporezuju istom poreskom stopom u većini zemalja Jugoistočne Evrope, ova razmatranja su poslužila kao podrška za hipotezu H5.

H6: Preduzeća sa većim finansijskim leveridžom i većom likvidnošću imaju veći P/BV multiplikator.

Finansijska pozicija preduzeća je, takođe, jedna od potencijalno važnih determinanti P/BV multiplikatora. Odnos između P/BV multiplikatora i finansijskog leveridža bio je predmet brojnih istraživanja u prošlosti, a posebno zanimljivo je ono koje su sprovedi Nissim i Penman (2003). Ovi autori razlikuju finansijski leveridž, kao leveridž koji nastaje u finansijskim aktivnostima, od leveridža poslovnih obaveza, proisteklog iz poslovnih aktivnosti preduzeća. Rezultati njihove studije ukazuju na postojanje pozitivne veze između P/BV multiplikatora i finansijskog leveridža. Treba imati u vidu da je finansijski leveridž samo jedan (i to dugoročni) aspekt finansijske pozicije preduzeća. Drugi (kratkoročni) aspekt je likvidnost. Veza između P/BV multiplikatora i likvidnosti preduzeća nije u dovoljnoj meri istražena u relevantnoj literaturi. No, logično je pretpostaviti pozitivan uticaj likvidnosti na tržišnu vrednost akcionarskog kapitala.

H7: P/BV multiplikator ne reaguje sistematično na objavu informacija o kvalitetu dobitka i prihoda od prodaje preduzeća.

Dechow (1994) je označila dobitak kao sveobuhvatnu meru performansi preduzeća proizvedenu od strane obračunskog računovodstva u cilju prevazilaženja probleme na području merenja performansi koji su svojstveni novčanim tokovima, a tiču se njihovog vremenskog nepodudaranja sa tokovima vrednosti. Ona je identifikovala okolnosti pod kojima obračunske stavke prihoda i rashoda poboljšavaju sposobnost dobitka da predvidi buduće prinose akcija (kratki periodi merenja performansi, veoma nepredvidive potrebe preduzeća za obrtnim kapitalom, investiranjem i finansiranjem, i dugačak poslovni ciklus). No, ona je primetila i da menadžeri obično imaju određenu diskreciju u pogledu priznavanja obračunskih stavki dobitka koja može biti zloupotrebljena u pokušajima manipulisanja dobitkom. Takvo oportunističko ponašanje menadžera ugrožava upotrebljivost tekućeg dobitka na području predviđanja budućih dobitaka i prinosa akcija, ili, rečeno drugačije, ono umanjuje kvalitet dobitka. Iako postoje brojne studije koje dokumentuju pozitivnu vezu između profitabilnosti i prinosa akcija (na primer, vidi Ball & Brown, 1968), samo mali broj njih razmatra odnos između kvaliteta dobitka i prinosa akcija. Penman (2009, str. 607) posmatra kvalitet dobitka kroz prizmu njegove postojanosti (tj. održivosti). Prema njegovim rečima, dobitak je dobrog kvaliteta ako je dobar indikator budućih dobitaka i ako postoji velika verovatnoća da će se ponoviti u budućnosti. Sloan (1996) je primetio da se investitori usredsređuju na informacije o objavljenim dobitcima propuštajući priliku da analiziraju njihov kvalitet, uprkos tome što standardni udžbenici iz finansijske analize već decenijama predlažu odvajanje obračunske od novčane komponente dobitka i fokusiranje na novčanu komponentu prilikom prognoziranja budućih dobitaka. Sloan je pokazao da održivost i postojanost dobitka opadaju sa povećanjem njegove obračunske komponente, tj. sa smanjenjem novčane komponente. Važi i obrnuto. Dobitak je kvalitetniji što je njegova pokrivenost gotovinom veća. Sloan je, takođe, pokazao da tržišne cene akcija uglavnom ne reflektuju informacije o kvalitetu dobitka. Zahvaljujući tome, analiza kvaliteta dobitka može poslužiti kao koristan instrument za otkrivanje pogrešno vrednovanih akcija na tržištu i ostvarivanje abnormalnih prinosa od ulaganja. Ovi rezultati su bili osnova za formulisanje hipoteze H7.

Rezultati deskriptivne statističke analize doprinosa poslovnih i finansijskih aktivnosti vrednosti preduzeća potpuno su usklađeni sa hipotezom H1. Uz to, parametarski t test jednakosti aritmetičkih sredina dva nezavisna uzoraka, kao i odgovarajući neparametarski Vilkokson-Man-Vitnjevog test (Wilcoxon, 1945; Mann & Whitney, 1947) pokazuju da preduzeća koja čuvaju značajnu neto finansijsku imovinu vrede manje nego što bi vredela kada ne bi držala taj višak finansijske imovine nad finansijskim obavezama. Finansijske strategije, koje su usmerene na nepotrebno gomilanje viškova finansijskih sredstava, obaraju vrednost preduzeća.

Rezultati odgovarajućih ekonometrijskih analiza konzistentni su sa hipotezama H2, H3, H4, H5 i H7, kao i sa prvim delom hipoteze H6 koji povezuje finansijski leveridž i P/BV multiplikator. Rizik utiče negativno, a profitabilnost, stopa održivog rasta dobitka i umeren finansijski leveridž pozitivno na P/BV multiplikator. Investitori ne uzimaju u obzir informacije o kvalitetu dobitka prilikom donošenja odluka kupovini ili prodaji akcija. Dividendna politika je irelevantna. Nema dovoljno dokaza za tvrdnju da likvidnost preduzeća ima značajan uticaj na tržišnu vrednost akcija preduzeća.

4. Opis sadržaja disertacije po poglavljima

Doktorska disertacija sadrži pet delova. U prvom delu pod nazivom „*Vrednovanje kao instrument proaktivnog upravljanja procesom kreiranja vrednosti*“ kandidat se bavio problemima vrednovanja kapitala korporativnih preduzeća. U ovom delu disertacije je pokazano da je vrednovanje važan instrument proaktivnog upravljanja procesom kreiranja vrednosti. Prvo je objašnjeno kako preduzeće kreira vrednost prilikom transformisanja inputa u autpute. Jedan deo stvorene vrednosti prisvajaju kupci, a drugi ostaje akcionarima u formi ekonomskog profita. Predmet analize bile su strategijske determinante procesa kreiranja vrednosti. Reč je o faktorima koji opredeljuju proces kreiranja vrednosti, kao i sticanje i očuvanje konkurentne prednosti. Nakon toga identifikovane su različite potrebe za vrednovanjem kapitala korporativnih preduzeća koje, pored akcionara, pokazuju i menadžeri. Naglasak je bio na razmatranju upravljačkih potreba. Procena vrednosti nije samo sastavni deo investicione analize koju sprovode akcionari. Ona je istovremeno i važna komponenta strategijske analize kao osnove za formulisanje strategije preduzeća. Metodama vrednovanja više pažnje je posvećeno na kraju prvog dela doktorske disertacije. One su podeljene u dve grupe prema tome da li zahtevaju projektovanje budućih ostvarenja preduzeća. U okviru grupe metoda koje zahtevaju projekcije posebno su analizirana svojstva metode diskontovanja novčanih tokova i metode vrednovanja zasnovane na rezidualnim dobitcima. Ako imamo u vidu da je rezidualni dobitak mera ekonomskog profita ili kreirane vrednosti za akcionare, onda je razumljivo zašto je težište u ovom delu rada primarno stavljeno na analizu rezidualnog dobitka.

U drugom delu doktorske disertacije pod nazivom „*Rezidualni dobitak kao mera kreirane vrednosti*“ kandidat se dominantno bavio rezidualnim dobitkom. U ovom delu je razmotren odnos između savremenih koncepata merenja stvorene vrednosti, poput EVA® i rezidualnog dobitka. Posebno je ispitano teorijsko i konceptijsko utemeljenje za primenu rezidualnog dobitka u procesu vrednovanja. Veza između rezidualnih dobitaka i stvaranja vrednosti čini metod vrednovanja zasnovan na rezidualnim dobitcima izuzetno pogodnim za procene vrednosti koje se vrše unutar korporativnih preduzeća u okviru strategijske analize. Budući da se koncept rezidualnog dobitka zasniva na pretpostavci pokrića ukupnih troškova kapitala, onda postaje očigledno da su poželjne one strategije koje kreiraju vrednost za akcionare, tj. pozitivne rezidualne dobitke. Takve strategije podižu tržišnu vrednost vlasničkog kapitala iznad njegove knjigovodstvene vrednosti, pa i P/BV multiplikator iznad jedan. Ohlson (1995) je pokazao da se

razlika između tržišne i knjigovodstvene vrednosti vlasničkog kapitala duguje sadašnjoj vrednosti budućih rezidualnih dobitaka. Još poželjnije su strategije koje produkuju rast budućih rezidualnih dobitaka, jer one povećavaju P/E multiplikator iznad normalnog P/E multiplikatora koji odgovara recipročnoj vrednosti zahtevane stope prinosa akcionara (videti Ohlson & Juettner-Nauroth, 2005). Analiza povezanosti rezidualnog dobitka i multiplikatora vrednovanja je zaokružena razmatranjem fundamentalnih faktora koji opredeljuju P/S i P/D multiplikator. Pažnja je potom usmerena na probleme koji se javljaju na području projektovanja održivog rezidualnog dobitka za potrebe vrednovanja, pri čemu je učinjen poseban osvrt na problem merenja kvaliteta računovodstvenog dobitka, što je sasvim razumljivo budući da računovodstveni dobitak predstavlja osnovu za obračun i projektovanje rezidualnog dobitka. Na kraju drugog dela disertacije ukazano je na važnost preuređenja i pripreme finansijskih izveštaja za merenje stvorene vrednosti, kao i za vrednovanje kapitala korporativnih preduzeća. Penman (2009) predlaže da se za tu svrhu u okviru finansijskih izveštaja odvoje efekti poslovnih aktivnosti od efekata koji proizilaze iz finansijskih aktivnosti korporativnih preduzeća. Ovo je pogotovo značajno za procene vrednosti koje su u funkciji strategijske analize, jer ona treba da pruži odgovor na pitanje koje od pomenutih aktivnosti kreiraju vrednost.

U trećem delu doktorske disertacije pod nazivom „*Kontroverze kreiranja vrednosti u finansijskim aktivnostima korporativnih preduzeća*“ kandidat se bavio kontroverzama kreiranja vrednosti u finansijskim aktivnostima korporativnih preduzeća. Pomenute kontroverze su vezane kako za vlasnički kapital, tako i za dugove, kao moguće izvore finansiranja imovine korporativnih preduzeća. Otuda su u okviru ovog dela prvo razmotrene vrednosne implikacije finansiranja poslovnih aktivnosti kapitalom akcionara, a zatim i vrednosne implikacije zaduživanja. Analiziran je uticaj emisija i otkupa na vrednost akcija korporativnih preduzeća, ali i problem relevantnosti dividendne politike. Posebna pažnja posvećena je upravo dividendnoj kontroverzi. Potom je razmotreno još jedno, po svojoj prirodi, kontroverzno pitanje u vezi finansiranja korporativnih preduzeća, a to je pitanje relevantnosti strukture kapitala. Na to pitanje akademska zajednica je takođe ponudila različite odgovore, koji su u ovom delu disertacije podvrgnuti odgovarajućoj kritičkoj analizi. Ispitan je uticaj finansijskog leveridža kako na profitabilnost korporativnih preduzeća, tako i na rizik, tj. zahtevanu stopu prinosa akcionara, pa i mogućnost međusobnog neutralisanja, tj. potiranja ovih uticaja na vrednost. Na kraju trećeg dela disertacije pokazano je da se u određenim uslovima rezidualni dobitci mogu svesti na rezidualne poslovne dobitke. Analizirano je i kako promene finansijskog leveridža utiču na multiplikatore vrednovanja vlasničkog kapitala, kao leverirane multiplikatore, a kako na multiplikatore vrednovanja korporativnih preduzeća, kao neleverirane multiplikatore.

U četvrtom delu doktorske disertacije pod nazivom „*Poslovne aktivnosti korporativnih preduzeća kao izvor kreiranja vrednosti*“ razmotreni su problemi kreiranja vrednosti u poslovnim aktivnostima. U ispitivanju ovih problema pošlo se od šireg poimanja poslovnih aktivnosti preduzeća prema kojem one obuhvataju i investicije u poslovnu imovinu. U tom smislu naglašena je važnost integrisanog pristupa upravljanju performansama preduzeća, nakon čega je analizirana kompatibilnost različitih instrumenata i konceptualnih okvira za podršku ovom pristupu, kao što su *Balance Scorecard*, *Tableau de Bord* i lanac vrednosti. U nastavku su pažljivo razmotrene mogućnosti za povećanje poslovne profitabilnosti kroz integrisanje određenih tehnika upravljanja troškovima i ostalim finansijskim, ali i nefinansijskim aspektima performansi u pojedinim fazama internog lanca vrednosti, tj. u pretproizvodnoj, proizvodno-prodajnoj i postprodajnoj fazi poslovnog procesa. Obračun ciljnih troškova, inženjering vrednosti, QFD metoda, *lean* razvoj proizvoda i prelomno vreme profitabilnosti u pretproizvodnoj fazi mogu se uspešno kombinovati sa raznim upravljačkim

konceptima, instrumentima i tehnikama u proizvodnoj-prodajnoj fazi, kao što su kaizen, *lean* proizvodnja, upravljanje ukupnim kvalitetom, obračun troškova tokova vrednosti, analiza efikasnosti ciklusa proizvodnje, teorija ograničenja, analiza profitabilnosti kupaca, procena životne vrednosti kupaca, merenje skora neto promotera, itd. Naravno, sve pomenute tehnike mogu biti integrisane sa upravljačkim računovodstvom životne sredine koje prožima sve faze lanca vrednosti preduzeća, a pogotovo postprodajnu fazu. Dodatni pritisak na troškove stvaraju tehnike interorganizacionog upravljanja troškovima, u čijem fokusu je lanac vrednosti čitave industrije, koje su razmotrene na kraju četvrtog dela disertacije.

U petom delu doktorske disertacije pod nazivom „*Determinante multiplikatora vrednovanja u zemljama Jugoistočne Evrope: Empirijska istraživanja*“ sprovedena su dva istraživanja od kojih se prvo bavi relativnim doprinosom poslovnih i finansijskih aktivnosti preduzeća kreiranju vrednosti, a drugo determinantama P/BV multiplikatora u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope. Na osnovu pregleda literature formulisane su istraživačke hipoteze, kojih ima ukupno sedam. Potom je definisan metodološki okvir istraživanja, u sklopu čega su opisani uzorci, varijable, mere varijabli i izvori podataka. U osnovi empirijske analize doprinosa poslovnih i finansijskih aktivnosti kreiranju vrednosti nalaze se deskriptivna statistička analiza i odgovarajući parametarski i neparametarski testovi jednakosti aritmetičkih sredina dva uzorka, dok je u istraživanju determinanti P/BV multiplikatora primenjena ekonometrijska analiza podataka panela. Nakon pregleda metodologije istraživanja prezentovani su: 1) rezultati deskriptivne statističke analize doprinosa poslovnih i finansijskih aktivnosti kreiranju vrednosti, kojom je testirana hipoteza H1, kao i 2) mere deskriptivne statistike P/BV multiplikatora, koje su omogućile sagledavanje postojeće situacije u pogledu vrednovanja korporativnih preduzeća na odabranim tržištima kapitala Jugoistočne Evrope. Deskriptivna statistička analiza P/BV multiplikatora praćena je ekonometrijskom analizom determinanti P/BV multiplikatora, uz pomoć koje su testirane preostale hipoteze (H2, H3, H4, H5, H6 i H7). Nakon interpretacije rezultata ekonometrijske analize identifikovana su ograničenja, kao i mogući pravci daljih istraživanja u ovoj oblasti.

5. Metode koje su primenjene u istraživanju

U izradi doktorske disertacije kandidat je koristio više naučno-istraživačkih metoda, karakterističnih za odabranu oblast istraživanja, koje bi bile u funkciji testiranja predloženih hipoteza. Primenjene metode navodimo u tekstu koji sledi.

Statistička analiza je korišćena za potrebe opisivanja podataka panela (deskriptivna statistička analiza), testiranja odgovarajućih hipoteza (metode testiranja statističkih hipoteza) i ispitivanja korelacije između relevantnih varijabli (korelaciona analiza). Deskriptivna statistička analiza, kao prvi korak u istraživanju, poslužila je za utvrđivanje osnovnih karakteristika varijabli, ispitivanje doprinosa poslovnih i finansijskih aktivnosti kreiranju vrednosti, kao i za sagledavanje prilika na tržištima kapitala u Jugoistočnoj Evropi. Ona je omogućila opisivanje postojećih trendova u poslovanju i vrednovanju odabranih korporativnih preduzeća. Korelaciona analiza je upotrebljena za ispitivanje jačine veza između varijabli koje su korišćene u daljoj ekonometrijskoj analizi (između P/BV multiplikatora, s jedne strane, i mera rizika, profitabilnosti, rasta, dividendne politike, finansijske sigurnosti i kvaliteta dobitaka preduzeća, s druge strane).

Ekonometrijska analiza podataka panela je upotrebljena za proveru hipoteza o povezanosti P/BV multiplikatora, s jedne strane, i rizika, profitabilnosti, rasta, dividendne politike, finansijske sigurnosti i kvaliteta dobitaka obuhvaćenih korporativnih preduzeća, s druge

strane. Podaci panela su odabrani jer oni pružaju više informacija za sprovođenje istraživanja, veću varijabilnost podataka, veću efikasnost prilikom ocenjivanja parametara i manju multikolinearnost između objašnjavajućih varijabli. Polazne ekonometrijske specifikacije bili su modeli panela sa individualnim (i vremenskim) efektima. Individualni i vremenski efekti se mogu modelirati kao fiksni parametri (model sa fiksnim efektima) ili kao slučajne promenljive (model sa stohastičkim efektima). Konačan izbor adekvatne ekonometrijske specifikacije i metoda ocenjivanja zasnovan je na prirodi uzorka (na odnosu individualne i vremenske dimenzije), rezultatima ekonometrijskih testova (testova individualnih i vremenskih efekata, testova heteroskedastičnosti, normalnosti, istovremene korelacije, testova endogenosti i dr.), kao i na metodologiji korišćenoj u dosadašnjoj literaturi iz navedene oblasti. Kao izvori podataka panela poslužili su revidirani finansijski izveštaji obuhvaćenih preduzeća i baze podataka berzi, registara hartija od vrednosti, ministarstava finansija i centralnih banaka u Jugoistočnoj Evropi.

Metod studije slučaja je primenjen za detaljnu analizu procesa preformulisanja finansijskih izveštaja i vrednovanja kapitala. Prilagođavanje bilansa stanja, bilansa uspeha, izveštaja o novčanim tokovima i izveštaja o promenama vlasničkog kapitala potrebama merenja stvorene vrednosti i vrednovanja i samo vrednovanje ilustrovani su na primerima konkretnih korporativnih preduzeća u Jugoistočnoj Evropi.

Kabinetsko istraživanje je sprovedeno u odnosu na obimnu literaturu stranog i domaćeg porekla, kao i podatke prikupljene iz različitih izvora (poput finansijskih izveštaja obuhvaćenih korporativnih preduzeća ili izveštaja centralnih banaka i berzi u Jugoistočnoj Evropi) u cilju formulisanja teorijske osnove za proveru postavljenih hipoteza u disertaciji.

Metod klasifikacije je primenjen za identifikovanje i grupisanje različitih aktivnosti korporativnih preduzeća, metoda vrednovanja kapitala, multiplikatora vrednovanja, korekcija u finansijskim izveštajima, kao i tehnika upravljanja troškovima.

Metod deskripcije je korišćen za opis poslovnih i finansijskih aktivnosti korporativnih preduzeća, metoda vrednovanja kapitala, procesa kreiranja vrednosti u poslovnim aktivnostima, procesa preformulisanja finansijskih izveštaja, kao i tehnika upravljanja troškovima duž internog lanca vrednosti i lanca vrednosti čitave industrije.

Metod komparacije je upotrebljen za poređenje prednosti i nedostataka različitih metoda vrednovanja kapitala korporativnih preduzeća, multiplikatora vrednovanja, kao i tehnika upravljanja troškovima.

Metod analize i sinteze bio je od značaja na području preformulisanja i prilagođavanja finansijskih izveštaja potrebama merenja stvorene vrednosti i vrednovanja, ali i na području analize stope prinosa na vlasnički kapital i rasta kao ključnih pokretača rezidualnih dobitaka korporativnih preduzeća.

6. Ostvareni rezultati i naučni doprinos

U okviru doktorske disertacije koja je predmet analize izvršena su opsežna teorijska i empirijska istraživanja koja nude značajna unapređenja na području upravljanja performansama preduzeća. Upravljanje procesom stvaranja vrednosti je uvek aktuelan problem kako sa stanovišta pojedinačnih preduzeća i njihovih vlasnika, tako i sa stanovišta rasta nacionalne ekonomije, nezavisno od toga da li se radi o preduzećima koja posluju u zemljama sa razvijenim ili nerazvijenim tržištima kapitala. Istraživačka atraktivnost problema koji su sadržani u ovoj

doktorskoj disertaciji je dodatno povećana činjenicom da na ovaj način shvaćen proces kreiranja vrednosti predstavlja gotovo neeksploatisano istraživačko područje u Srbiji. Slična situacija je i u drugim zemljama Jugoistočne Evrope koje su uključene u analizu. Atraktivnost sprovedenih istraživanja dobija dodatno na značaju zbog činjenice da je reč o zemljama u kojima ekonomski ambijent nije do kraja uređen, gde tržišta kapitala nisu dovoljno razvijena i imaju drugačije karakteristike u odnosu na razvijena tržišta i gde kreatori ekonomske politike nisu u dovoljnoj meri svesni činjenice o postojanju uzajamne zavisnosti između razvoja korporativnog načina privređivanja i razvoja tržišta kapitala. U tom smislu ostvareni rezultati i naučni doprinos ove doktorske disertacije mogu se prepoznati na nekoliko karakterističnih područja.

U teorijskom smislu doprinos ove doktorske disertacije sastoji se u jednom sveobuhvatnom, integrisanom pristupu procesu kreiranja vrednosti, koji je uključio veoma kompleksna područja povezana sa procesom upravljanja vrednošću, kao što su vrednovanje, merenje kreirane vrednosti, izvori kreiranja vrednosti u okviru poslovnih aktivnosti, uključujući i analizu brojnih koncepata i tehnika koji se koriste u tom procesu, kao i razmatranje kontroverznih pitanja kreiranja (ili uništavanja) vrednosti u finansijskim aktivnostima preduzeća, što je od posebnog značaja u zemljama u kojima ne postoji razvijeno tržište kapitala. Ovakav integrisani pristup omogućava razumevanje suštine koncepta kreiranja vrednosti, s jedne strane, kao i neophodnost primene različitih instrumenata koji mogu doprineti rezultatima koji će biti u skladu sa očekivanjima vlasnika i imperativom korporativne društvene odgovornosti u najširem smislu, s druge strane.

Nema sumnje da se u okviru doktorske disertacije kandidat bavio aktuelnom, interdisciplinarnom i izazovnom oblašću istraživanja. U uslovima intenzivne konkurencije integrisani pristup procesu kreiranja vrednosti postaje važan faktor uspeha preduzeća. Sve ovo je dodatno pojačano činjenicom da poslovna praksa u Srbiji i ostalim zemljama Jugoistočne Evrope je još uvek udaljena od prakse u razvijenim zemljama sveta. Imajući ovo u vidu, ova doktorska disertacija će značajno doprineti proširenju i upotpunjavanju upravljačko računovodstvene literature, ne samo u našoj zemlji. Uz sve ovo, izvršena istraživanja u okviru ove doktorske disertacije predstavljaju dobar teorijsko-metodološki osnov za dalja istraživanja na ovom području.

Koncept integrisanog upravljanja performansama bi mogao imati izuzetan praktični značaj kako za poslovne subjekte, tako i za kreatore ekonomskih politika u nedovoljno razvijenim zemljama. On pruža značajne mogućnosti za poboljšanje performansi pojedinačnih preduzeća, ali i privrede u celini. U doktorskoj disertaciji su sprovedena dva istraživanja koja su doprinela dobijanju odgovora na brojna pitanja o uticaju pojedinih poslovnih i finansijskih aktivnosti na kretanje tržišne vrednosti i objašnjenje razlika između tržišnih i knjigovodstvenih vrednosti kapitala. Prvo od ova dva istraživanja je pokazalo da su poslovne aktivnosti glavni generator vrednosti blue chip korporativnih preduzeća u Srbiji, Hrvatskoj, Sloveniji, Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori, Severnoj Makedoniji, Bugarskoj i Rumuniji. Posebno je interesantan rezultat o negativnom uticaju nepotrebnih viškova finansijskih sredstava na vrednost preduzeća, koji je saglasan sa rezultatima sličnih istraživanja u čijem fokusu su razvijena tržišta kapitala. Drugo istraživanje, kojim su identifikovane ključne finansijske determinante P/BV multiplikatora blue chip korporacija u Sloveniji, Hrvatskoj, Srbiji, Severnoj Makedoniji i Bosni i Hercegovini, iznedrilo je još nekoliko vrednih rezultata. Prvo, njime je zabeležena negativna veza između P/BV multiplikatora i rizika odabranih preduzeća, čime je otvoren put za korišćenje P/BV ili BV/MV multiplikatora kao faktora rizika u odgovarajućim modelima cene akcionarskog kapitala u zemljama Jugoistočne Evrope. Drugo, ovo istraživanje je pokazalo da profitabilnije

korporacije ostvaruju veću tržišnu vrednost akcija, a time i veći P/BV multiplikator, što je rezultat od velike važnosti za poslovnu praksu. Iz njega je izveden zaključak o postojanju značajnih vrednosnih implikacija različitih upravljačkih tehnika koje doprinose redukovanju troškova ili poboljšanju ostalih finansijskih ili nefinansijskih aspekata korporativnih performansi. Ovoj grupi tehnika pripada i integrisano upravljanja performansama duž internog i industrijskog lanca vrednosti, koje otvara prostor za dramatično unapređenje profitabilnosti preduzeća. Treće, sprovedenim istraživanjem je registrovana pozitivna veza između P/BV multiplikatora i rasta odabranih korporacija, zahvaljujući čemu je ustanovljeno da se P/BV može koristiti kao merilo raspoloživog potencijala za rast korporativnih preduzeća u Jugoistočnoj Evropi, a time i kao kriterijum za razlikovanje akcija rasta od akcija vrednosti. Ovo razlikovanje akcija je posebno važno i korisno na području koncipiranja investicione strategije i politike penzionih i investicionih fondova jer je ono preduslov za primenu određenih investicionih stilova kojih se drže portfolio menadžeri ovih fondova. Četvrto, rezultati istraživanja podupiru hipotezu o irelevantnosti dividendne politike. Peto, oni ukazuju na postojanje pozitivne veze između finansijskog leveridža i P/BV multiplikatora posmatranih korporacija. Konačno, istraživanje je pokazalo da se investitori ne osvrću na analizu kvaliteta prihoda od prodaje i dobitka prilikom sprovođenja investicione analize i donošenja investicionih odluka. Ovaj nalaz bi mogao da posluži kao uvod u nova istraživanja koja bi ispitala opravdanost izostavljanja analize kvaliteta dobitka iz procesa donošenja investicionih odluka. Budući da postoje naučni radovi koji dokazuju da su dobitci u čijoj strukturi preovlađuje novčana komponenta postojaniji i održiviji od dobitaka sa dominantnom obračunskom komponentom (npr. Sloun, 1996), verovatno bi se pokazalo da strategije investiranja u akcije koje uvažavaju informacije o kvalitetu dobitka generišu abnormalne prinose.

Prezentovanje dobijenih rezultata i njihova diskusija su zaokruženi razmatranjem ograničenja obe studije i mogućih pravaca daljih istraživanja. Naravno, rezultate ne treba tumačiti odvojeno od konteksta istraživanja, koji je specifičan kako u prostornom, tako i u vremenskom pogledu. Istraživanjima su obuhvaćena tržišta kapitala u Jugoistočnoj Evropi sa svojim brojnim osobenostima, koje uglavnom proizilaze iz niskog stepena razvoja ovih tržišta, kao i godine u periodu između dve krize: globalne finansijske krize i krize izazvane pandemijom korona virusa. Jedan od mogućih pravaca za preduzimanje daljih istraživanja otuda bi bio da se analiziraju vrednosni doprinosi poslovnih i finansijskih aktivnosti i finansijske determinante tržišne vrednosti kapitala akcionara izvan definisanog prostorno-vremenskog okvira. Još jedna od interesantnijih smernica za buduća istraživanja bila bi da se ispita uticaj različitih nefinansijskih mera performansi na vrednost poslovanja, kao glavnu komponentu vrednosti korporativnih preduzeća. Ovo bi omogućilo sagledavanje nefinansijskih determinanti P/BV multiplikatora. Takođe, bilo bi korisno u nekom od budućih radova analizirati finansijske i nefinansijske determinante ostalih kako leveriranih, tako i neleveriranih multiplikatora vrednovanja.

U pripremi doktorske disertacije kandidat se suočio sa brojnim problemima na području prikupljanja podataka koji su neophodni za sprovođenje istraživanja. Relevantni podaci se ne mogu pronaći u objedinjenoj formi, na jednom mestu. Ne postoji jedinstvena baza podataka o poslovanju preduzeća u zemljama Jugoistočne Evrope. U disertaciji je učinjen značajan napor da se potrebni podaci prikupe iz različitih izvora. Dosta truda je uloženo da se objedine podaci iz finansijskih izveštaja, koji su u različitim zemljama različito formatirani, kao i da se ti izveštaji preformulišu i prilagode potrebama merenja stvorene vrednosti. Ovo je istovremeno i poruka regulatorima finansijskog izveštavanja u Srbiji i drugim zemljama koje su obuhvaćene analizom da konačno razumeju značaj ujednačavanja praksi finansijskog izveštavanja, kao i važnost obezbeđenja dostupnosti podataka u istraživačke svrhe.

7. Zaključak i predlog Komisije

Na osnovu analize doktorske disertacije pod nazivom „*Integrirano upravljanje vrednošću korporativnih preduzeća*”, ocenjujemo da ista predstavlja rezultat originalnog naučnog rada kandidata Milana Glišića. Obradna tema je istraživački zahtevna, još uvek nedovoljno istražena i teorijski i praktično značajna sa stanovišta mogućnosti unapređenja performansi preduzeća i širenja upravljačko računovodstvenih dometa i računovodstvene profesije u celini. Definisani predmet istraživanja, postavljeni ciljevi, istraživačke hipoteze, primenjeni naučni metodi i relevantni zaključci idu u prilog konstataciji da ova doktorska disertacija predstavlja rezultat samostalnog i kvalitetnog naučnog i stručnog istraživačkog rada.

Multidisciplinarni karakter i kompleksnost istraživanja usloveli su šire postavljanje strukture doktorske disertacije, korišćenje obimne literature i izučavanje i povezivanje istraživačkih problema upravljanja vrednošću iz različitih perspektiva, što je rezultiralo doktorskom tezom neuobičajenog obima. Obim istraživanja i teškoće u dobijanju relevantnih informacija usloveli su izvesna prilagođavanja istraživanja u odnosu na prvobitno planirana, bez posledica po kvalitet doktorske disertacije. Smatramo da su rezultati koji su ostvareni tokom rada na ovoj disertaciji izuzetno vredni. U njoj je izvršena adekvatna analiza teorijske i empirijske građe, što je dovelo do ostvarivanja visokog stepena naučne utemeljenosti istraživanja i izvođenja logičnih zaključaka.

Neophodna istraživačka kritičnost u sagledavanju složenih multidisciplinarnih problema i sposobnost zaključivanja omogućili su izvođenje relevantnih zaključaka o analiziranim problemima. U teorijskom smislu ključni naučni doprinos ove doktorske disertacije sastoji se u sveobuhvatnom, integrisanom upravljačkom pristupu procesu kreiranja vrednosti. Kandidat je na teorijski korektan način jasno pokazao da su izvori kreiranja vrednosti dominantno vezani za poslovne aktivnosti, ostavljajući mogućnost da u nekom teorijskom kontekstu koji uvažava različite oblike tržišne nesavršenosti ni politika zaduživanja nije vrednosno neutralna, odnosno da se i finansijskim odlukama može uticati na stvaranje i uništavanje vrednosti, što je od posebnog značaja u zemljama u kojima ne postoji razvijeno tržište kapitala. U tom kontekstu, ključni instrumenti proaktivnog upravljanja procesom kreiranja vrednosti su vrednovanje preduzeća i strategija, ex ante i ex post merenje kreirane vrednosti i brojni savremeni upravljačko računovodstveni koncepti i tehnike, čija primena potvrđuje da su performanse preduzeća neposredno povezane sa kvalitetom procesa upravljanja. Sve ovo je doprinelo razumevanju suštine koncepta kreiranja vrednosti.

U praktičnom smislu doprinos se ogleda u empirijskoj potvrdi teorijskih stavova, prvenstveno da su poslovne aktivnosti glavni generator vrednosti i da nepotrebni viškovi finansijskih sredstava negativno utiču na vrednost. Uz to, važno je istaći izveden zaključak o postojanju značajnih vrednosnih implikacija različitih upravljačkih tehnika koje doprinose redukovanju troškova ili poboljšanju ostalih finansijskih ili nefinansijskih aspekata korporativnih performansi. Ovo predstavlja snažnu poruku menadžerima da primena koncepta integrisanog upravljanja performansama duž internog i industrijskog lanca vrednosti, može otvoriti prostor za značajno unapređenje profitabilnosti preduzeća. Shodno tome, možemo reći da je kandidat doprineo proširenju ne samo upravljačko računovodstvenih znanja, već i znanja iz oblasti korporativnih finansija i menadžmenta, od čega koristi mogu imati upravljačke računovođe, menadžeri, finansijski analitičari, i, što je verovatno najvažnije, sadašnji i potencijalni investitori.

Imajući prethodno u vidu, konstatujemo da su istraživanja izvršena u okviru ove doktorske disertacije bila opravdana i da ostvareni rezultati, stavovi i zaključci imaju relevantnu naučnu i praktičnu vrednost, te kao takvi predstavljaju važan doprinos razvoju upravljačko računovodstvene teorije i unapređenju poslovne prakse naših preduzeća. Stoga, Komisija smatra da su ispunjeni svi uslovi za odobrenje javne odbrane doktorske disertacije pod nazivom „*Integrirano upravljanje vrednošću korporativnih preduzeća*” i predlaže Nastavno-naučnom veću Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu da prihvati Izveštaj o oceni doktorske disertacije kandidata Milana Glišića i odobri njenu javnu odbranu.

Beograd, 24.12.2020.

Članovi komisije:

Prof. dr Dejan Malinić

Prof. dr Vlade Milićević

Prof. dr Dragan Đurićin

Prof. dr Radmila Dragutinović Mitrović

Prof. dr Ksenija Denčić Mihajlov