

**НАСТАВНО-НАУЧНОМ ВЕЋУ БЕОГРАДСКЕ БАНКАРСКЕ АКАДЕМИЈЕ -  
ФАКУЛТЕТА ЗА БАНКАРСТВО, ОСИГУРАЊЕ И ФИНАНСИЈЕ**

**И**

**СЕНАТУ УНИВЕРЗИТЕТА УНИОН У БЕОГРАДУ**

Одлуком Наставно-научног већа Београдске банкарске академије – Факултета за банкарство, осигурање и финансије, бр. 488 од дана 09.07.2015. године и Одлуком Сената Универзитета Унион, бр. А 335-02/15 од дана 13.07.2015. године, именовани смо за чланове комисије за писање извештаја о оцени урађене докторске дисертације кандидата **мр Славице Стевановић** под насловом **"Употребна вредност информација о новчаним токовима"**. С тим у вези подносимо следећи

**ИЗВЕШТАЈ**

**О ОЦЕНИ УРАЂЕНЕ ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ**

**1. ОСНОВНИ ПОДАЦИ О КАНДИДАТУ**

Славица Стевановић је рођена 15.09.1977. године у Ивањици, где је завршила основну школу и Гимназију, општи смер. Економски факултет у Београду је уписала 1996. године и дипломирала у новембру 2001. године на смеру „Пословне финансије и рачуноводство”.

Магистарски курс „Финансијско-рачуноводствена анализа” је завршила на Економском факултету Универзитета у Београду. Магистарску тезу под насловом „Управљачки аспекти извештавања и анализе новчаних токова”, одбранила је у јулу 2010. године.

Од марта 2002. године је запослена у Институту економских наука у Београду и као истраживач сарадник учествује у пројектима Министарства просвете, науке и

технолошког развоја Републике Србије и у реализацији пројеката у области финансијске анализе и процене вредности предузећа.

У периоду од 2005. до 2009. године је ангажована као сарадник у настави на Београдској банкарској академији – Факултету за банкарство, осигурање и финансије, на предметима Финансијско рачуноводство, Банкарско рачуноводство и Ревизија. Предавач је на курсу Антегра – банкарски информациони систем.

Коаутор је једне научне монографије, док је као аутор или коаутор објавила 43 научна рада у часописима, монографијама и зборницима радова. Значајан број радова је из области рачуноводства, финансијског извештавања и анализе новчаних токова.

## **2. ОСНОВНИ ПОДАЦИ О ДОКТОРСКОЈ ДИСЕРТАЦИЈИ**

Пословне трансакције које настају у предузећу у току одређеног периода, сливају се у финансијске извештаје показујући стање и промене у финансијско-структурној позицији предузећа, зарађивачкој и способности генерисања готовине. Примарни циљ финансијског извештавања представља обезбеђење квалитетних информација које су релевантне у процесу доношења одлука од стране стејкхолдера предузећа. У поступку састављања финансијских извештаја инкорпорирана је примена међународних рачуноводствених стандарда и међународних стандарда финансијског извештавања, што је од великог значаја за унапређење анализе финансијских извештаја и смањење информационог ризика од доношења погрешних пословних одлука. Поуздане рачуноводствене информације доприносе и обезбеђивању вишег нивоа општег друштвеног благостања, с обзиром на то да постоји директна пропорционалност између квалитета финансијских извештаја и нивоа општег друштвеног благостања.

Током развоја рачуноводства и финансијског извештавања информациони захтеви корисника су постајали све обимнији и разноврснији. Јавила се потреба за додатним информацијама о функционисању предузећа са разних аспеката. Нове информационе потребе су довеле до појаве нових финансијских извештаја и допуна и измена постојећих. У савременим условима пословања компанија извештај о новчаним

токовима представља значајан део финансијско-извештајног инструментарија. Информације о новчаним токовима представљају релевантну информациону основу која инвеститорима, кредиторима, менаџменту и осталим стејкхолдерима предузећа омогућава доношење квалитетних одлука. Информационе захтеве корисника финансијских извештаја не задовољава само вредност повећања или смањења новчаних средстава, већ су им потребне информације о кретању готовине и готовинских еквивалената током обрачунског периода и узроцима промена које су садржане у извештају о новчаним токовима.

Корисност извештаја о токовима готовине се огледа у обезбеђивању информација о новчаним токовима као основи за процену износа, временског распореда и извесности будућих новчаних токова, као и проверу тачности ранијих процена. Посматрано са аспекта процене перформанси, примарна сврха извештаја о новчаним токовима јесте да омогући процену ликвидности, солвентности, одрживости пословања и финансијске прилагодљивости предузећа. Новчани токови су корисно средство за оцену изложености предузећа краткорочним и дугорочним пословним и финансијским ризицима и за предвиђање финансијских тешкоћа.

**Предмет истраживања** докторске дисертације је анализа употребне вредности информација о новчаним токовима. Корисност анализе новчаних токова у процени квалитета исказног добитка, процесу вредновања и поступку оцене кредитне способности предузећа се разматра на основу теоријских и практичних сазнања. Посебан допринос проучавању проблематике новчаних токова се даје спроведеним емпиријским истраживањима.

Процена квалитета добитних перформанси је на основу одабраних индикатора квалитета урађена за групу предузећа у Србији која се налазе на листи „најбољих“ по успешности пословања мерено исказаним нето добитком. Детаљнија анализа могућих пословних, финансијских и ризика квалитета информација приказаних у финансијским извештајима је извршена за ужу групу „најбољих“ предузећа која послују у сектору прерађивачке индустрије. Анализа слободног новчаног тока, вредносних показатеља и нивоа ризика као детерминанти вредности акција је спроведена за групу „најбољих“



предузећа чије су обичне акције укључене у трговање на берзанском тржишту и која у анализираном периоду показују способност генерисања позитивног нето новчаног тока из пословања. Анализа употребне вредности информација о новчаним токовима из перспективе кредитора је спроведена на основу анкетног истраживања у коме су компетентни кредитни аналитичари банака у Србији исказали мишљење о примени и степену корисности информација о новчаним токовима и cash flow показатељима у поступку утврђивања кредитног рејтинга и процесу доношења одлука о кредитирању.

Основни **циљ истраживања** докторске дисертације је идентификовање кључних подручја примене анализе новчаних токова и начина унапређења употребне вредности информација о новчаним токовима. Као посебан циљ се истиче идентификовање финансијских показатеља и других аналитичких инструмената заснованих на новчаним токовима који могу унапредити процену перформанси предузећа и процес благовременог откривања сигнала који указују на изложеност предузећа пословним и финансијским ризицима. Анализа има за циљ да укаже на значај примене cash flow информација у процесу вредновања хартија од вредности и пословања предузећа, али и приликом доношења инвестиционих и финансијских одлука, посебно из перспективе кредитора.

Истраживање у докторској дисертацији је засновано на постављању и тестирању следећих **хипотеза**:

- Коришћењем концепта новчаних токова, повећава се употребна вредност инструмената финансијске анализе;
- Проценом перформанси на основу анализе новчаних токова се могу наслутити нерегуларности приликом извештавања о успешности пословања предузећа;
- Вредновање засновано на очекиваним новчаним токовима може помоћи у доношењу одлуке да ли инвестирати у хартије од вредности предузећа или не;
- Предвиђање висине и стабилности новчаних токова из пословних активности може утицати на доношење коначне одлуке о томе да ли инвестирати или исплатити дивиденде;

- Избором интерних и/или екстерних извора финансирања инвестиционих и финансијских потреба за готовином, могуће је утицати на побољшање финансијске структуре предузећа.

Основне хипотезе су у раду потврђене.

Истраживање проблема који су дисертацијом обухваћени и доношење одређених закључака, засновано је на коришћењу више научних метода. Коришћене су следеће **методе истраживања:**

- Дескриптивна метода – на бази података из домаћих и иностраних извора литературе (књига, часописа, web-страница), у докторској дисертацији су разматране и анализирани теоријске основе и сазнања везана за употребну вредност информација о новчаним токовима.
- Метода студије случајева – коришћењем методе студије случајева, у раду су анализирана емпиријска сазнања до којих се долази на основу података из разних извора, у циљу схватања значаја проблема који су предмет истраживања докторске дисертације.
- Метода компаративне анализе - поред осврта на различите системе извештавања о новчаним токовима, компаративна анализа се користи и у прегледу поређења резултата анализе новчаних токова одређеног броја предузећа, која се разликују по величини, делатности и фази животног циклуса, и у поређењу показатеља перформанси заснованих на добитку и показатеља заснованих на новчаним токовима.
- Статистичке методе – коришћење статистичких метода је омогућило обраду и анализу података који су прикупљени анкетним и аналитичким истраживањем.
- Аналитичко-синтетичка метода се користи у рашчлањавању одређених појава, односно уопштавању закључака везаних за процес анализе новчаних токова, процене перформанси, процес вредновања и доношења одлука.

### 3. ПРИКАЗ И ОЦЕНА САДРЖАЈА ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ

Полазећи од предмета и циља истраживања, те постављених истраживачких хипотеза дисертација кандидата је тако конципирана да поред увода, закључка и прилога садржи четири поглавља. Рад је написан на 238 страница основног текста, а садржи и Прилог од три странице у којем се налази Упитник за кредитне аналитичаре. Коришћено је 114 библиографских јединица и приказано 62 табеле, 22 графикона и 15 сликовитих приказа.

У *уводном поглављу* кандидат је приказао концептуални оквир истраживања, образложио предмет, значај и циљ истраживања, формулисао хипотезе од којих је пошао у своје раду, те методе које је применио у истраживању.

У *првом поглављу* обрађен је Теоријско методолошки оквир истраживања новчаних токова. Прво је анализирана корисност извештавања о новчаним токовима, и то као новчани токови као информациони ресурс стејкхолдера предузећа, односно екстерни и интерни корисници информација о новчаним токовима и квалитативне карактеристике информација о новчаним токовима, затим регулаторни оквир извештавања о новчаним токовима као међународни регулаторни оквир и регулаторни оквир у Србији. Потом је обрађен наставни и научни оквир истраживања новчаних токова и аналитички оквир истраживања новчаних токова кроз аналитичке једнакости и инструменте аналитичког оквира. Структурирање извештаја о новчаним токовима и његова исказна моћ је истраживано полазећи од класификације новчаних прилива и одлива. У првом поглављу кандидат се бави дилемама око класификације новчаних токова, али и начинима извештавања о новчаним токовима, односно специфичностима директне и индиректне методе, њиховом компаративном анализом, као и препорукама професионалних институција о начину извештавања.

У *другом поглављу* дисертације под називом Анализа новчаних токова у функцији процене перформанси предузећа, кандидат је изложио основне елементе класичне анализе финансијских извештаја. Истраживање почиње са приносном проценом позиција предузећа и прво је урађена профитна и готовинска маржа, затим принос на имовину и на капитал. Процена инвестиционих могућности предузећа полази од мерила инвестиционих могућности предузећа, слободног новчаног тока и инвестиционе



могућности предузећа. Према плану истраживања извршена је процена финансијске сигурности предузећа кроз одржавање краткорочне финансијске сигурности и дугорочне финансијске сигурности. Следи анализа квалитета перформанси предузећа са утврђивањем ефекта примењених рачуноводствених политика на квалитет перформанси. Урађена је анализа новчаних токова у условима реално исказаног финансијског резултата, у условима прецењеног финансијског резултата, у условима потцењеног финансијског резултата и препознавање индикатора који указују на изложеност предузећа пословним и финансијским ризицима. Према плану хипотеза урађена је процена квалитета добитних перформанси предузећа у Србији и то кроз изворе података, мерила квалитета добитка, дистрибуцијске карактеристике индикатора, анализу квалитета добитка предузећа прерађивачке индустрије и то група предузећа са позитивним индикатором квалитета и позитивним маржама, са негативним индикатором квалитета и позитивним маржама, са негативним индикатором квалитета, негативном готовинском и позитивном профитном маржом и са негативним индикатором квалитета и негативним маржама. Када је ова активност урађена извршена је процена квалитета извештаја о новчаним токовима као једна од кључних активности ове дисертације.

*У трећем поглављу* докторске дисертације које носи назив Концепт вредновања новчаним токовима презентовано је вредновање билансних позиција предузећа кроз вредновање имовине, односно концепте вредновања, специфичности фер вредности и избор методе вредновање према врсти имовине, као и кроз вредновање обавеза. Следи део Cash flow модел вредновања обрађен кроз методе вредновања предузећа, процену вредности на основу дисконтованих новчаних токова и слободни новчани ток као мерило вредности предузећа. Следи анализа улоге тржишних рачуна бројева у процени вредности предузећа кроз мултипликаторе зарада, новчаног тока, књиговодствене вредности капитала и прихода. Потом се спроводи компаративна анализа модела вредновања хартија од вредности са специфичностима појединих приступа вредновања и поређењем cash flow приступа и приступа вредновања заснованог на добитку. Специфичности приступа вредновања су анализирани кроз методе вредновања акција, њихово поређење уз истацање предности и недостатака и детерминанте вредности капитала одабране групе предузећа у Србији.

*У четвртом поглављу* под насловом Новчани токови у функцији одлучивања прво су обрађене инвестиционе одлуке, и то са аспекта капиталних улагања, интеграција и аквизиције, односно анализе новчаних токова у циљу предузимања интеграција и аквизиција и испитивања ефеката интеграција и аквизиција на структуру новчаних токова, затим са аспекта реструктурирања и доношења одлука посматрано из перспективе инвеститора.

Одлуке о финансирању су анализирани кроз наслове дефинисане као могућности финансирања предузећа уз посебно праћење новчаних токова као извора интерног и екстерног финансирања, затим као извори финансирања и оптимална финансијска структура. Доношење одлука посматрано из перспективе кредитора је посебна целина дела дисертације који се односи на одлуке о финансирању и садржи оцену кредитне способности предузећа, пројектовање финансијских извештаја, мерила способности сервисирања дуга и резултате емпиријског истраживања. На крају поглавља је анализиран процес доношења одлука о расподели добитка који обухвата одлуке о дивидендама и одлуке о новчаним стимулацијама.

*У закључном делу* рада кандидат је сумирао резултате истраживања, апострофирајући посебно поставку о потреби за јачањем свести о значају и корисности информација о новчаним токовима предузећа за доношење одлука од стране инвеститора и кредитора.

#### **4. ОСТВАРЕНИ РЕЗУЛТАТИ И НАУЧНИ ДОПРИНОС ДИСЕРТАЦИЈЕ**

Извештавање и анализа новчаних токова представљају атрактивно подручје истраживања, с обзиром на информациони значај новчаних токова. Научни допринос докторске дисертације се може сагледати у правцу теоријских и практичних разматрања употребне вредности информација о новчаним токовима. Кандидат је јасно указао на значај анализе новчаних токова у процесу унапређења инструмената финансијске анализе, процене перформанси предузећа, оцене квалитета исказаног добитка, вредновања и доношења одлука. Новчани токови представљају релевантан фактор у процесу одлучивања, који помаже, како инвеститорима и кредиторима да се одлуче за пласирање расположивих средстава, тако и менаџменту предузећа у



доношењу одлука о обиму и структури инвестиција, изворима финансирања и начину расподеле оствареног добитка.

Посебан допринос проучавању проблематике новчаних токова кандидат даје спроведеним емпиријским истраживањима. Анализа квалитета добитка спроведена на основу одабраних параметара на ограниченом узорку предузећа, показује да је пословне, финансијске и ризике квалитета информација који су приказани у финансијским извештајима могуће идентификовати на основу свеобухватне анализе предузећа. Показатељи о новчаним токовима могу бити од велике помоћи у откривању упозоравајућих сигнала, нарочито у комбинацији са осталим аналитичким инструментима. Остварени резултати показују да су кредитни аналитичари у Србији свесни корисности информација о новчаним токовима предузећа у процесу доношења квалитетних одлука о кредитирању, али да ниво примене анализе новчаних токова у поступку утврђивања кредитног бонитета клијента зависи од више фактора.

Закључци анализе теоријских основа, регулативе и емпиријских искустава различитих предузећа у докторској дисертацији указују на начине решавања проблема са којима се суочавају стејхолдери предузећа, а у циљу унапређења економских одлука које доносе. У целини узевши резултати до којих је кандидат дошао у својој дисертацији представљају вредан прилог унапређењу методологије анализе финансијских истраживања посебно у домену нових методолошких апарата који су засновани на анализи новчаних токова.

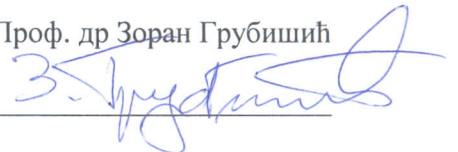
## 5. ЗАКЉУЧАК И ПРЕДЛОГ

Јасно дефинисан предмет истраживања, добро постављене истраживачке хипотезе кохерентност структуре плана истраживања, као и значајно искуство које је кандидат стекао у свом досадашњем теоријском и практичном раду, допринели су да кандидат уради докторску дисертацију која задовољава стандарде који се од радова ове врсте очекују. Кандидат је показао да је савладао основне принципе научно-истраживачког рада, да уме коректно да користи литературу и да самостално спроводи оригинална научна истраживања.

Имајући све то у виду, као и раније изнете карактеристике истраживања те научно-теоријски и методолошки допринос које је кандидат остварио, сматрамо да је докторска дисертација урађена према одобреном плану истраживања, па стога предлажемо Наставно-научном већу Београдске банкарске академије - Факултету за банкарско, осигурање и финансије и Сенату Универзитета Унион да прихвати Извештај о оцени урађене докторске дисертације **"Употребна вредност информација о новчаним токовима"** и кандидату **Славици Стевановић**, магистру економских наука одобри да је јавно брани пред истом комисијом.

Чланови комисије:

Проф. др Зоран Грубишић



Проф. др Гордана Вукелић



Проф. др Мирко Андрић

Економски факултет у Суботици

