

**НАСТАВНО-НАУЧНОМ ВЕЋУ
ЕКОНОМСКОГ ФАКУЛТЕТА
УНИВЕРЗИТЕТА У БЕОГРАДУ**

На основу одлуке Наставно-научног већа Економског факултета у Београду од 13. априла 2022. године (заведене под бројем 1358/1), одређени смо у комисију за оцену и одбрану докторске дисертације под називом „*Анализа гудвила и добитака од повољне куповине у трансакцијама пословних комбинација – случај Србије*“ кандидата Милутина Живановића. Пошто смо проучили докторску дисертацију подносимо Већу:

ИЗВЕШТАЈ О ОЦЕНИ ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ

1. Основни подаци о кандидату и одбрани предложене теме

Милутин Живановић је рођен 1989. године у Београду где је завршио основну и средњу школу као носилац Вукове дипломе. На Економски факултет се уписао 2008. године, а дипломирао је на смеру Рачуноводство, ревизија и финансијско управљање, 2012. године са просечном оценом 9,90. Током студија био је корисник Републичке стипендије за талентоване студенте и Стипендије града Београда за талентоване студенте. На трећој години студија проглашен је за најбољег студента у школској години 2009/2010. Добитник је награде коју додељује Савез рачуновођа и ревизора за најбоље студенте рачуноводственог усмерења. Мастер студије на Економском факултету у Београду, на смеру Рачуноводство, ревизија и пословне финансије, уписао је 2012. године. Након положених испита предвиђених наставним планом и програмом са просечном оценом 10,00 кандидат је урадио и успешно одбранио мастер рад на тему „Развој и донети хец рачуноводства“ за који је награђен од стране Привредне коморе Београда у категорији „Најбољи мастер рад за академску 2014/2105.“.

Године 2015. уписао је докторске студије на Економском факултету у Београду изабравши модул Пословно управљање на коме је положио све предмете предвиђене наставним планом остваривши просечну оцену 10,00: Методологија научног истраживања I-Д (оцена 10), Методи и технике научног истраживања и анализе (оцена 10), Моделирање и оптимизација (оцена 10), Управљачко рачуноводство (оцена 10), Економетрија I-Д (оцена 10), Методологија научног истраживања II-Д (оцена 10), Стратегијско управљачко рачуноводство (оцена 10), Управљање корпоративним финансијама (оцена 10) и Финансијско извештавање I-Д (оцена 10). На докторским студијама Милутин Живановић се определио за истраживање питања повезаних са рачуноводственим аспектима пословних комбинација.

На Економском факултету Универзитета у Београду запослен је од 2014. године. Ангажован је као асистент на предметима Финансијско рачуноводство, Финансијско извештавање, Теорија и политика биланса, Биланси предузећа и банака, Специјална рачуноводства и

Рачуноводство у банкарству и осигурању као и на предметима *Principles of accounting* и *Core management concepts* на програму *Business & Management* који се реализује у сарадњи са *London School of Economics*. Поред тога, у периоду 2015-2019. био је ангажован као гостујући асистент на Војној академији, Универзитета одбране. Милутин Живановић је током досадашње каријере био ангажован на више научних пројеката. У неке од њих спадају: пројекат „Улога државе у новом моделу раста привреде Србије“ финансираном од стране Министарства образовања, науке и технолошког развоја; пројекат Фонда за науку Републике Србије у оквиру програма Идеје и пројекат „*Building Forensic Accounting Capacity in Serbia*“ финансираног од стране Међународног бироа за наркотике и спровођење закона (ИНЈЛ). Милутин Живановић је био анагажован као члан радне групе за програмску ЕПАС међународну акредитацију и учествовао је у процесу међународне АССА акредитације. Обављао је функцију секретара Катедре за рачуноводство и пословне финансије у периоду 2020-2022.

Милутин Живановић је у својству аутора и коаутора објавио више радова који су повезани са одабраном облашћу истраживања и темом докторске дисертације:

- **Živanović, M.** (2021). What Determines The Application Of IFRS 3 In Accounting For Goodwill. *Ekonomске идеје и пракса*, (42), 15-29.
- **Живановић, М.** & Пантелић, М. (2020). Финансијско извештавање банака: проблеми у мерењу фер вредности по моделима. *SYM-OP-IS 2020 - XLVII Симпозијум о операционим истраживањима, Зборник радова*.
- Pantelić, M., Radić, S., & **Živanović, M.** (2020). Impact of human and relational capital on the profitability of commercial banks in Serbia. *Ekonomika preduzeća*, 68(5-6), 305-318.
- **Живановић, М.**, & Ђорђевић Зорић, А. (2019). Неопходност финансијског извештавања о валутном ризику за мерење утицаја волатилности девизног курса на перформансе домаће привреде, *Перспективе одрживог макроекономског развоја Републике Србије*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду.
- **Живановић, М.** (2019). *Анализа профитабилности привреде Србије*, Квартални монитор економских трендова и политика у Србији, Фонд за развој економске науке (ФРЕН).
- Рибић, М., & **Живановић, М.** (2019). Импликације ревизије Концептуалног оквира за финансијско извештавање на измене рачуноводствене регулативе повезане са лизингом, *Економске идеје и пракса*, бр. 33.
- **Živanović, M.**, & Džudović, N. (2019). Why pay more - world evidence on M&A bid premium determinants. *Facta Universitatis, Series: Economics and Organization*, Vol 16.
- **Живановић, М.** (2018). Детерминанте ликвидности, профитабилности и солвентности реалног сектора привреде Србије, Зборник радова: *Економска политика и развој*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду.

- **Живановић, М.** (2018). *Анализа финансијских перформанси привреде Србије*, Квартални монитор економских трендова и политика у Србији, Фонд за развој економске науке (ФРЕН).
- **Живановић, М.** (2017). Разлике у рачуноводственом третману интерно генерисаног и стеченог гудвила – узроци, последице и доследност, *Економске идеје и пракса*, Бр. 25.
- **Živanović, M., & Radić, S.** (2017). The impact of internally generated goodwill on profitability and solvency – a case study of commercial banks in Serbia, *Economic policy for smart , inclusive and sustainable growth, book of abstracts*, international conference, Faculty of Economics, University of Belgrade.
- **Živanović, M.** (2016). New IFRS 7 Hedge Accounting Disclosure Requirements as a Way of Achieving Greater Transparency in Risk Management Activities , *GAI international academic conferences proceedings*, Prague.
- **Живановић, М.** (2015). *Развој и донети хец рачуноводства*, Мастер рад, Економски факултет у Београду.
- **Живановић, М.** (2015). Хеџ рачуноводство уз примену МРС 39 и МСФИ 9, *Рачуноводство*, година LIX, бр. 2.
- **Живановић, М.** (2015). Финансијски хецинг као инструмент повећања вредности предузећа, *Стварање вредности – теоријско-практични аспекти*, Тематски зборник радова, Центар за издавачку делатност Економског факултета.

Наставно-научно веће Економског факултета на седници одржаној 24.6.2020. године одобрило је Милутину Живановићу израду докторске дисертације под називом „*Анализа гудвила и добитака од повољне куповине у трансакцијама пословних комбинација – случај Србије*”. Докторска дисертација је обрађена на 210 страна. Поред уобичајених целина, као што су Резиме (на српском и енглеском језику), Увод (стр. 1-5), Закључак (стр. 176-185), и Литература (стр. 186-195), дисертација обухвата три дела: *Детерминанте гудвила у трансакцијама пословних комбинација у Србији* (стр. 6-93), *Индикатори обезвређења гудвила у Србији* (стр. 94-153) и *Добици од повољне куповине у трансакцијама пословних комбинација у Србији* (стр. 154-175). Докторска дисертација садржи 81 табелу, 13 графикана и 18 слика. У списку литературе наведено је 190 релевантних извора, од чега се 180 односи на библиографске јединице које обухватају чланке из међународних научних часописа, радне папире и публикације међународних рачуноводствених тела и консултантских фирми из области рачуноводства и ревизије, књиге из научних области које су предмет дисертације и сл., док се 10 извора односи на списак релевантних интернет страница.

2. Предмет и циљ дисертације

Посматрајући из рачуноводствене перспективе, мерџери и аквизиције, односно, пословне комбинације, представљају један од најкомплекснијих облика пословних трансакција. Просуђивање да ли је у конкретној трансакцији један ентитет стекао контролу над другим, да ли трансакција има карактер пословне комбинације или стицања имовине, утврђивање фер вредности пренесене накнаде, утврђивање фер вредности нето имовине стеченог ентитета, идентификовање и вредновање нематеријалне имовине која се може признати

одвојено од гудвила, као и самог гудвила, представљају неке од проблематичних тачака у поступку рачуноводственог третмана пословних комбинација.

Потреба за квалитетном рачуноводственом регулативом која би се на адекватан начин бавила поменутиим феноменом неопходна је из најмање два разлога. Прво, како би корисници финансијских извештаја били информисани о утицају који пословне комбинације имају на финансијски и приносни положај и новчане токове предузећа. Друго, како би на бази квалитетних рачуноводствених информација било могуће анализирати карактеристике ових трансакција. Закон о рачуноводству који се примењује у Републици Србији захтева обавезну примену Међународних стандарда финансијског извештавања, што имплицира да су предузећа дужна да приликом рачуноводственог обухватања пословних комбинација примењују рачуноводствени стандард МСФИ 3 – *Пословне комбинације* и методу стицања. Суштина методе стицања огледа се у томе да предузеће стицалац, у тренутку пословне комбинације, алоцира пренесену накнаду на препознатљиву имовину и обавезе стеченог ентитета и да евентуалну разлику призна као гудвил или добитак од повољне куповине. У случају да предузеће стицалац призна гудвил, оно је у обавези да приликом накнадног вредновања тестира гудвил на обезвређење примењујући стандард МРС 36 – *Умањење вредности имовине* и да, уколико је надокнадиви износ нижи од књиговодствене вредности нето имовине стеченог ентитета, призна губитак од обезвређења.

Предмет дисертације су трансакције пословних комбинација које су реализоване у Републици Србији, приликом чијег рачуноводственог обухватања је коришћен стандард МСФИ 3. Кроз теоријску анализу и засебна емпиријска истраживања у дисертацији су обрађена три кључна питања која су повезана са економским и рачуноводственим аспектима гудвила и добитака од повољне куповине, а која се односе на: (1) структуру и детерминанте гудвила; (2) факторе обезвређења гудвила и (3) разлоге настанка добитака од повољне куповине. У наставку ће детаљније бити описани циљеви истраживања представљени по појединим деловима дисертације.

У првом делу дисертације фокус је стављен на анализу детерминанти гудвила. *Економски посматрано*, гудвил представља специфичан облик нематеријалне имовине предузећа који се тржишно верификује у тренутку пословне комбинације и који се састоји из две компоненте: (1) интерно генерисаног гудвила и (2) очекиваних синергетских ефеката. *Рачуноводствено посматрано*, гудвил представља разлику између фер вредности пренесене накнаде и фер вредности нето имовине стеченог ентитета на дан стицања. Да ли и у којој мери рачуноводствени концепт гудвила одговара његовој економској суштини зависиће од тога у којој мери је процес алокације пренесене накнаде спроведен на адекватан начин, као и од јачине дејства одређених неекономских фактора који могу утицати на одређивање висине пренесене накнаде.

Имајући у виду претходно наведено, један од основних **истраживачких циљева** ове дисертације јесте испитивање структуре и детерминанти гудвила у трансакцијама пословних комбинација у Србији. Намера је истражити да ли се висина гудвила обрачунатог у складу са МСФИ 3 налази под утицајем интерно генерисаног гудвила стеченог ентитета и синергетских ефеката који се очекују у периодима након пословне комбинације. Циљ је да се испита да ли и у којој мери гудвил исказан у финансијским извештајима домаћих

предузећа одражава своју економску суштину и да ли као такав задовољава услове да буде признат као средство. При томе, начин мерења варијабли у моделу којим се оцењују детерминанте гудвила омогућава: (1) да се анализа спроведе на нивоу свих пословних комбинација које су третиране у складу са МСФИ 3, независно од правне форме и величине предузећа која у њој учествују и (2) да се доминантним коришћењем рачуноводствених података, уместо података са тржишта капитала, спречи да степен ефикасности тржишта капитала и ефекти других догађаја на кретање цена акција и приноса инвеститора утичу на резултате истраживања.

У другом делу дисертације фокус је стављен на детерминанте обезвређења гудвила. Историјски посматрано, рачуноводствени третман гудвила, приликом његовог накнадног вредновања, прошао је кроз различите фазе и претрпео значајне промене које су биле под јаким утицајем преовлађујућих билансних теорија као и лобирања различитих интересних група и стејхолдера (Ding et al., 2007). У првој, чистој статичкој фази, гудвил није био сматран средством, већ се у тренутку пословне комбинације третирао као расход периода у финансијским извештајима стицаоца, што фактички значи да накнадно вредновање гудвила у овој фази није постојало. У ослабљеној статичкој фази, гудвил се признавао као средство уз убрзану амортизацију или се, алтернативно, књижио на терет резерви предузећа стицаоца. У динамичкој фази, гудвил се напослетку третирао као средство које се амортизује на систематској основи кроз релативно дуг временски период. Последња се јавила, тренутно актуелна, актуарска фаза, за коју је карактеристично да се гудвил иницијално капитализује али се приликом накнадног вредновања уместо систематске амортизације спроводи поступак тестирања на обезвређење (енгл. *impairment-only approach*). Једна од кључних измена коју је са собом донео стандард МСФИ 3 управо се односи на укидање амортизације гудвила и увођење обавезног тестирања на обезвређење које се спроводи најмање једном годишње.

У релевантној литератури (нпр. Wilson, 1996) се наводи да квалитет резултата истраживања која се баве обезвређењем гудвила у великој мери зависи од тога да ли је и на који начин контролисан утицај економских фактора обезвређења повезаних са перформансама стеченог ентитета. Очекује се да мања успешност постаквизиционе интеграције мерена постаквизиционим перформансама ентитета на који је гудвил алоциран, повећава вероватноћу појаве обезвређења гудвила као и висину губитака од обезвређења. Поред перформанси стеченог ентитета, приликом анализе фактора који утичу на обезвређење, неопходно је анализирати и карактеристике саме пословне комбинације (Hayan & Hughes, 2006; Gu & Lev, 2011), будући да обезвређење гудвила може бити предодређено овим карактеристикама независно од утицаја других економских и некономских фактора који делују након пословне комбинације. Оно што додатно треба имати у виду јесте да МРС 36, због своје комплексности и недовољне прецизности приликом дефинисања одговарајућих правила, оставља менаџменту предузећа стицаоца потенцијално широк дискрециони простор приликом тестирања гудвила на обезвређење. Ово може утицати на коначно доношење одлуке у вези са тим да ли ће и у којој мери гудвил бити обезвређен (Beatty & Weber, 2006; Ramanna & Watts, 2012; Glaum et al., 2015).

На основу претходно изнетог, један од основних **циљева дисертације** је истражити да ли и у којој мери перформансе стеченог ентитета, карактеристике пословних комбинација и дискрециони простор менаџмента утичу на признавање и висину губитака од обезвређења

гудвила у Србији. Поређењем резултата овог истраживања са резултатима сличних истраживања спроведених у другим земљама биће могуће, између осталог, анализирати како карактеристике институционалног оквира (тип правног система, квалитет правне заштите инвеститора, структура власништва и карактеристике финансијског система) утичу на обезвређење гудвила.

Трећи део дисертације у фокус ставља добитак од повољне куповине који се јавља у пословним комбинацијама у којима је фер вредност пренесене накнаде мања од фер вредности нето имовине стеченог ентитета. Добитак од повољне куповине повећава укупне приходе предузећа стицаоца. Рачуноводствена регулатива стоји на становишту да, осим уколико није реч о принудној продаји предузећа, добитак од повољне куповине нема јасно економско утемељење те да самим тим представља последицу пропуста који су начињени у процесу алокације пренесене накнаде. Из тог разлога, у рачуноводственом стандарду МСФИ 3 се наводи да, пре признавања добитака од повољне куповине, треба извршити ревизију свих фаза процеса алокације пренесене накнаде. У литератури су изузетно ретки радови који су се бавили добицима од повољне куповине и разлозима њиховог настанка (De Merville & Petrie 1989; Janson, 2009; Comiskey et al., 2010; Mulford & Comiskey 2011; Dunn et al., 2016; Gaharan & Lei 2016), пре свега због чињенице што трансакције овог типа нису честа појава у пракси. Како је приликом анализе пословних комбинација реализованих у Србији, примећено значајно учешће трансакција у којима је идентификован добитак од повољне куповине, у дисертацији се отвара простор за детаљну анализу извора њиховог настанка. Самим тим, један од **истраживачких циљева** дисертације је да се испитају фактори који доводе до настанка добитака од повољне куповине уз раздвајање утицаја економских фактора (перформансе стеченог ентитета) од утицаја некономских фактора (карактеристике институционалног окружења). На овај начин се жели испитати да ли добици од повољне куповине могу настати и као последица одређених фактора који нису експлицитно наведени у стандарду МСФИ 3. Ово би, према досадашњим сазнањима, било једно од првих истраживања код којег разлози настанка добитака од повољне куповине нису испитивани применом методологије анализе садржаја, која може патити од низа недостатака, већ применом одговарајућих економетријских техника којима се покушава испитати који су то фактори који утичу на вероватноћу појаве добитака од повољне куповине независно од тога да ли је и које је разлоге њиховог настанка менаџмент предузећа стицаоца обелоданио у напоменама.

Поред свега наведеног, један од **циљева истраживања** који ће прожимати све делове дисертације односи се на анализу стања и квалитета финансијског извештавања о пословним комбинацијама у Србији. Имајући у виду да је приликом прикупљања података за потребе истраживања коришћена техника ручног прикупљања података, која је подразумевала преглед великог броја ревидираних консолидованих финансијских извештаја, створена је основа да се додатно испита у којој мери и на који начин предузећа која послују у Србији примењују регулативу која се односи на трансакције пословних комбинација. У том смислу биће испитано који су то фактори који утичу на вероватноћу примене стандарда МСФИ 3 и МРС 36. Такође, отворен је простор да се испита квалитет ревизије консолидованих финансијских извештаја у сегменту који се односи на иницијално и накнадно вредновање гудвила.

3. Основне хипотезе од којих се пошло у истраживању

На основу дефинисаног предмета и циљева истраживања формулисано је осам истраживачких хипотеза које су у дисертацији тестиране на релевантним узорцима:

X1: Интерно генерисани гудвил стеченог ентитета позитивно утиче на вредност гудвила насталог у тренутку пословне комбинације.

Постојање интерно генерисаног гудвила представља показатељ да предузеће више вреди као целина него као прост збир елемената из којих се састоји (Johnson & Petrone, 1998), при чему основно везивно ткиво тих елемената чине нематеријални ресурси који нису исказани у финансијским извештајима. Уколико се интерно генерисани гудвил стави у контекст пословне комбинације он представља разлику између вредности бизниса као целине (фундаментална вредност предузећа) и фер вредности нето имовине стеченог ентитета, и као такав чини једну од две компоненте гудвила. Овом хипотезом се испитује да ли висина интерно генерисаног гудвила позитивно утиче на висину пренесене накнаде алоциране на гудвил. Потврђивањем хипотезе показало би се да предузећа стицаоци, у трансакцијама пословних комбинација у Србији, узимају у обзир интерно генерисани гудвил стеченог предузећа приликом утврђивања висине пренесене накнаде, као и да гудвил исказан у финансијским извештајима одражава своју економску суштину у оном делу у којем се односи на интерно генерисани гудвил. У дисертацији је потврђена хипотеза да интерно генерисани гудвил стеченог ентитета позитивно утиче на вредност гудвила насталог у тренутку пословне комбинације. Интерно генерисани гудвил представља значајан фактор приликом дефинисања висине пренесене накнаде у трансакцијама пословних комбинација реализованим на тржишту Србије. Што је већа вредност интерно генерисаног гудвила већа је и цена коју стицалац плаћа у трансакцији и, самим тим, већа је и вредност гудвила. На бази тога се закључује да, уколико постоји, интерно генерисани гудвил чини саставни део стеченог гудвила који је исказан у финансијским извештајима домаћих компанија.

X2: Очекивани синергетски ефекти позитивно утичу на вредност гудвила насталог у тренутку пословне комбинације.

Поред интерно генерисаног гудвила, другу компоненту гудвила чини садашња вредност синергетских ефеката који настају као последица комбиновања бизниса и нето имовине предузећа која учествују у пословној комбинацији (Johnson & Petrone, 1998; Henning et al., 2000). Овом хипотезом се испитује да ли висина очекиваних синергетских ефеката, повезаних са пословним, инвестиционим и финансијским синергијама, позитивно утиче на висину пренесене накнаде алоциране на гудвил. Потврђивање хипотезе представљало би емпиријску потврду да предузећа стицаоци, у трансакцијама пословних комбинација у Србији, приликом утврђивања висине пренесене накнаде узимају у обзир очекиване синергетске ефекте, као и да гудвил исказан у финансијским извештајима одражава своју економску суштину у оном делу у којем се односи на синергетске ефекте. У дисертацији је потврђено да очекивани синергетски ефекти по основу пословних и инвестиционих синергија позитивно утичу на вредност гудвила насталог у тренутку пословне комбинације, док хипотеза да очекивани синергетски ефекти по основу финансијских синергија

позитивно утичу на вредност гудвила није потврђена. Пословне и инвестиционе синергије, чија се реализација очекује у периодима након трансакције, представљају значајну детерминанту цене коју стицалац плаћа за остваривање контроле над зависним друштвом у пословним комбинацијама у Србији. То значи да су предузећа стицаоци спремна да повећају цену коју плаћају у трансакцији како би стицањем зависног друштва остварили раст прихода, уштеде у трошковима и уштеде услед редукције инвестиција у сталну имовину и нето обртна средства. Резултати истраживања су показали да предузећа стицаоци не узимају у обзир финансијске синергије приликом дефинисања цене коју плаћају у трансакцији. Самим тим, овај тип синергија не чини саставни део гудвила који је исказан у финансијским извештајима домаћих предузећа.

X3: Погоршање индикатора финансијских перформанси стеченог ентитета повећава вероватноћу признавања губитака од обезвређења гудвила и позитивно утиче на висину признатих губитака од обезвређења гудвила.

Како квалитет резултата истраживања која се баве обезвређењем гудвила зависи од укључивања и контролисања утицаја економских фактора обезвређења, овом хипотезом се жели испитати да ли погоршање финансијских перформанси стеченог ентитета у обрачунским периодима након пословне комбинације повећава вероватноћу признавања губитака од обезвређења гудвила, као и да ли између погоршања финансијских перформанси и висине губитака од обезвређења гудвила постоји статистички сигнификантна веза. Наведена хипотеза је тестирана на подзорцима компанија које су примениле стандард МРС 36 и које су одустале од примене поменутог стандарда. Код оних компанија које су приликом накнадног вредновања гудвила примениле МРС 36, финансијске перформансе стеченог ентитета мерене у постаквизиционом периоду представљају кључне предикторе одлука менаџмента о обезвређењу гудвила и висине признатих губитака од обезвређења. Међутим, када су у питању компаније које нису примениле МРС 36, резултати истраживања су показали да финансијске перформансе стеченог ентитета немају утицај на вероватноћу и висину обезвређења гудвила.

X4: Карактеристике пословних комбинација сигнификантно утичу на вероватноћу признавања губитака од обезвређења гудвила и сигнификантно утичу на висину признатих губитака од обезвређења гудвила.

Како обезвређење гудвила може бити предодређено карактеристикама пословних комбинација, независно од утицаја других фактора, тестирањем ове хипотезе жели се испитати да ли је одлука о признавању губитака од обезвређења гудвила, као и висина признатих губитака од обезвређења, детерминисана карактеристикама пословних комбинација које постоје у тренутку саме трансакције. Хипотеза је тестирана на два засебна подзорка која се састоје од компанија које су примениле стандард МРС 36 и компанија које нису примениле наведени стандард приликом накнадног вредновања гудвила. Код компанија које су примениле стандард МРС 36, карактеристике пословних комбинација, које се односе на искуство предузећа стицаоца и преплаћивање у трансакцији, предодређују вероватноћу и висину обезвређења гудвила у периодима након трансакције. Уколико се посматрају компаније које су одступиле од адекватне примене МРС 36, није пронађена веза између карактеристика пословних комбинација и обезвређења гудвила

X5: Дискрециони простор менаџмента у поступку тестирања гудвила на обезвређење сигнификантно утиче на вероватноћу признавања губитака од обезвређења гудвила и сигнификантно утиче на висину признатих губитака од обезвређења гудвила.

Рачуноводствена регулатива повезана са накнадним вредновањем гудвила, због своје комплексности и недовољне прецизности приликом дефинисања одговарајућих правила, оставља менаџменту ентитета потенцијално широк дискрециони простор, што може утицати на коначно доношење одлуке у вези са тим да ли и у којој мери ће гудвил бити обезвређен. Стога је било од посебног интереса испитати да ли менаџери компанија које послују у Србији користе дискрециони простор повезан са тестирањем гудвила на обезвређење и на који начин то утиче на признавање и мерење губитака од обезвређења. У истраживању није идентификован велики значај употребе дискреционог простора менаџмента приликом доношења одлуке о обезвређењу гудвила и обрачунавању губитака од обезвређења, независно од примене стандарда МРС 36.

X6: Негативна вредност интерно генерисаног гудвила стеченог ентитета повећава вероватноћу појаве добитака од повољне куповине.

Позитивна вредност интерно генерисаног гудвила представља показатељ да предузеће више вреди као целина него као прост збир елемената из којих се састоји (Johnson & Petrone, 1998). Самим тим, негативна вредност интерно генерисаног гудвила имплицира да би власници предузећа већи принос остварили уколико би сваки његов имовински део продали појединачно (не узимајући у обзир трансакционе трошкове) него уколико би предузеће продали као целину. Дакле, очекивано је да у трансакцијама пословних комбинација у којима стечени ентитет има негативан интерно генерисани гудвил, тај ентитет буде продат по цени која је испод фер вредности његове нето имовине, односно, да се у таквој трансакцији уместо гудвила јави добитак од повољне куповине, што се овом хипотезом и желело испитати. У дисертацији је потврђена хипотеза да постојање негативне вредности интерно генерисаног гудвила повећава вероватноћу појаве добитака од повољне куповине независно од тога да ли је продаја предузећа реализована кроз поступак стечаја.

X7: Веће учешће имовине чија се фер вредност не може утврдити коришћењем тржишно уочљивих инпута повећава вероватноћу појаве добитака од повољне куповине.

Већа заступљеност имовине чија се фер вредност не може поуздано мерити у укупној имовини стеченог ентитета, може створити значајан дискрециони простор (Ramappa, 2008) који омогућава предузећу стицаоцу да алоцирањем већег дела пренесене накнаде на овакав тип имовине призна добитак од повољне куповине и тиме повећа резултат у својим финансијским извештајима. Поред тога, већа заступљеност имовине чија се фер вредност не може објективно мерити, углавном подразумева да значајан део активе стеченог ентитета чине различити облици сталне имовине, пре свега, нематеријална имовина и некретнине, постројења и опрема. Ово би могло да значи да је основни мотив оваквих пословних комбинација стицање имовине стеченог ентитета, а не његовог пословања, те да се добитак од повољне куповине јавља као последица неадекватног рачуноводственог третмана ових трансакција (пословна комбинација vs. стицање имовине). Овом хипотезом се желело

испитати да ли веће учешће имовине чија се фер вредност не може објективно мерити, на нивоу стеченог ентитета, повећава вероватноћу појаве добитака од повољне куповине у домаћим трансакцијама пословних комбинација. Резултати до којих се дошло у дисертацији потврђују хипотезу да дискрециони простор повезан са вредновањем сталне немонетарне имовине стеченог ентитета повећава вероватноћу настанка добитака од повољне куповине, као и да се у присуству значајног учешћа сталне немонетарне имовине на нивоу зависног друштва, добитак од повољне куповине јавља зато што предузеће стицалац обухвата трансакцију као пословну комбинацију, уместо као стицање имовине.

X8: Већа преговарачка снага стицаоца у односу на стечени ентитет повећава вероватноћу појаве добитака од повољне куповине.

У емпиријским истраживањима, која се наслањају на доктрину неокласичне економске мисли, анализиран је утицај фактора институционалног окружења на перформансе пословних комбинација. Као једна од битних детерминанти премије за преузимање, коју стицалац плаћа како би преузео контролу над стеченим ентитетом, идентификована је преговарачка моћ стицаоца (Rossi & Volpin, 2004). Овом хипотезом се желело испитати да ли већа преговарачка моћ стицаоца у односу на стечени ентитет, под свим осталим једнаким условима, повећава вероватноћу појаве добитака од повољне куповине у трансакцијама пословних комбинација реализованих у Србији. Резултати су показали да искуство стицаоца представља важан неекономски фактор који јача његову преговарачку позицију и позитивно утиче на вероватноћу појаве добитака од повољне куповине, чиме је наведена хипотеза потврђена.

4. Опис садржаја докторске дисертације по поглављима

Дисертација је структурирана у три засебне целине које представљају релативно независна емпиријска истраживања. У првом делу фокус је стављен на анализу детерминанти гудвила насталог у трансакцијама пословних комбинација реализованим у Србији. Други део дисертације се бави индикаторима обезвређења гудвила који је настао у домаћим пословним комбинацијама, уз засебну анализу фактора који утичу на вероватноћу појаве обезвређења гудвила и фактора који утичу на висину признатих губитака од обезвређења. Напокон, у трећем делу дисертације истраживањем су обухваћени фактори који утичу на вероватноћу појаве добитака од повољне куповине који су настали у пословним комбинацијама реализованим у Србији. На самом крају дисертације, истакнути су основни закључци до којих се дошло у оквиру емпиријских истраживања спроведених и приказаних у прва три дела дисертације као и основни доприноси дисертације уз приказ ограничења и будућих праваца истраживања.

Први део дисертације под називом „*Детерминанте гудвила у трансакцијама пословних комбинација у Србији*“ бави се феноменом стеченог гудвила, која представља једну од две величине које се могу јавити као крајња последица рачуноводственог обухватања пословних комбинација и примене методе стицања. Имајући у виду да гудвил представља феномен који прате бројне контроверзе у погледу начина на који се дефинише и начина на који се вреднује, у првом делу дисертације је најпре приказан развој схватања економске

суштине гудвила кроз научну литературу и професионалну праксу. Након тога, у раду је приказан историјски развој регулативе повезане са гудвилком уз истицање специфичности, као и предности и недостатака, које су биле карактеристичне за поједина регулаторна решења. Посебно су представљена и описана рачуноводствена правила повезана са гудвилком која су садржана у актуелном стандарду МСФИ 3 уз приказ потенцијалних будућих праваца у којима се регулатива повезана са пословним комбинацијама и гудвилком може кретати. Након тога, у првом делу дисертације је приказан екстензивни преглед литературе која се бавила анализом детерминанти гудвила уз стављање посебног акцента на оне делове литературе који су се бавили дефинисањем и мерењем интерно генерисаног гудвила и синергетских ефеката, као основних компоненти суштинског гудвила. У посебном сегменту првог дела дисертације детаљно је описан процес селекције пословних комбинација у финални узорак, при чему је извршена детаљна анализа динамике пословних комбинација и вредности гудвила по појединим годинама које су обухваћене анализом, као и фактора који су пресудно утицали на примену, односно, одустајање од примене стандарда МСФИ 3. Након описа узорка, приказан је модел за оцену детерминанти гудвила уз образложење примене одговарајућих методолошких решења и детаљан опис кључних варијабли које су у моделу коришћене. На крају првог дела дисертације представљени су резултати истраживања, најпре у виду прелиминарне статистичке анализе и приказа одабраних дескриптивних статистика, а након тога и кроз оцену модела детерминанти гудвила применом Хекмановог модела селекције.

Други део дисертације под називом „*Индикатори обезвређења гудвила у Србији*“ у фокус ставља накнадно вредновање гудвила и модел садржан у стандарду МРС 36, који се заснива на укидању амортизације и обавезном годишњем тестирању на обезвређење. Како је рачуноводствена регулатива која је повезана са гудвилком прошла кроз различите фазе развоја, које су са собом доносиле различито схватање ове позиције па, самим тим, и њено различито накнадно вредновање, на почетку другог дела дисертације је најпре дат приказ историјског развоја рачуноводствених стандарда и правила која су се примењивала приликом накнадног вредновања гудвила. Посебан акценат је стављен на актуелни стандард МРС 36 и онај његов сегмент који је повезан са накнадним вредновањем гудвила. Такође, у другом делу дисертације су приказани будући правци развоја и потенцијалне измене које се разматрају и очекују у погледу накнадног вредновања гудвила. Након приказа историјског развоја, тренутног стања у регулативи која се бави накнадним вредновањем гудвила, као и очекиваних праваца развоја, у другом делу рада дат је преглед радова који су се бавили испитивањем релевантности и благовремености рачуноводствених информација о обезвређењу гудвила под новом регулативом, као и преглед истраживања која су акценат ставила на детерминанте обезвређења гудвила. Ова друга струја радова је од посебног интереса за дисертацију, будући да се циљеви истраживања и хипотезе које су дефинисане у овом делу дисертације управо односе на испитивање индикатора обезвређења гудвила у Србији. Након описа података и структуре узорка анализирани су фактори који утичу на вероватноћу примене стандарда МРС 36. На овај начин се жели испитати да ли се фактори примене овог стандарда разликују од фактора примене стандарда МСФИ 3 који се примењује приликом иницијалног вредновања гудвила. Након тога, у посебном сегменту рада представљене су различите технике пенализованих регресија које су коришћене за

оцене модела којим се испитују индикатори обезвређења гудвила, а које према досадашњим сазнањима, нису биле коришћене у радовима из ове области. Када је у питању сама анализа индикатора обезвређења гудвила, она је у дисертацији спроведена на одвојеним подзорцима компанија које су примениле и које нису примениле МРС 36, како би се испитало да ли се резултати до којих се долази разликују у зависности од примене релевантне регулативе приликом накнадног вредновања гудвила. Такође, анализа подразумева посебно испитивање фактора који утичу на вероватноћу појаве обезвређења гудвила и фактора који утичу на висину признатих губитака од обезвређења гудвила. На крају другог дела дисертације приказани су резултати пенализоване логистичке и тобит регресије уз објашњење значаја селектованих варијабли и квантификовање предиктивне моћи наведених модела.

Трећи део дисертације под називом „Добици од повољне куповине у трансакцијама пословних комбинација у Србији“ у фокус ставља добитак од повољне куповине који се јавља у трансакцијама у којима је фер вредност пренесене накнаде мања од фер вредности нето имовине стеченог ентитета. Добитак од повољне куповине повећава укупне приходе предузећа стипендијера. Рачуноводствена регулатива стоји на становишту да, осим уколико није реч о принудној продаји предузећа, добитак од повољне куповине нема јасно економско утемељење те да, самим тим, представља последицу пропуста који су начињени у процесу алокације пренесене накнаде. Из тог разлога, у рачуноводственом стандарду МСФИ 3 се наводи да, пре признавања добитака од повољне куповине, треба извршити ревизију свих фаза процеса алокације пренесене накнаде. Како је рачуноводствени третман добитака од повољне куповине (негативног гудвила), од свог увођења у регулативу до данас, претрпео бројне измене на почетку трећег дела дисертације приказан је историјски развој регулативе који се односи на ову рачуноводствену ставку. Након тога, дат је преглед релевантних истраживања која су се бавила добицима од повољне куповине, која су се приликом испитивања релевантности и разлога настанка добитака од повољне куповине доминантно ослањала на методологије студија догађаја и анализе садржаја. У наставку трећег дела дисертације приказан је описа узорка и стандардни модел бинарног избора за оцену фактора вероватноће настанка добитака од повољне куповине. На крају овог дела дисертације представљени су резултати истраживања, најпре у виду прелиминарне статистичке анализе и приказа одабраних дескриптивних статистика, а након тога и кроз оцену модела бинарног избора.

На самом крају дисертације приказани су закључци до којих се дошло у оквиру емпиријских истраживања спроведених и приказаних у прва три дела дисертације, као и основни теоријско-методолошки доприноси дисертације уз приказ ограничења и будућих праваца истраживања.

5. Методе које су примењене у истраживању

У дисертацији су примењене методе које се стандардно користе у научно-истраживачким радовима, као што су метод индукције и дедукције, метод анализе и синтезе, метод апстракције и конкретизације, метод класификације и метод дескрипције. Њихова примена је првенствено срачуната на систематизацију досадашњих знања из области пословних комбинација, гудвила и добитака од повољне куповине.

Поред тога, у дисертацији су коришћене различите економетријске технике које се заснивају на моделима упоредних података које треба да идентификују факторе који утичу на висину и структуру гудвила, вероватноћу признавања и висину губитака од обезвређења гудвила као и разлоге појаве добитака од повољне куповине у трансакцијама пословних комбинација у Србији. Стога су у тези примењене следеће економетријске технике: модел бинарног избора за корекцију пристрасности настале приликом избора података у узорак (Хекманов модел селекције), пробит и логит модели бинарног избора, модели у којима постоји ограничење зависне променљиве и модели пенализоване регресије. Поред тога, у сегментима дисертације који се осврћу на квалитет финансијског извештавања о пословним комбинацијама у Србији примењена је анализа садржаја: анализа напомена уз финансијске извештаје и анализа извештаја независног ревизора.

У делу дисертације који се бави анализом детерминанти гудвила, коришћен је Хекманов модел селекције. Да би нека пословна комбинација била укључена у финални узорак, неопходно је да стицалац приликом њеног рачуноводственог обухватања примени МСФИ 3. Самим тим, из финалног узорка су искључене све оне пословне комбинације у којима је исказан гудвил, а приликом чијег рачуноводственог третмана није примењена релевантна рачуноводствена регулатива. Имајући то у виду, поставља се питање да ли фактори који утичу на одлуку предузећа стицаоца да приликом рачуноводственог обухватања пословних комбинација примени МСФИ 3 утичу на висину гудвила и изворе његовог настанка. Занемаривање процеса селекције пословних комбинација у узорак може довести до неслучајног узорка, пристрасности резултата и погрешних закључака у вези са структуром и факторима који утичу на висину гудвила. Из тог разлога, у овом делу дисертације коришћен је Хекманов модел селекције. Овај модел, се заснива на техници двостепеног оцењивања и подразумева да се у првом кораку, применом пробит анализе, оцењује једначина избора података у узорак (enl. *selection equation*) да би се, затим, у другом кораку, применом методе обичних најмањих квадрата оценила основна једначина (енгл. *outcome equation*), која укључује и оцену инверзног Миллсовог количника добијену оцењивањем пробит модела који објашњава селекцију. На тај начин проверава се постојање пристрасности приликом селекције јединица посматрања у узорак и спроводи се корекција која уважава неслучајни избор података у узорак.

За потребе оцењивања детерминанти вероватноће обезвређења гудвила у раду се пошло од стандардног модела бинарног избора. Међутим, приликом оцене овако дефинисаног модела идентификован је проблем који се односи на фигурирање великог броја регресора у односу на величину узорка, познат као проблем прекомерне усклађености (енгл. *overfitting*). Ово је у истраживању даље довело до појаве комплетног раздвајања (енгл. *complete separation*) чиме је онемогућено да се применом методе максималне веродостојности добију оцене

модела. Имајући у виду описане изазове методолошке природе повезане са применом класичне логистичке регресије, у дисертацији је, уместо тога, коришћен модел пенализоване логистичке регресије. Конкретно, за потребе оцењивања модела којим се испитују фактори вероватноће обезвређења гудвила коришћена је *LASSO* техника регуларизације. На овај начин, врши се селекција варијабли из полазног модела која омогућава добијање редукованог модела са знатно бољим статистичким карактеристикама и већом тачношћу предвиђања. Употреба *LASSO* логистичке регресије треба да обезбеди селекцију најзначајнијих варијабли које се могу користити у циљу што прецизније класификације јединица посматрања у одређену бинарну категорију 0 (гудвил није обезвређен) или 1 (гудвил је обезвређен).

Како је један од циљева дисертације анализа фактора који утичу на висину губитака од обезвређења гудвила, за ове потребе је првобитно разматрана примена модела у којима постоји ограничење зависне променљиве, односно, у којима је функција расподеле зависне променљиве цензурисана. Имајући у виду да је зависна променљива дефинисана као проценат смањења иницијалне вредности гудвила, у свим оним ситуацијама у којима предузећа нису признала губитке од обезвређења, вредност зависне променљиве биће једнака нули. Дакле, када се идентификује да предузеће није извршило обезвређење гудвила, то значи да је проценат обезвређења гудвила једнак нули и да зависна варијабла којом се мери проценат обезвређења гудвила узима вредност нула. Међутим, иза вредности нула може се крити чињеница: (а) да је вредност гудвила остала у потпуности непромењена у односу на претходни обрачунски период, када вредност зависне променљиве заиста одражава стварно стање у погледу висине обезвређења гудвила или (б) да се вредност гудвила повећала у односу на претходни обрачунски период што, због ограничења у рачуноводственој регулативи и примени принципа опрезности, није могуће признати у финансијским извештајима предузећа. У другом поменутом случају, вредност зависне променљиве биће једнака нули само због тога што није могуће идентификовати и мерити за колико се вредност гудвила повећала (негативна вредност обезвређења). Самим тим, зависна варијабла којом се мери обезвређење гудвила је цензурисана у лево (вредности зависне променљиве испод нуле није могуће посматрати), што би значило да се применом метода обичних најмањих квадрата добијају пристрасне оцене које потцењују стварне вредности параметара. У оваквим околностима, бољу алтернативу, која даје квалитетније оцене модела, представља примена тобит регресије са зависном варијаблом која је цензурисана у лево.

Поред свих предности класичне тобит регресије које постоје у ситуацијама у којима је зависна променљива цензурисана, она не може решити проблем присуства великог броја регресора у моделу који је идентификован на нивоу анализираног узорка. Овај проблем познат као прекомерна усклађеност модела доводи до тога да оцене модела постају нестабилне, односно, да мале варијације у подацима (додавање или одузимање појединачних опсервација) и величини узорка изазивају значајне промене у вредности оцењених коефицијената. Оцене које се добијају применом стандардног тобит модела остају непристрасне али њихова варијанса расте што негативно утиче на тачност предвиђања. Из тог разлога у истраживању је примењен модел пенализоване тобит регресије (Alhamzawi, 2020) који, према нашим сазнањима, није примењиван у радовима из

ове области. Као и у случају пенализоване логистичке регресије, која је примењена у претходном делу рада, и код пенализоване тобит регресије је, од три могуће технике регуларизације, изабрана *LASSO* техника регуларизације.

У делу дисертације који се бави испитивањем фактора који утичу на појаву добитака од повољне куповине, трансакције пословних комбинација су подељене у две групе: (1) трансакције у којима је обрачунат добитак од повољне куповине и (2) трансакције у којима је исказан гудвил. За разлику од другог дела дисертације у којем је за потребе оцењивања фактора вероватноће обезвређења гудвила примењивана техника пенализоване логистичке регресије, у овом делу је за потребе испитивања фактора који утичу на вероватноћу појаве добитака од повољне куповине коришћен стандардни модел бинарног избора - логит модел. Како је број регресора у полазном моделу значајно мањи од броја опсервација у узорку, могућност појаве прекомерног усклађивања је елиминисана. Корелисаност између варијабли модела није велика, што имплицира одсуство појаве штетне мултиколинearности. Такође, поред тога што је важно добити модел који омогућава што већу тачност предвиђања појаве добитака од повољне куповине, од посебног интереса је испитати како различити економски и некономски фактори утичу на вероватноћу појаве ове величине. Из свега претходно наведеног произилази да је, приликом анализе извора настанка добитака од повољне куповине, адекватније користити стандардни логит модел у односу на неку од варијанти пенализованих логистичких регресија.

Како би се проверио квалитет модела бинарних избора који су примењени у дисертацији, коришћене су неке од савремених економетријских техника (Breiman et al., 1984; Esarey & Pierce, 2012, Friedman et al., 2014; Pereira et al., 2015; Therneay et al., 2015) за које се сматра да отклањају бројне недостатке показатеља квалитета модела бинарног избора уочених у истраживањима из области друштвених наука. Неке од техника које су коришћене показују у којој мери се вероватноће појављивања неког догађаја добијене на бази дефинисаног модела поклапају са уоченом учесталошћу појављивања неког догађаја у узорку истовремено детектујући потенцијалне проблеме повезане са спецификацијом модела (енгл. *heat map plot*, *heat map statistic*) (Esarey & Pierce, 2012). Такође, за потребе провере предиктивне моћи модела бинарних избора коришћена је специфична техника унакрсне валидације (енгл. *k-Fold Cross Validation*). Овакав поступак је бољи у односу на стандардну технику мерења тачности предвиђања према којој се подаци из узорка, према одговарајућој пропорцији, поделе у две групе, једну која се користи за оцењивање и другу која се користи за поређење предвиђених и постојећих исхода. Проблем је што се на овај начин, одређеним опсервацијама из узорка, само једном даје могућност да се нађу у групи за оцењивање, односно, у групи за тестирање, чиме резултати постају пристрасни и мање прецизни. Заправо, на овај начин се губи информативна моћ опсервација из узорка која се може користити приликом провере тачности предвиђања модела. Техника унакрсне валидације решава наведене проблеме. Наиме, унакрсна валидација је поступак поновног узорковања који се користи за процену квалитета предиктивне моћи модела на узорку са ограниченим бројем података. Ова процедура функционише тако што се најпре све јединице посматрања које чине полазни узорак насумично распореде у k група. Свака од дефинисаних група се посматра као скуп непознатих опсервација над којим се врши предвиђање док преосталих $k-1$ група чине познате јединице посматрања над којима се врши оцењивање. Фактички,

кроз поступак поновног узорковања проверава се тачност предвиђања за k насумично дефинисаних модела да би се на крају обрачунао просечан скор који служи као показатељ тачности предвиђања финалног модела.

6. Остварени резултати и научни допринос

Докторска дисертација кандидата Милутина Живановића даје систематичан приказ досадашњих знања из области пословних комбинација, гудвила и добитака од повољне куповине. Кандидат је остварио значајне научне доприносе, што презентујемо у наставку овог реферата. Доприноси ће бити приказани сегментирано по појединим деловима дисертације у оквиру којих су спроведена емпиријска истраживања која су у фокусу имала детерминанте стеченог гудвила у домаћим пословним комбинацијама, индикаторе обезвређења гудвила и факторе вероватноће настанка добитака од повољне куповине у домаћим пословним комбинацијама.

У наставку ће најпре бити истакнути основни доприноси првог дела дисертације у којем су анализирани детерминанте гудвила у трансакцијама пословних комбинација реализованим у Србији у периоду 2006 – 2018. година.

1) Према досадашњим сазнањима, ово је пионирско емпиријско истраживање које се бавило анализом детерминанти гудвила у трансакцијама пословних комбинација које су реализоване у Србији.

2) Посебан методолошки допринос дисертације може се сагледати у домену дефинисања и мерења варијабли које су коришћене у моделу којим се оцењују детерминанте гудвила. Доминантним коришћењем рачуноводствених података уместо података са тржишта капитала, што у оваквом типу истраживања до сада није идентификовано, омогућено је: (1) да се анализа детерминанти гудвила спроводи на нивоу свих пословних комбинација које су третиране у складу са МСФИ 3, независно од правне форме и величине предузећа која у њима учествују; (2) да се анализа детерминанти гудвила спроводи у свим земљама независно од нивоа развијености и степена ефикасности тржишта капитала (3) да се отклони утицај који други догађаји и опште стање на финансијским тржиштима могу имати на кретање цена и приноса на акције па, самим тим, и на анализу детерминанти гудвила и (4) да се изврши усклађивање између перспектива из којих се посматрају и мере зависна и објашњавајуће варијабле (перспектива менаџмента предузећа) чиме се побољшава квалитет истраживачког дизајна и валидност добијених резултата.

3) У досадашњим истраживањима која су се бавила анализом компоненти и детерминанти гудвила, занемарен је утицај примене прописане регулативе на резултате истраживања и закључке који се на основу њих доносе. Допринос дисертације огледа се у томе што је, применом технике ручног прикупљања података из напомена уз ревидиране консолидоване извештаје, омогућено да се анализа детерминанти гудвила спроведе искључиво на узорку пословних комбинација код којих је идентификована адекватна примена стандарда МСФИ 3. На овај начин је контролисан утицај одступања од прописане регулативе на резултате оцењеног модела. Резултати су показали да је, услед пропуста који су направљени приликом процеса алокације пренесене накнаде, вредност гудвила у трансакцијама на које није примењен МСФИ 3 прецењен. То значи да би укључивање свих пословних комбинација у узорак, независно од примене регулативе, довело до погрешних закључака у

вези са утицајем различитих детерминанти на вредност гудвила, чиме је методолошки поступак који је примењен приликом дефинисања узорка оправдан.

4) Дефинисањем примене стандарда МСФИ 3 као основног критеријума за избор пословних комбинација у узорак створен је потенцијални проблем неслучајног узорка. Применом методе обичних најмањих квадрата на модел којим се испитују детерминанте гудвила уз апстраховање описаног проблема добијају се пристрасне оцене параметара што као крајњу последицу има неадекватне закључке у погледу детерминанти гудвила. Из тог разлога је у дисертацији коришћен Хекманов модел двостепеног оцењивања који омогућава корекцију основног модела за неслучајни избор података у узорак, што представља значајан методолошки допринос дисертације. Резултати истраживања су показали оправданост примене наведеног модела.

5) У истраживањима која су се бавила емпиријском анализом структуре гудвила, интерно генерисани гудвил је готово увек мерен коришћењем података са тржишта капитала. У дисертацији су за потребе мерења интерно генерисаног гудвила алтернативно коришћена три различита показатеља, која до сада нису била примењивана у оваквом типу истраживања, што представља значајан методолошки допринос дисертације. Коришћени су следећи показатељи: Обрачуната нематеријална вредност, Добитак од интелектуалног капитала и Коефицијент додате вредности интелектуалног капитала. Како се наведени показатељи углавном везују за вредновање појединачних ставки интелектуалног капитала, посебан теоријско-методолошки допринос дисертације представљају одговарајуће модификације оригиналних показатеља, како би се обезбедило њихово усклађивање са природом и суштином интерно генерисаног гудвила.

6) Радови који су се до сада бавили емпиријском анализом структуре гудвила, посматрају и мере синергетске ефекте коришћењем комбинованих кумулативних абнормалних приноса стицаоца и стеченог ентитета или путем премије за преузимање. На овај начин је анализа ограничена само на пословне комбинације у којима учествују листиране компаније, при чему се полази од претпоставке да је тржиште капитала способно да на бази расположивих информација адекватно процени синергетске ефекте. Поред тога, оваквим мерењем синергетских ефеката анализа је ограничена искључиво на укупне синергетске ефекте, без могућности идентификовања њихових појединачних извора. Како би се испитало да ли синергетски ефекти представљају значајну детерминанту гудвила, у дисертацији је њихова висина мерена употребом рачуноводствених индикатора перформанси. Тиме се омогућава да се засебно анализира утицај пословних, инвестиционих и финансијских синергија, као појединачних компоненти укупних синергетских ефеката, на висину гудвила, што према досадашњим сазнањима није примењивано у оваквом типу истраживања и представља посебан допринос дисертације.

7) На крају, посебан допринос дисертације представља свеобухватна анализа квалитета финансијског извештавања о пословним комбинацијама у Србији, као и оцена фактора који утичу на вероватноћу примене стандарда МСФИ 3 и МРС 36 од стране компанија које послују у Србији.

Када је у питању други део дисертације, који је у фокусу имао индикаторе обезвређења гудвила у Србији, у њему су остварени следећи научни доприноси:

1) Ово је, према нашим сазнањима, прво истраживање у којем су за потребе оцењивања модела којим се испитују детерминанте обезвређења гудвила коришћене технике пенализоване логистичке и тобит регресије што представља значајан методолошки допринос дисертације. На овај начин је омогућено добијање модела са пожељним економетријским својствима и високом предиктивном снагом у условима постојања великог броја регресора и малог броја јединица посматрања у узорку.

2) Ово је, према нашим сазнањима, прво истраживање које је анализирано индикаторе обезвређења гудвила на одвојеним узорцима, у зависности од тога да ли су компаније приликом накнадног вредновања гудвила примениле МРС 36, при чему је показано да се фактори обезвређења гудвила налазе под утицајем регулативе, као и да се закључци у вези са детерминантама обезвређења гудвила значајно разликују у зависности од тога која група компанија се анализира што представља значајан допринос дисертације. Овим се указује на важност претходне провере квалитета података приликом избора јединица посматрања у узорак и анализе фактора који утичу на обезвређење гудвила.

3) Значајан допринос дисертације огледа се у томе што је ово прво истраживање које се бавило анализом индикатора обезвређења гудвила у Србији. Резултати су показали да, код компанија које примењују МРС 36, финансијске перформансе стеченог ентитета и карактеристике пословних комбинација, имају значајну улогу приликом предвиђања одлуке менаџмента о обезвређењу гудвила и процента обезвређења гудвила, док употреба дискреционог простора менаџмента у поступку тестирања гудвила на обезвређење није идентификована. Код компанија које нису примениле МРС 36, одлуке менаџмента о обезвређењу и проценту обезвређења гудвила представљају случајан процес без јасне правилности што доводи то тога да вредност имовине и периодичног резултата ових предузећа варира као последица одлука које немају утемељење у економској реалности пословања предузећа и факторима који су идентификовани у рачуноводственој и економској литератури, чиме је квалитет консолидованих финансијских извештаја и одлука које се на основу њих доносе доведен у питање. Овакав налаз може служити домаћим регулаторним и надзорним телима као потврда да је простор за унапређење у погледу примене регулативе која се односи на накнадно вредновање гудвила значајан.

На крају, значај трећег дела дисертације који се бави испитивањем фактора који утичу на настанак добитака од повољне куповине може се представити кроз следеће доприносе:

1) Ово је, према нашим сазнањима прво емпиријско истраживање, глобално посматрано, које се бавило испитивањем фактора вероватноће настанка добитака од повољне куповине, уз јасно раздвајање утицаја економских фактора од утицаја неекономских фактора што представља значајан допринос дисертације.

2) Резултати су показали да добитак од повољне куповине настаје као последица комбинованог дејства економских фактора, који су повезани са стечајем и непрофитабилним пословањем стеченог ентитета, и неекономских фактора, који су повезани са јаким преговарачком позицијом предузећа стицаоца и употребом дискреционог простора менаџмента. Резултати су такође показали да добитак од повољне куповине не мора настати као искључива последица принудне продаје предузећа, као и да добици од

повољне куповине који постоје у домаћим финансијским извештајима не представљају добитке који су искључиво повезани са повољном куповином већ могу представљати последицу коришћења дискреционог простора менаџмента, што јесу значајни доприноси дисертације.

7. Закључак и предлог Комисије

Након анализе докторске дисертације Милутина Живановића, под називом „Анализа гудвила и добитака од повољне куповине у трансакцијама пословних комбинација – случај Србије”, Комисија оцењује да је кандидат, користећи релевантну научну методологију и опсежну литературу, успешно обрадио предложену тему. Докторска дисертација је урађена у складу са пријавом која је одобрена од стране Наставно-научног већа Економског факултета Универзитета у Београду и Већа научних области правно-економских наука Универзитета у Београду, како у погледу предмета, циља и метода истраживања, тако и у погледу садржаја. Комисија констатује и да је остварен циљ истраживања и да је докторска дисертација резултат оригиналног и самосталног научног рада кандидата. У том смислу, можемо рећи да је кроз теоријска разматрања, емпиријску анализу и резултате дисертације кандидат остварио значајне доприносе који се односе на специфична теоријско-методолошка решења и налазе до којих се дошло приликом анализе структуре и извора гудвила, индикатора обезвређења гудвила и фактора који утичу на појаву добитака од повољне куповине .

На основу свега изложеног, имајући у виду квалитет, значај теме, добијене резултате и научни допринос докторске дисертације кандидата **Милутина Живановића**, под називом **„Анализа гудвила и добитака од повољне куповине у трансакцијама пословних комбинација – случај Србије”**, Комисија предлаже Наставно-научном већу Економског факултета Универзитета у Београду да **одобри њену јавну одбрану**.

Београд, 19.04.2022

Чланови комисије:

проф. др Мирослав Тодоровић

др Марија Пантелић, ванр. проф.

др Дејан Спасић, ванр. проф.

др Александра Анић, доцент

проф. др Тадија Ђукић