

УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ У НИШУ
НАСТАВНО НАУЧНОМ ВЕЋУ

Одлуком Наставно-научног већа Економског факултета у Нишу бр. 04-3327 од 08.11.2014. године, одређени смо за чланове Комисије за оцену и одбрану докторске дисертације кандидата мр Маје Илић-Пуповац под називом **“ДОДАТА ЕКОНОМСКА ВРЕДНОСТ У ФУНКЦИЈИ УТВРЂИВАЊА КОМПЕНЗАЦИОНИХ СИСТЕМА У ПРЕДУЗЕЋУ”** о чему подносимо следећи

ИЗВЕШТАЈ

Докторска дисертација кандидата мр Маје Илић-Пуповац под називом **“ДОДАТА ЕКОНОМСКА ВРЕДНОСТ У ФУНКЦИЈИ УТВРЂИВАЊА КОМПЕНЗАЦИОНИХ СИСТЕМА У ПРЕДУЗЕЋУ”** обрађена је на 211 страна, са 27 слика, 34 табела и списком коришћене литературе од 170 референци. Поред уводних разматрања (1-7 стр.), дисертација обухвата четири дела и то - први део под насловом **ОСНОВЕ КОМПЕНЗАЦИОНИХ СИСТЕМА** (8-39 стр.), други део **КОНЦЕПТ ДОДАТЕ ЕКОНОМСКЕ ВРЕДНОСТИ** (40-100 стр.), трећи део **МОГУЋНОСТ ПРИМЕНЕ КОНЦЕПТА ДОДАТЕ ЕКОНОМСКЕ ВРЕДНОСТИ У РАЗВИЈАЊУ КОМПЕНЗАЦИОНОГ СИСТЕМА У ПРЕДУЗЕЋУ** (101-138 стр.), четврти део **КОМПАРАЦИЈА КОМПЕНЗАЦИОНИХ СИСТЕМА ЗАСНОВАНИХ НА ФИНАНСИЈСКИМ ПЕРФОРМАНСАМА И НА КОНЦЕПТУ ДОДАТЕ ЕКОНОМСКЕ ВРЕДНОСТИ** (139-186 стр.), као и закључак, литературу, прилоге (за скраћенице, библиографију слика и табела, упитник за структурирани интервју), биографију и изјаве аутора (187-211). Комисија констатује да је садржај докторске дисертације сагласан са садржајем који је наведен код пријављивања и доношења Одлуке о усвајању теме за докторску дисертацију.

У *уводним разматрањима* кандидат истиче значај, сложеност и актуелност изабраног подручја истраживања. Након тога, указује на проблематику на којој ће се истраживање фокусирати, дефинише предмет и циљеве истраживања. Кандидат у уводном делу одређује хипотезе, концепцију и структуру истраживања и примењену научну методологију.

Предмет истраживања у докторској дисертацији је сагледавање могућности примене додате економске вредности при утврђивању компензационих система у предузећу, домета у развоју компензационих система базираних на додатој економској вредности у предузећима развијених земаља, као и могућности примене наведеног компензационог система у предузећима на подручју Републике Србије. Полазећи од основних поставки, елемената и врста компензационих система, с једне и концепта додате економске вредности, с друге стране, у дисертацији су разматране могућности примене концепта додате економске вредности у развијању компензационог система у предузећу. Успешна имплементација концепта додате економске вредности у креирању компензационих система захтева пажљиво дефинисање подстицајног плана. Имајући то у виду, временом је дошло до унапређења постојећег подстицајног плана

заснованог на додатој економској вредности, по ком годишњи бонус обухвата циљни бонус по основу оствареног износа додате економске вредности и проценат од износа промена у додатој економској вредности изнад њеног очекиваног износа. Основна претпоставка компензационог система заснованог на додатој економској вредности јесте да не постоји ограничење бонуса тј. доње или горње границе бонуса. Бонуси на основу овог компензационог система се не мењају сваке године, већ се дефинишу за три до пет година. Главни недостатак овог бонус система, а и већине других, је могућност да се у кратком временском периоду остваре високи бонуси на рачун дугорочних резултата предузећа. Међутим, потенцијални начин за превазилажење овог проблема налази се у коришћењу бонус банке. Бонус банка омогућава исплату дела оствареног бонуса само у случају да се у наредном периоду оствари повећање додате економске вредности. Поред тога, бонус банка помаже у задржавању менаџера са високим перформансама, јер њихов одлазак подразумева губитак дела неисплаћених бонуса.

На основу изведених теоријских импликација кандидат је упоредио примену традиционалних компензационих система и оних заснованих на концепту додате економске вредности у развијеним земљама. Такође, спровео је истраживање у вези изградње компензационих система у одабраним привредним ентитетима у Србији, а потом на примеру конкретног предузећа применио концепт додате економске вредности у развијању његовог компензационог система. То је омогућило компарацију постојећег компензационог система у одабраном предузећу са компензационим системом креираним на бази додате економске вредности и извођење закључака о предностима новокреираног система у награђивању запослених.

За истраживање датог проблема и остваривање циљева овог рада коришћен је методолошки приступ анализе који је био у функцији постизања очекиваних резултата. У циљу спровођења објективног истраживања, утврђивања узрочно-последичних односа појава које се истражују и тестирања хипотеза, у дисертацији су примењене следеће методе: дескрипција, индуктивна метода, дедуктивна метода, анализа и синтеза, статистичке методе (Fisher-ов тест и тест на основу нормалног распореда), компаративна метода, верификациона метода и метода генерализације.

У *првом делу* под називом **ОСНОВЕ КОМПЕНЗАЦИОНИХ СИСТЕМА** кандидат разматра теоријске основе награђивања запослених кроз дефинисање значаја компензација за привлачење, задржавање и мотивисање запослених, са једне стране и за остваривање примарних циљева предузећа, са друге стране. Уколико се пође од тога да је основни циљ пословања савремених предузећа максимизација вредности за власнике, тада би адекватно дефинисање и реализација компензационог плана значајно утицали на подстицај запослених ка остваривању тог циља и избегавање потенцијалних конфликта на релацији власници-менаџери. Да би се избегли поменути конфликти неопходно је дефинисати одговарајуће компензационе системе, који ће деловати стимулативно на менаџере.

Имајући у виду да компензације запосленима, поред основне зараде, обухватају и друге финансијске и нефинансијске накнаде, у овом делу су приказани елементи компензационих система. Тако кандидат најпре износи мишљења различитих аутора о елементима компензационих пакета. По Murph-у надокнаде запосленима подељене су у два дела: финансијске надокнаде тј. директни подстицаји (основна плата, промењиви бонуси, право куповине акција по повлашћеним ценама, пензије и сл.) и нефинансијске стимулације тј. индиректни подстицаји (добра, одмор, попуст за куповину производа и услуга предузећа и сл.). Уважавајући начине примања и коришћења компензација, према ауторима Крстић и Секулић, компензације су диференциране на: директне и индиректне компензације. Директне компензације обухватају компензације на бази

фиксних критеријума (основна плата и зарада према годинама радног стажа) и компензације на бази варијабилних (стимулативних) критеријума (повишица плате, стимулације-бонуси, провизије и опције на акције). Индиректне компензације обухватају програме заштите, плаћена одсуства и погодности као немонетарне бенефиције. У дисертацији је дат и приказ елемената компензационих система према Jensen-у и Meckling-у, који сматрају да се компензације састоје од фиксних и променљивих компоненти. Фиксне компоненте компензација, као што су основне плате и пензије, укључене су у компензације да смање ризик и да гарантују одређени животни стандард запосленима, док су променљиве компоненте накнада засноване на перформансама укључене ради усклађивања интереса менаџмента и акционара. Имајући у виду мишљење претходних аутора кандидат издваја као најважније елементе компензација: основну плату, стимулације, додатне погодности и разне врсте бенефиција. Истражујући заступљеност различитих елемената компензација топ менаџера у шеснаест земаља света кандидат закључује: прво, укупан ниво компензација менаџерима укључује основну плату, бонусе, опције и друге дугорочне подстицаје, бенефиције и друге погодности; друго, проценат основних плата у укупном износу компензација је мањи од 50%; треће, САД има највеће компензационе пакете (учешће основних плата је испод једне трећине укупних компензација, варијабилни бонуси су нешто изнад половине основних плата, док је учешће опција и других дугорочних компензација изузетно високо, посматрано и као учешће у укупним компензацијама у САД, али и у односу на исту врсту компензација у другим земљама; с обзиром да је дисперзија власништва највише изражена у САД, поменута структура и висина компензација може условити ослањање на краткорочне подстицаје, што ће у коначној инстанци угрозити дугорочне интересе власника тј. максимизацију њиховог богатства).

Након тога, кандидат разматра значај избора перформанси за утврђивање компензационих система и врсте компензационих система према различитим критеријумима. У том смислу је дат критички осврт на индивидуалне и групне компензационе системе, а затим је дато стручно разматрање традиционалних компензационих система заснованих на перформансама које базирају на концепту рачуноводственог резултата (финансијским перформансама) и савремених компензационих система утемељених на перформансама које базирају на концепту cash flow-а (новчаним токовима) и концепту економског резултата тј. концепту додате економске вредности. Ефикасан систем награђивања запослених треба да допринесе изједначавању индивидуалних циљева запослених са циљевима власника, у кратком и дугом временском периоду, као и адекватној алокацији подстицаја на појединце и учеснике тима. Изградња адекватног система награђивања у предузећу треба да допринесе усмеравању понашања менаџера и других запослених у правцу континуираног побољшања перформанси пословања предузећа и стварања вредности за власнике. То захтева да компензациони систем буде заснован на мерилима перформанси значајним за власнике. Одабрана мерила перформанси треба да омогуће утврђивање доприноса менаџера оствареном успеху и ниво адекватних финансијских и нефинансијских подстицаја који могу бити значајни за приближавање циљева менаџера и власника, а тиме и смањење агенцијских трошкова.

У *другом делу* докторске дисертације **КОНЦЕПТ ДОДАТЕ ЕКОНОМСКЕ ВРЕДНОСТИ** кандидат указује на историјске корене концепта додате економске вредности и његове најзначајније карактеристике. Категорија додате економске вредности представља развијени облик резидуалне добити тј. економског профита који преостане када се из добити (профита) покрију сви оперативни трошкови и трошкови капитала. Додата економска вредност (Economic Value Added - EVA) се јавља 90-тих

година XX века када је патентирана као "проналазак" Sterna i Stewart&Co и слична је економском профиту, уз укључивање бројних модификација рачуноводствених података при обрачу. EVA представља разлику између пословне (оперативне) добити након опорезивања (NOPAT) и трошкова капитала предузећа.

Кандидат истиче да су током времена развијена два приступа за израчунавање EVA показатеља: пословни и финансијски приступ. Према пословном приступу EVA представља разлику између нето оперативног профита након опорезивања и просечне пондерисане цене инвестираног капитала, док према финансијском приступу EVA представља разлику између стопе на укупно инвестирани капитал и просечне пондерисане цене капитала помножене са инвестираним капиталом. Специфичности EVA показатеља су да представља: меру приноса на укупно инвестирани капитал (сопствени и позајмљени), меру са карактером готовинског приноса, меру приноса која подразумева покривање трошкова укупно ангажованог капитала по његовој просечној цени.

Путем дефинисања корака за утврђивање додате економске вредности сагледани су основни елементи од утицаја на EVA концепт: нето оперативни профит након опорезивања, инвестирани капитал, принос на укупно инвестирани капитал и трошкови капитала. Имајући у виду елементе од утицаја на концепт додате економске вредности, могуће је деловати у правцу њиховог побољшања. Процена додате економске вредности почиње израчунавањем пословне (оперативне) добити на основу финансијских извештаја и њеним подешавањем како би боље одражавала резултате предузећа и представљала основицу за израчунавање компензација запосленима. Разлика између оперативне добити и трошкова капитала представља процену економске добити предузећа, односно додату економску вредност. Посебан сегмент овог дела бави се прилагођавањем рачуноводствених података концепту додате економске вредности. Прилагођавањем рачуноводствених података омогућава се конвертовање рачуноводствене добити у економску добит, која представља основу за израчунавање додате економске вредности. Као најзначајнија и најчешће коришћена прилагођавања рачуноводствених података концепту додате економске вредности помињу се: прилагођавање амортизације основних средстава, прилагођавање преузимања, прилагођавање пословног закупа, прилагођавање трошкова истраживања и развоја, прилагођавање трошкова резервисања, прилагођавање стратешки значајних инвестиција, прилагођавање трошкова маркетинга и образовања, обрачунавање пореза по основу добитка и ставке које се не односе на основну делатност предузећа. Такође, поред предложених рачуноводствених модификација приказан је и њихов утицај на инвестирани капитал и нето пословни (оперативни) профит након опорезивања, што је испраћено и презентовано практичним примером. Последњом тачком овог дела апострофирани су предности и недостаци концепта додате економске вредности, као и могућности примене EVA концепта у процесу управљања предузећем, првенствено за сагледавање успешности пословања предузећа, вредновање стицања, постављање циљева и креирање стратегија у предузећу, алокацију ресурса између организационих јединица развој компензационих система, извештавање о оствареном успеху.

Трећи део под називом **МОГУЋНОСТ ПРИМЕНЕ КОНЦЕПТА ДОДАТЕ ЕКОНОМСКЕ ВРЕДНОСТИ У РАЗВИЈАЊУ КОМПЕНЗАЦИОНОГ СИСТЕМА У ПРЕДУЗЕЋУ** се бави теоријским истраживањем и анализом могућности примене EVA концепта у развијању компензационих система у предузећу у циљу усклађивања интереса менаџера (топ менаџера и менаџера средњег нивоа) са интересима власника капитала. Кандидат полази од тога да је EVA концепт погодан као основа за награђивање менаџера, и као такав делује подстицајно на њих у циљу максимизације вредности за власнике.

У овом делу се најпре теоријски разматра развијање компензационог система на бази EVA концепта у предузећу са основним елементима у виду компензационе шеме, бонус плана и бонус банке, заснованим на концепту додате економске вредности. За реализацију четири примарна циља компензација - усклађивање интереса менаџера и акционара, вредносни левериџ, задржавање запослених и ограничење трошкова акционара) и њиховог доприноса максимизацији вредности за власнике, неопходно је креирати адекватан систем подстицаја. У том смислу један од најбитнијих подстицајних елемената у компензационом систему заснованом на EVA концепту јесу бонуси за менаџере. EVA бонус план се током времена може одржати на више начина, а најпогоднији су: повезивањем бонуса са повећањем EVA у посматраном периоду; елиминисањем горње и доње границе бонуса; утврђивањем високих циљних бонуса уз постојање бонус банке; дефинисањем компензационих система у предузећу узимањем у обзир анализе конкурентских компензација.

Бонус план, као основа за награђивање менаџера, је током времена доживео развој од традиционалног бонус плана заснованог на концепту рачуноводственог резултата до модерног EVA бонус плана. Највећи број традиционалних бонус планова је развијен у акционарским предузећима у САД-а и Европи. Недостаци традиционалног бонус плана заснованог на рачуноводственим перформансама са становишта максимизације вредности за власнике су следећи: рачуноводствена мерила перформанси често немају чврсту везу са креирањем вредности за власнике; у случају када су менаџери остварили перформансе које им обезбеђују максимални бонус у текућем периоду, они могу одложити приходе за наредни период и тако утицати на прераспodelу прихода у сукцесивним обрачунским периодима, што им омогућава максимални бонус у дужем раздобљу; традиционални бонус план може иницирати конфликт при остваривању (краткорочних и дугорочних) циљева менаџера и власника; традиционални бонус план није подстицајан за добре менаџере, док за осредње менаџере гарантује накнаде.

Развој бонус планова заснованих на EVA концепту обезбеђује награђивање само у случају да је дошло до стварања вредности за власнике. Оригинална верзија бонус плана заснованог на EVA концепту била је важно средство за креирање јаким, одрживим и трошковно ефикасних подстицаја. Иако омогућава награђивање менаџера у складу са њиховим доприносом креираној вредности за власнике, овај бонус план има своје недостатке. Наиме, менаџери ће бити награђени само у случају када је стопа приноса на улагања виша од цене капитала, затим се могу јавити проблеми у обрачуна EVA мерила који овај бонус план чини скупим за власнике капитала, посебно када је капитал исказан по историјској књиговодственој вредности уместо по тржишној вредност и овај бонус план не узима у обзир чињеницу да тржишна вредност предузећа одражава поред вредности имовине и вредност могућег будућег раста. То је довело до побољшања оригиналног EVA бонус плана у смислу његовог заснивања на проценту од одређеног нивоа EVA и проценту од промене у EVA.

Даљи развој бонус плана кретао се у правцу дизајнирања модерног EVA бонус плана који је заснован на унапређењу мерила EVA, при чему се полазне претпоставке биле да промене, односно побољшања мерила EVA омогућавају ефикасније подстицаје, да се оне могу израчунати и применити у сваком предузећу (и са позитивном и са негативном вредношћу EVA) и да промене мерила EVA обезбеђују директну повезаност бонуса са повраћајем акционарима. Укупан бонус у модерном EVA бонус плану једнак је збиру циљног бонуса и фиксног процента вишка EVA (процента разлике између оствареног и очекиваног унапређења EVA). Модерни бонус план се утврђује сваке године у процесу калибрања плана бонуса, у коме се утврђују три кључне ствари: циљни бонус, очекивано унапређење EVA и EVA интервал (EI).

Кандидат је става да се проблем који може настати услед фокусирања на EVA перформансу текућег периода на рачун будућих перформанси може решити употребом система бонус банке. Основна идеја EVA бонус банке је да се менаџерима исплати само део бонуса (једна трећина) који је зарађен током посматраног периода, док се преостали део бонуса преноси у наредну годину. EVA бонус банка обезбеђује уважавање дугорочних интереса власника, ограничење великих варијација у исплати бонуса, исплату бонуса менаџерима у складу са унапређењем EVA као и повезивање краткорочних и дугорочних циљева менаџера и власника. Континуитет у исплати бонуса ће постојати само у случају да постоји одрживост у повећању EVA. У супротном неће доћи до исплате бонуса. Таква ситуација треба да утиче на менаџере да се усмере на постизање дугорочних, одрживих унапређења EVA, а не на текућу EVA перформансу. EVA бонус банка омогућава и задржавање менаџера, јер менаџер који одлази мора да жртвује надокнаду зарађену у претходном периоду која би била исплаћена у наредном периоду. EVA бонус банка истовремено даје шансу добрим менаџерима (са великим позитивним бонусом у банци) да остану у предузећу и подстиче лоше менаџере да напусте предузеће.

Кандидат на крају трећег дела истиче следеће предности модерног EVA бонус плана у награђивању менаџера: објективност у дефинисању планских (циљних) перформанси у складу са очекиваном вредношћу за власнике; подстицање добрих менаџера да остану у предузећу, а лоших да га напусте; доприноси решавању агенцијског проблема омогућава повезивање краткорочних и дугорочних подстицаја за менаџере у циљу њиховог приближавања интересима власника и максимирања вредности за власнике; погодује награђивању менаџера на нивоу пословних јединица.

Као недостатке и ограничења модерног EVA бонус плана кандидат апострофира: кретање EVA перформансе не прати довољно кретање цена акција; постоје ограничења овог бонус плана условљена културолошким разликама у појединим земљама; захтева имплементацију EVA концепта на свим нивоима управљања, што може условити проблем делегирања одговорности у остваривању EVA перформансе на оперативне нивое управљања; разлике у склоности ризицима у пословању код менаџера на различитим нивоима управљања и власника могу бити проблем у развоју EVA компензационог система у корпоративном предузећу (менаџери пословних јединица се више плаше ризика у пословању од топ менаџера и власника); није увек погодна основа за награђивање у корпоративним предузећима која наступају на тржиштима у развоју, као и привредним гранама са цикличним кретањима.

Четврти део под називом КОМПАРАЦИЈА КОМПЕНЗАЦИОНИХ СИСТЕМА ЗАСНОВАНИХ НА ФИНАНСИЈСКИМ ПЕРФОРМАНСАМА И НА КОНЦЕПТУ ДОДАТЕ ЕКОНОМСКЕ ВРЕДНОСТИ бави се емпиријским истраживањем могућности примене концепта додате економске вредности у развијању компензационих система у предузећу у развијеним земљама и код нас. Кандидат најпре кроз компаративни приступ истражује примену традиционалних и компензационих система заснованих на додатој економској вредности у корпорацијама у развијеним земљама. При томе истиче да је у САД више хиљада компанија увело EVA као систем перформанси у управљању предузећем и изградњи подстицајних компензационих система, а да је убрзо популарност овог концепта проширена и у Великој Британији, Аустралији, Канади, Бразилу, Немачкој и Мексику. Према истраживању KPMG-а на примеру предузећа у Немачкој о употреби вредносних мерила за 2000. и 2003. годину концепт EVA представља најчешће употребљаван показатељ у оквиру менаџмента заснованог на вредности. Истраживање је показало да примењене традиционалне мере перформанси засноване на рачуноводственом концепту резултата не показују јасно да

ли је дошло до стварања вредности за власнике, као и да ови показатељи представљају сиромашну меру којом је лако манипулисати при обрачуну компензација. У вези са тим кандидат закључује да традиционални бонус план заснован на рачуноводственим мерама перформанси представља подручје честих манипулација, које укључује преговоре или субјективно одређене циљеве и усмерава запослене да се фокусирају на кратак временски период. EVA, пак, представља меру перформанси која у дужем временском периоду омогућава награђивање менаџера само у случају стварања вредности за власнике, јер приказује да ли је обављањем пословних активности створена или уништена вредност за власнике.

У овом делу кандидат истражује и домете у имплементацији EVA концепта у развоју компензационих система у пракси три велике интернационалне компаније - Harsco corporation, Kao corporation и Briggs & Stratton corporation и закључује, на основу емпиријских података, да су успешност пословања ових компанија и мотивација њихових менаџера значајно повећани након увођења концепта додате економске вредности у методологију креирања компензационих система.

Посебан одељак у четвртом делу дисертације посвећен је емпиријском истраживању примене EVA концепта у привредним субјектима у Републици Србији тј. у 30 великих привредних субјеката који припадају друштвима капитала и то: из производне делатности 15 предузећа, трговинске делатности 4 предузећа, 4 из трговинске и услужне делатности и 7 банака. Подаци су прикупљени путем структурираног интервјуа са запосленима (менаџерима из департмана за обрачун зарада, одељења за људске ресурсе, топ менаџерима, запосленима у сектору људских ресурса, запосленима у сектору за обрачун зарада). Истраживање је усмерено на: испитивање постојања развијених компензационих система у предузећима у Републици Србији, сагледавање њихових карактеристика и заступљености система перформанси, упућеност испитаника у концепт EVA и препознавање могућности примене концепта EVA у Републици Србији. Обрада података је извршена применом статистичких метода у SPSS-у уз помоћ једног од χ^2 тестова тј. Fisher теста и Теста на основу нормалног распореда. На основу извршеног истраживања донети су одређени закључци и потврђене следеће хипотезе:

H1: Раздвајање власништва од управљања је заступљено у привредним субјектима са иностраним власништвом у Републици Србији;

H2: Развијени компензациони системи у привредним субјектима у Републици Србији су заступљени у ентитетима са иностраним власништвом, док у ентитетима са домаћим власништвом компензације садрже варијабилни део накнаде, искључиво одређен на основу договора и без употребе финансијских перформанси као мерила доприноса запослених;

H3: Привредни субјекти са развијеним компензационим системима користе традиционалне финансијске перформансе (профит, ROA, ROE, EBIT и сл.);

H4: Запослени у испитаним привредним субјектима нису упознати са концептом додате економске вредности и његовом применом;

H5a: Запослени сматрају да је могуће концепт додате економске вредности применити у развоју компензационих система у Републици Србији, и

H5b: Мишљење о могућности примене додате економске вредности у развоју компензационих система не зависи од упознатости испитаника са овим концептом, без обзира да ли су пре имали сазнања о посматраном концепту.

На крају четвртог дела кандидат је практично у домицилној компанији Т д.о.о. са око 2.000 запослених (водећој компанији у области производње меса и прерађевина од меса на територији Србије која је желела да остане анонимна) имплементирао EVA концепт у изградњи појединих елемената компензационих система. У компанији Т, ни

пре ни након приватизације, није било развијеног компензационог система. Бонуси исплаћивани, пре свега, менаџерима на вишим хијерархијским нивоима, искључиво су били засновани на договору и у проценту од оствареног профита компаније. Први корак у имплементацији EVA концепта у изградњи компензационог система се односио на израчунавање EVA перформансе. Кандидат је користио Stewart-ов поступак за израчунавање EVA перформансе са следећим елементима:

- прилагођени су рачуноводствени подаци за потребе израчунавања нето пословног (оперативног) профита након пореза (NOPAT) и пословно инвестираног капитала. Приказано је 13 најчешће коришћених рачуноводствених прилагођавања и то по основу: промена у вредности залиха, употребе LIFO методе, дугорочних резервисања, трошкова истраживања и развоја, трошкова маркетинга и обуке, трошкова инвестирања, трошкова реструктурирања, goodwill-а, амортизације основних средстава, корекције обртних средстава, оперативног лизинга, ставки које нису повезане са пословном делатношћу предузећа, пореза на добит,
- израчунати су NOPAT и инвестирани капитал,
- израчуната је просечна пондерисана цена капитала (WACC), при чему су трошкови позајмљеног капитала приказани у виду пондерисане каматне стопе, а за трошкове сопственог капитала коришћена је модификована CAPM метода која укључује и премију за ризик конкретне земље,
- приказана је калкулација EVA перформансе и то као базичне и обелодањене EVA. Базична EVA је утврђена као разлика EBIT и трошкова капитала, чиме нису обухваћене рачуноводствене модификације, док је обелодањена EVA разлика NOPAT након прилагођавања и трошкова капитала, чиме су обухваћене и рачуноводствене модификације.

На основу добијених резултата кандидат закључује да су у посматраном периоду од 5 година и базична и обелодањена EVA биле негативне. Узимањем у обзир рачуноводствених модификација забележени су нижи износи негативне обелодањене EVA. Добијени износ EVA компаније Т д.о.о. био је основица за изградњу система награђивања. У циљу развијања компензационог система заснованог на EVA концепту кандидат је пошао од одређених претпоставки у складу са методологијом према Yang-у и O Vurg-у и анализирао промене у добијеним вредностима бонуса и њихово кретање у односу на циљани бонус.

Кандидат је у овом делу свог истраживања показао да је могуће применити достигнућа у примени EVA концепта у креирању компензационих система у предузећима развијених земаља у предузећима у Републици Србији. Такође, кандидат наглашава да је могуће применити EVA концепт у развијању компензационих система наших предузећа, уз одређене адаптације услед немогућности обезбеђења свих релевантних података за његову реализацију. Преношењем управљачке функције на професионални менаџмент и утврђивањем обрачуна EVA перформансе, као критеријума за евалуацију њиховог доприноса креираној вредности за власнике, ствара се адекватан простор за примену овог концепта у нашим предузећима.

У **закључку** докторске дисертације систематизовани су закључци кандидата у вези са проблемима истраживања примене EVA концепта у изградњи компензационих система у предузећу у циљу максимизације вредности за власнике. Кандидат је на адекватан начин систематизовао основне резултате до којих је дошао у дисертацији, на основу богатог научно-истраживачког материјала који је користио. Уз то, извршена истраживања у дисертацији иду у прилог потврди постављених хипотеза чиме је кандидат испунио постављене циљеве истраживања. Делови докторске дисертације су логично повезани у складну целину са изведеним закључним тврдњама. Приликом

теоријског и емпиријског истраживања кандидат афирмише полазну претпоставку да у савременим условима пословања примена додате економске вредности у креирању компензационих система постаје све актуелнија и омогућава утврђивање реалније компензације за запослене у односу на компензације утврђене на бази традиционалног компензационог система. Детаљна теоријска и емпиријска анализа наведене проблематике била је солидна основа да кандидат сагледа предности, али и ограничења примене EVA концепта у развоју компензационих система у предузећу.

Компензациони системи у предузећу представљају битан фактор награђивања запослених према њиховом доприносу у остваривању циљева предузећа, задржавања запослених у предузећу и смањења агенцијских трошкова. Како су савремени услови пословања наметнули потребу за одвајањем функције власништва од функције управљања, нарочито у великим предузећима, један од изазова у пословању представља и задовољење очекивања и захтева власника за максимизацијом вредности уложеног капитала. Уколико запослени доприносе стварању те вредности потребно је за њих обезбедити адекватне, како краткорочне, тако и дугорочне подстицаје. У супротном, у условима када запослени примају несразмерно високе компензације у односу на реално повећање богатства власника, долази до стварања високих агенцијских трошкова. Имајући у виду да је фиксни део зараде унапред одређен, простор за креирање ефективних компензација се налази у варијабилном делу зараде. Варијабилни део зараде пружа адекватну надокнаду само у ситуацијама када је њихов износ повезан са одређеним перформансама. У таквим условима може се рећи да предузеће поседује развијени компензациони систем.

Перформансе на којима се заснива награђивање запослених у компензационом систему могу бити традиционалне (засноване на рачуноводственом концепту резултата) и савремене (засноване на концепту додате економске вредности и cash flow концепту). Ослањање на традиционалне мере перформанси у награђивању има бројне недостатке (имају краткорочне ефекте, док су дугорочни ефекти негативни јер нису довољно повезане са стварањем вредности за власнике). Ослањање на савремене мере перформанси, које су концепцијски постављене тако да снажније мотивишу запослене на понашање у интересу власника, омогућава креирање и краткорочних и дугорочних подстицаја. У том контексту савремени модел мерења перформанси предузећа EVA добија на значају. EVA са једне стране, представља концепт који пружа добру основицу за израчунавање подстицаја (нарочито за менаџере) и са друге стране ефикасно постављен подстицајни план који полази од оствареног доприноса креираној вредности за власнике. Као концепт EVA помаже менаџерима да у процес одлучивања инкорпорирају два базична принципа. Први – да је циљ предузећа максимирање богатства акционара (власника), а други - да вредност предузећа зависи од очекивања инвеститора, односно од тога да ли ће будући профит премашити трошак капитала. EVA је профит на онај начин на који га виде акционари. Добит која се сматра додатом економском вредношћу није чиста рачуноводствена добит, већ добит која узима у обзир и трошкове капитала (сопственог и позајмљеног) и није изложена манипулацијама запослених. Ефикасност постављања EVA подстицајног плана се огледа у неограниченом бонусу, постојању бонус банке и исплати дела оствареног бонуса само у случају да се у наредном периоду оствари повећање EVA. Тиме су запослени (пре свега менаџери) мотивисани да остваре побољшања у EVA и добију краткорочне подстицаје и да неисплаћени део бонуса својим додатним доприносом претворе у дугорочне подстицаје.

На основу спроведених теоријских истраживања кандидат доноси одређене закључке. Утврђено је: прво, компензациони систем заснован на концепту EVA даје реалнију основицу за сагледавање успешности пословања од компензационог система

заснованог на финансијским перформансама; друго, овај концепт показује да ли је заиста дошло до додавања вредности тј. до стварања вредности за власнике; треће, компензациони систем заснован на концепту EVA је сложенији и рачунски захтевнији од компензационог система заснованог на финансијским перформансама; четврто, компензације запосленима утврђене на основу концепта EVA представљају реалнију накнаду него компензације утврђене на бази традиционалног компензационог система; пето, спроведене рачуноводствене модификације у оквиру примене концепта додате економске вредности отклањају битне недостатке традиционалног финансијског извештавања, које представља основу за компензациони систем заснован на финансијским перформансама.

На основу емпиријског истраживања спроведеног на подручју Републике Србије спровођењем структурираног интервјуа и студије случаја донети су одређени закључци везани за примену EVA концепта у изградњи компензационих система у привредним субјектима код нас. Применом статистичке методологије у SPSS-у (Fisher теста и Теста на основу нормалног распореда) потврђено је следеће: прво, у Републици Србији у привредним субјектима са иностраним власништвом заступљено је раздвајање власништва од управљања; друго, у привредним субјектима у Републици Србији развијени компензациони системи су заступљени у предузећима са иностраним власништвом, док се у привредним субјектима са домаћим власништвом варијабилни део накнаде одређује искључиво на основу договора и без употребе финансијских перформанси; треће, привредни субјекти са развијеним компензационим системима користе традиционалне финансијске перформансе; четврто, запослени у испитаним привредним субјектима нису упознати са концептом додате економске вредности и његовом применом у функцији изградње компензационих система; пето, запослени сматрају да је могуће концепт додате економске вредности применити у нашим привредним субјектима у функцији награђивања, без обзира што нису довољно упознати са EVA концептом.

Такође, кандидат је на основу имплементације EVA концепта у систем награђивања у једном нашем великом предузећу из месне индустрије (са компензационим системом базираним на рачуноводственим информацијама) дошао до одређених закључака. Без обзира, што је концепт EVA у функцији одређивања компензационог система успешно имплементиран, уочена су одређена ограничења, која би могла представљати препреке у његовој будућој имплементацији у систем награђивања у нашим предузећима. Прво, неспремност у предузећима са домаћим власништвом да руковођење повере професионалним управљачима (менаџерима); друго, непрепознавање потребе од стране власника, за разлику од запослених, за увођењем развијених компензационих система; треће, неинформисаност менаџера о предностима савремених перформанси; четврто, имплементација EVA концепта представља скуп и дуготрајан процес како за велика и успешна предузећа, тако и за велики број мање успешних предузећа; пето, постојање потешкоћа у одређивању цене сопственог капитала због неразвијености тржишта капитала и недоступности информација о кретању каматних стопа, цена акција и сл.; шесто, нестабилно инфлаторно тржиште и немогућност предвиђања стопе инфлације; седмо, присутност високог нивоа субјективизма при избору адекватних рачуноводствених адаптација; осмо, прилагођени инвестирани капитал је ближи рачуноводственој него тржишној вредности капитала.

ЗАКЉУЧАК И ПРЕДЛОГ КОМИСИЈЕ

На основу изложене свеобухватне анализе, Комисија констатује да је кандидат мр Маја Илић-Пуповац са успехом и у складу са постављеним циљевима приликом пријављивања теме за докторску дисертацију обавио потребна истраживања, пружајући при томе одређени научни, теоријско-методолошки и практичан допринос у области развоја компензационих система у предузећу имплементацијом EVA концепта. Научни допринос кандидата у истраживању наведене проблематике, истакнут је у оквиру резултата истраживања по појединим поглављима. Овде још једном резимирамо те резултате:

прво, остварен је теоријски допринос нашој стручној литератури разматрањем примене EVA концепта у процесу управљања предузећем у функцији изградње компензационих система,

друго, извршено је разматрање теоријских основа компензационих система, уз сагледавање њиховог значаја, циљева и елемената, као и појединих врста компензационих система,

треће, приказана је детаљна анализа концепта додате економске вредности уз критичко сагледавање његових предности и ограничења у односу на остале концепте резултата,

четврто, остварен је допринос у представљању процеса имплементације EVA концепта у изградњи компензационог система у предузећу, уз истицање предности и ограничења компензационог система заснованог на додатој економској вредности,

пето, приказана је компаративна анализа примене концепта рачуноводственог резултата и концепта додате економске вредности у изградњи компензационих система у развијеним земљама,

шесто, извршена је анализа домета и ефеката EVA концепта у развоју компензационих система на примеру три велика предузећа из развијених земаља,

седмо, остварен је посебан допринос сагледавањем домета у изградњи компензационих система у привредним субјектима у Републици Србији,

осмо, размотрене су могућности унапређења компензационих система у предузећима у Србији применом EVA концепта, уз имплементацију система награђивања на бази EVA концепта у конкретном предузећу.

Комисија констатује да је истраживање обављено коректно и да је кандидат показао потребну способност и знања за обављање научних истраживања, те да су резултати и научни допринос кандидата у свему задовољавајући и сагласни са одредбама Статута Факултета и Закона којима се предвиђају услови за позитивну оцену докторске дисертације.

Сагласно наведеном, **Комисија предлаже Наставно-научном већу Економског факултета у Нишу да прихвати позитивну оцену докторске дисертације мр Маје Илић-Пуповац под насловом „ДОДАТА ЕКОНОМСКА ВРЕДНОСТ У ФУНКЦИЈИ УТВРЂИВАЊА КОМПЕНЗАЦИОНИХ СИСТЕМА У ПРЕДУЗЕЋУ“ и одобри њену јавну одбрану.**

У Нишу, _____ године .

ЧЛАНОВИ КОМИСИЈЕ:

1. _____
Проф. др Љиљана Бонић,
ванредни професор Економског факултета у Нишу

2. _____
Проф. др Весна Секулић,
редовни професор Економског факултета у Нишу

3. _____
Проф. др Дејан Јакшић,
ванредни професор Економског факултета у Суботици