

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ У СУБОТИЦИ

ИЗВЕШТАЈ О ОЦЕНИ ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ

I ПОДАЦИ О КОМИСИЈИ	
1.	<p>Датум и орган који је именовео комисију</p> <p>На основу предлога Департамана за финансије, банкарство, рачуноводство и ревизију, Наставно-научно веће Економског факултета у Суботици је на 8. седници одржаној 16.06.2016. године донело одлуку о формирању Комисије за оцену и одбрану докторске дисертације кандидата Јелене Андрашић.</p>
2.	<p>Састав комисије са назнаком имена и презимена сваког члана, звања, назива уже научне области за коју је изабран у звање, датума избора у звање и назив факултета, установе у којој је члан комисије запослен:</p> <p>1. Проф. др Мирко Андрић, редовни професор Економског факултета у Суботици, Универзитет у Новом Саду, ужа научна област Рачуноводство, анализа и ревизија изабран 14.10.1996. године на Економском факултету у Суботици, где је и запослен,</p> <p>2. Доц. др Вера Мировић, доцент Економског факултета у Суботици, Универзитет у Новом Саду, ужа научна област Финансије, изабрана 05.03.2015. године на Економском факултету у Суботици, где је и запослена,</p> <p>4. Проф. др Евица Петровић, редовни професор Економског факултета у Нишу, Универзитет у Нишу, ужа научна област Финансије, изабрана 05.07.2002. године на Економском факултету у Нишу, где је и запослена,</p>
II ПОДАЦИ О КАНДИДАТУ	
1.	<p>Име, име једног родитеља, презиме:</p> <p>Јелена (Милан) Андрашић</p>
2.	<p>Датум рођења, општина, држава:</p> <p>26.07.1982. године, Апатин, Република Србија</p>
3.	<p>Назив факултета, назив студијског програма дипломских академских студија – мастер и стечени стручни назив</p> <p>Економски факултет у Суботици, Универзитет у Новом Саду, Финансијски менаџмент и рачуноводство, дипломирани економиста</p>
4.	<p>Година уписа на докторске студије и назив студијског програма докторских студија</p> <p>2008. година, Студијски програм – Менаџмент и бизнис, Модул – Пословне финансије, рачуноводство и ревизија</p>
5.	<p>Назив факултета, назив магистарске тезе, научна област и датум одбране:</p>
6.	<p>Научна област из које је стечено академско звање магистра наука:</p>
III НАСЛОВ ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ:	
<p>Финансијски аспекти пословног реструктурирања предузећа у земљама Југоисточне Европе</p>	

IV ПРЕГЛЕД ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ:

Навести кратак садржај са назнаком броја страна, поглавља, слика, шема, графикана и сл.

Докторска дисертација кандидата Јелене Андрашић под називом „**Финансијски аспекти пословног реструктурирања предузећа у земљама Југоисточне Европе**“ презентирана је на 240 страница компјутерски сложеног текста. Докторска дисертација поред садржаја и апстракта садржи 5 делова, а сваки део структуриран је у неколико поглавља и већи број тачака и подтачака. Осим дескриптивног дела, дисертација садржи 102 табеле, 4 графикана, 6 шематских приказа, 187 референци и 6 прилога, што у значајној мери обогаћује приступ у истраживању и помаже при анализи, разумевању као и извођењу оцена и закључака у вези истраживања.

Докторска дисертација има следеће делове:

Увод

I ДЕО: Тржиште корпоративне контроле

II ДЕО: Пословно реструктурирање као стратешка одлука у функцији екстерног раста предузећа

III ДЕО: Финансијска анализа предузећа у поступку пословног реструктурирања

IV ДЕО: Пословно реструктурирање на неразвијеном тржишту корпоративне контроле – пример Републике Србије

V ДЕО: Пословно реструктурирање у земљама Југоисточне Европе

Закључак

Литература

Прилози

Скраћени садржај докторске дисертације је следећи:

УВОД

I ДЕО: Тржиште корпоративне контроле

1. Улога корпорације у савременим тржишним условима привређивања
2. Агенцијски проблем и агенцијски трошкови
3. Корпоративно управљање и интерни механизми решавања проблема корпоративног управљања
4. Екстерни механизми решавања агенцијског проблема - тржиште корпоративне контроле

II ДЕО: Пословно реструктурирање као стратешка одлука у функцији екстерног раста предузећа

1. Раст као стратешка одлука предузећа
2. Значај пословног реструктурирања предузећа
3. Облици пословног реструктурирања предузећа у функцији екстерног раста предузећа
4. Избор метода екстерног раста
5. Мерцери и аквизиције
6. Стратегије и тактике одбране од непријатељског преузимања
7. Дезинвестирање

III Финансијска анализа предузећа у поступку пословног реструктурирања

1. Процена вредности предузећа у поступку пословног реструктурирања
2. Методи процене вредности предузећа
3. Облици финансирања предузећа у поступку пословног реструктурирања

IV ДЕО: Пословно реструктурирање на неразвијеном тржишту корпоративне контроле - пример Републике Србије

1. Власничко реструктурирање предузећа као основ за спровођење пословног

реструктурирања у Србији

2. Правна регулатива пословног реструктурирања у Србији
3. Хоризонталне интеграције кроз стране директне инвестиције, медијуми финансирања и најзаступљенији облик преузимања предузећа
4. Пословно реструктурирање у банкарству
5. Пословно реструктурирање као мера за превазилажење последица економске кризе
6. Критички осврт на пословно реструктурирање у Србији
7. Анализа финансијских извештаја циљног предузећа
8. Анализа финансијских извештаја предузећа купца
9. Мерила перформанси пословног реструктурирања

V ДЕО: Пословно реструктурирање у земљама Југоисточне Европе

1. Компаративни преглед пословног реструктурирања у одабраним земљама Југоисточне Европе и Републици Србији
2. Фактори екстерног окружења земаља Југоисточне Европе
3. Оптималан модел пословног реструктурирања у земљама Југоисточне Европе

Закључак

Литература

Прилози

V ВРЕДНОВАЊЕ ПОЈЕДИНИХ ДЕЛОВА ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ:

У **Уводу** докторске дисертације указано је на значај и потребу истраживања и дефинисан је предмет истраживања докторске дисертације. Након тога дефинисан је циљ истраживања, приказане су хипотезе, методологија и организација садржаја докторске дисертације. Циљ истраживања је усмерен на креирање оптималног модела пословног реструктурирања у функцији екстерног раста предузећа у одабраним земљама Југоисточне Европе. Резултати истраживања на узорку одабраних земаља Југоисточне Европе треба да пружи одговор на питање да ли је оптималнији модел раста за одабране земље: делимични модел који се реализује кроз стратегијске алијансе и заједничка улагања или пун модел који се реализује кроз мерцере и аквизиције.

Кандидат је у докторској дисертацији користио више истраживачких метода: метод индукције и дедукције, метод анализе и синтезе, статистичко-математички метод, квалитативно-квантитативне методе обраде података и метод анкетања путем упитника. У раду су такође коришћени секундарни подаци, финансијски и статистички извештаји из презентираних база података.

У првом делу докторске дисертације под називом *„Тржиште корпоративне контроле“* кандидат Јелена Андрашић је приказала улогу корпорације у савременим тржишним условима привређивања. Будући да корпорација у савременим условима представља мрежу уговорних односа између различитих стејхолдера, тј. интересних група, у том смислу је извршена детаљна анализа агенцијског проблема који се јавља кад постоје различите интересне групе. Кандидат је указао на значај анализе интерних и екстерних механизма који се користе у решавању агенцијског проблема као и на проблем корпоративног управљања.

У другом делу докторске дисертације под називом *„Пословно реструктурирање као стратешка одлука у функцији екстерног раста предузећа“* извршена је анализа пословног реструктурирања у функцији екстерног раста предузећа и указано на факторе који су пресудни при избору одговарајућег модела раста. У другом делу истраживања кандидат је извршио детаљну анализу различитих модела екстерног раста предузећа и дао преглед бројних

емпијских студија које су се бавиле избором модела реструктурирања предузећа у функцији његовог екстерног раста. Анализа мотива који утичу на избор циљне компаније, стратегије и тактике одбране од непријатељског преузимања које представљају веома битне “полуге” у процесима пословног реструктурирања предузећа су такође презентирани у овом делу истраживања докторске дисертације.

У трећем делу докторске дисертације под називом „*Финансијска анализа предузећа у поступку пословног реструктурирања*“ кандидат је указао на значај процене вредности предузећа у поступку пословног реструктурирања. У докторској дисертацији посебно су обрађене методе које се користе приликом процене вредности предузећа (метод дисконтовања слободног новчаног тока, вредновање опција и портфолио анализа као допунске методе, cost-benefit анализа и due diligence). Извршена је анализа приказаних метода и на основу тога указано на предности и недостатке појединих метода у поступку процене. Кандидат је даље извршио анализу облика финансирања који се користе у поступку пословног реструктурирања као и какав утицај има избор облика финансирања на утврђивање цене преузимања.

У четвртном делу истраживања под називом „*Пословно реструктурирање на неразвијеном тржишту корпоративне контроле – пример Републике Србије*“ извршена је анализа пословног реструктурирања у претходном периоду са посебним освртом на период транзиције. Након „пада” Берлинског зида 1989. године отпочела је транзиција у свим бившим социјалистичким државама. Међутим, због распада СФРЈ и догађаја који су уследили након тога, транзиција у Србији је прекинута. Транзиција у Србији је поново започела 2000-те године. Након читаве једне деценије унутрашњих и спољашњих ограничења, њена ситуација је била много тежа од оне која је постојала 1989. године. Друга фаза транзиције отпочела је доношењем системских закона својствених тржишној привреди, у циљу обезбеђивања макроекономске стабилности, дерегулације, либерализације, регулисања односа са међународним финансијским институцијама и привлачења страних инвестиција. Будући да кључни покретач процеса транзиције представља приватизација, у овом делу истраживања, кандидат је прво извршио анализу процеса власничког преузимања предузећа кроз процес приватизације државних и друштвених предузећа, а касније и процеса мерцера и аквизиција путем тржишта капитала. Посебан аспект је стављен на прехрамбену индустрију, трговинску делатност и банке које су нарочито биле захваћене процесима преузимања. Кандидат је указао да је светска економско-финансијска криза на најсликовитији начин показала колико је тржиште постало глобално, и даље приступио анализи процеса пословног реструктурирања пре и након настанка светске економско-финансијске кризе. Анализом екстерног амбијента, дефинисао је подстицајне и ограничавајуће факторе који утичу на обим пословног реструктурирања у Србији.

У овом делу истраживања кандидат је извршио анализу финансијских извештаја предузећа купца и циљног предузећа како би указао на карактеристике циљних предузећа која су била мете непријатељског напада на тржишту Србије као и на постаквизиционе перформансе у процесима преузимања на тржишту Србије. На основу анкетног упитника кандидат је извршио испитивање процеса преузимања на интересне групе предузећа и указао да је тај утицај различит код производног, финансијског и трговинског предузећа.

У петом делу истраживања под називом „*Пословно реструктурирање у земљама Југоисточне Европе*“ кандидат је анализирао пословно реструктурирање у функцији екстерног раста у одабраним земљама Југоисточне Европе. Прво је приступио анализи са макроекономског аспекта, сагледавањем фактора који утичу на избор између пуног и делимичног модела екстерног раста. С обзиром да је кандидат приказао да детерминанте развоја земље имају једну од најважнијих улога у процесима привлачења страног капитала, даље је приступио детаљној анализи узрочно-последичне везе између облика реструктурирања и детерминанти раста. Након тога кандидат је вршио испитивање утицаја институционалних детерминанти на међусобне облике пословног реструктурирања између одабраних земаља, након чега је дошао до креирања оптималног модела пословног реструктурирања у функцији екстерног раста у одабраним земљама Југоисточне Европе.

**VI СПИСАК НАУЧНИХ И СТРУЧНИХ РАДОВА КОЈИ СУ
ОБЈАВЉЕНИ ИЛИ ПРИХВАЋЕНИ ЗА ОБЈАВЉИВАЊЕ НА ОСНОВУ
РЕЗУЛТАТА ИСТРАЖИВАЊА У ОКВИРУ РАДА НА ДОКТОРСКОЈ
ДИСЕРТАЦИЈИ**

1. Вуџак Н., Миленковић Н., **Андрашић Ј.**, Пјанић М. (2015): *Stress Test Model for Measuring the Effects of the Economic Crisis on the Capital Adequacy Ratio*, Acta Polytechnica Hungarica, Journal of Applied Sciences, 12 (5), ISSN: 1785-8860, (M23)
2. Малешевић, Е., Лучић, Д., Пјанић, М., **Ђурасиновић, Ј.**, Миленковић, Н., (2013), *Effect of Budget Deficit Financing in Transition Countries*, Technics Technologies Education Management, Sarajevo, Bosnia and Herzegovina, 8(3), стр. 1266-1277 (M23)
3. Миленковић, Н., **Андрашић, Ј.**, Пјанић, М., (2014), *Main Factors Affecting the Balance of Investments in Serbia and New Trends of Investment*, Management Studies, February 2014, Vol. 2, No. 2, USA, стр. 81-87. (M24)
4. Пјанић, М., Миленковић, Н., **Андрашић, Ј.**, (2013), *Investicioni fondovi u funkciji jačanja korporativnog upravljanja u Srbiji*, Anali Ekonomskog fakulteta u Subotici, Ekonomski fakultet u Subotici, 49(30), (M51)
5. **Андрашић, Ј.**, Миленковић, Н., Пјанић, М., (2013), *Internationalization of companies in selected countries of South-East Europe*, Facta universitatis - series: Economics and Organization, Ekonomski fakultet Niš, 10(3), (M51)
6. Миленковић, Н., **Андрашић, Ј.** (2014): *Интеграциони процеси као катализатор инвестиција приватног и ризичног капитала*, Anali Економског факултета у Суботици 50 (32), стр. 281 – 293 ISSN: 0350 – 2120, (M51)
7. Миленковић, Н., **Андрашић, Ј.**, Зулфиу В. (2015), *The Determinants and Role of Venture Capital and Private Equity Development in Sustainable Development*, International Journal of Strategic Management and Decision Support Systems in Strategic Management 20 (3) ISSN: 1821 – 3448, (M52)
8. **Ђурасиновић, Ј.**, Миленковић, Н. (2012): *Анализа утицаја мотива мерџера и аквизиција компанија на утврђивање њихове цене на примеру Т-ХТ групе*, АНАЛИ, Економски факултет Суботица, бр. 27, Vol.48, ISSN 0350-2120, UDK 330, стр. 31-42., (M52)
9. **Андрашић, Ј.**, Миленковић, Н. (2014): *External Growth Strategies of Banks in the Serbian Market*, IV International Symposium Engineering Management and Competitiveness 2014 (EMC 2014) Zrenjanin, Srbija, (M33)
10. Миленковић, Н., **Андрашић, Ј.**, Пјанић, М. (2013): *Credit Risk of Banks in the Financing of Investment*, III International Symposium Engineering Management and Competitiveness 2013 (EMC 2013) Zrenjanin, Serbia, (M33)
11. **Ђурасиновић, Ј.**, Миленковић, Н. (2012): *Утицај директних страних инвестиција на процес реструктурирања привреде Србије*, XVII Интернационални научни скуп СМ2012 Економски факултет Суботица, (M33)
12. Миленковић, Н., **Ђурасиновић, Ј.** (2012): *Factors affecting the Balance of Investments in Serbia*, II International Symposium Engineering Management and Competitiveness 2012 (EMC 2012) Zrenjanin, Serbia, (M33)
13. Миленковић, Н., **Андрашић, Ј.** (2011): *Концепти планирања инвестиционог програма са освртом на DEAN модел*, XVI Интернационални научни скуп, СМ2011., Економски факултет Суботица, (M33)
14. **Андрашић, Ј.**, Миленковић, Н. (2010): *Стратегија реструктурирања компанија у функцији раста и развоја компаније*, XV Интернационални научни скуп, СМ2010., Економски факултет Суботица, (M33)

VII ЗАКЉУЧЦИ ОДНОСНО РЕЗУЛТАТИ ИСТРАЖИВАЊА

Докторска дисертација Јелене Андрашић „**Финансијски аспекти пословног реструктурирања предузећа у земљама Југоисточне Европе**“ садржи систематизовану, концизну и апликативну истраживачку грађу. Основни резултати истраживања се односе на следеће закључке:

1. Циљна предузећа у Републици Србији која су била „мете“ преузимања имала су следеће карактеристике: ниску задуженост, ниску профитабилност, већу ликвидност и већу ефикасност у поређењу са гранским просеком, при чему су се показатељи леверџа и ликвидности значајно разликовали од гранског просека, што значи да се прихвата постављена хипотеза истраживања H_1 : *Потенцијални кандидати за преузимање су она предузећа која имају високу ефикасност, високу ликвидност, низак степен леверџа и ниску профитабилност у поређењу са просеком привредне гране.*
2. Резултати истраживања о карактеристикама циљних предузећа у Републици Србији у потпуности се слажу са резултатима других емпиријских студија.
3. Будући да је хомогеност узорка 90% (што се сматра изразито високом хомогеношћу) могуће је предвидети „мете“ преузимања. На основу приказане анализе разлика изабраних показатеља између предузећа у узорку и просека привредне гране, може се закључити да предузећа која су била „мете“ преузимања, нису на адекватан начин искористила ефекте финансијске полуге и раста учешћа туђег капитала у укупном капиталу, што се негативно одразило на њихову профитабилност. Предузећа на тржишту Србије којима се не управља на оптималан начин, а остварују високу ефикасност и високу ликвидност су нарочито атрактивна за преузимање, јер страни инвеститори само сменом руководства и променом у политици финансирања могу значајно да поправе лоше финансијске перформансе циљних предузећа. Као што је већ напоменуто, тржиште корпоративне контроле, приморава менаџере да са предузећем управљају на оптималан начин, јер неискоришћене финансијске могућности могу охрабрити стране инвеститоре да упуте понуду за преузимање таквог предузећа и остваре боље финансијске перформансе. На основу анализе облика комбиновања циљних предузећа и предузећа купаца, и начина њиховог финансирања прихвата се друга постављена хипотеза истраживања H_2 : *Начин финансирања мерџера и аквизиција зависи од изабраног правца раста.*
4. Поређењем индикатора профитабилности између периода пре извршеног преузимања и периода након извршеног преузимања може се закључити да су банке у периоду пре преузимања (две године и годину дана пре преузимања) имале значајно већу нето каматну маржу од просека, нижу ROA и ROE у поређењу са просеком и ниску задуженост (ROE/ROA). То даље упућује на закључак да су такве банке биле атрактивне страним инвеститорима, јер су имале велик број клијената на основу којих су остваривале високе нето каматне марже, иако укупна профитабилност банака није била на високом нивоу. Будући да је у том периоду дошло до великог броја поступака ликвидације и стечаја банака које су пословале на тржишту Србије, страним инвеститорима су биле атрактивне оне банке код којих нису искоришћени сви капацитети за остваривање добити. У периоду након преузимања долази до пада нето каматне марже испод просека, значајног смањења показатеља ROE и ROA , значајног смањења нето прихода од камате, али и до повећања задужености (ROE/ROA) банака изнад просека. Након 2001. године, када је почео други „талас“ транзиционих реформи у Републици Србији долази до укидања политике „меког“ буџетског кредитирања, и до значајног смањења нето прихода од камате и нето каматне марже. Раст задужености долази као последица управо политике „меког“ буџетског кредитирања и великог броја отписа ненаплативих потраживања због немогућности дужника (то су најчешће била она предузећа која послују са губитком и налазе се пред стечајним поступком, али код којих постоји високи стратешки интерес државе) да измире своје доспеле обавезе. На основу резултата истраживања поређењем периода пре (две године пре и годину дана пре преузимања) и периода после преузимања (годину дана после и две године после преузимања), будући да је након преузимања дошло до погоршања финансијских перформанси, односно већине индикатора профитабилности, није потвђена хипотеза H_3 : *Пословно реструктурирање кроз мерџере и аквизиције доприноси криерању вредности за акционаре предузећа купца.* Међутим, овакав закључак, односно

одбацивање хипотезе треба тумачити уз ограничење да су у питању краткорочне постаквизиционе перформансе банака које су преузете од стране инвеститора. У дугом периоду долази до раста тржишног учешћа готово свих преузетих банака, односно само код две банке је дошло до пада тржишног учешћа након преузимања, тако да у дугом периоду долази до побољшања постаквизиционих перформанси банака након преузимања.

На основу емпиријског истраживања кандидата о утицају процеса преузимања предузећа на интересне групе предузећа која је обухватила испитанике из једног прехранбеног предузећа, једне финансијске институције и једног производног предузећа који су преузети на тржишту Србије изведени су следећи закључци:

Највеће промене након преузимања су учињене код **анализе структуре интересних група**. Интерпретацијом резултата изведени су следећи закључци: код трговинског предузећа број запослених остао на истом нивоу, код финансијске институције тај број се повећао, док код производног предузећа дошло је до смањења броја запослених. У трговинском предузећу руководећа структура се у потпуности променила, код финансијске институције делимично, док код производног предузећа већина испитаника је одговорила да нема промене.

Што се тиче **анализе зарада запослених**, у трговинском предузећу и финансијској институцији дошло је до повећања зараде, док је у производном предузећу дошло до смањења зараде. Код трговинског предузећа нису уведени бонуси и компензације, код финансијске институције већ су постојали, док је у производном предузећу дошло до њиховог увођења након преузимања.

Већи број испитаника је одговорио да су **услови рада** остали на истом нивоу у трговинском и производном предузећу, док су се они погоршали код финансијске институције. У трговинском предузећу дошло је до побољшања међуљудских односа, док остале промене нису биле значајне. Код финансијске институције дошло је до погоршања међуљудских односа, већег обима посла, и повећања броја запослених или унапређивања постојећих запослених. Код производног предузећа међуљудски односи су остали на истом нивоу, обим посла се смањило, док су углавном запослени остали на својим позицијама.

На основу **анализе сатисфакције испитаних запослених** изведени су следећи закључци: код трговинског предузећа пре преузимања интересне групе су испољиле висок степен незадовољства својим послом док након преузимања није дошло до значајније промене. Код финансијске институције дошло је до погоршања задовољства запослених у великој мери, од сатисфакције „задовољан сам на послу“ пре преузимања до „веома сам незадовољан/а својим послом“ и „незадовољан/а сам својим послом“ након преузимања. Код производног предузећа након преузимања већина испитаника је одговорила са “задовољан/а сам својим послом”, док пре преузимања ниједан одговор се није био изразито значајан.

Код **анализе испитаника професионалног развоја запослених** није јасно дефинисана граница између делатности, односно није дошло до значајније промене након преузимања код мотивације, могућности професионалног развоја и начина обављања посла, па се не могу јасно дефинисати њихове карактеристике.

Узрочно-последична веза између екстерног окружења и предузећа, налаже испитивање утицаја детерминанти развоја привреде на процес пословног реструктурирања с једне стране, а са друге стране испитивање утицаја пословног реструктурирања на привредни раст и развој привреде. Када се говори о макро аспекту и привреди једне земље, најрепрезентативнију меру за сагледавање пословног реструктурирања представљају нето токови страних директних инвестиција. Треба истаћи да је кретање прекограничних мерцера и аквизиција и заједничких улагања саставни део методологије страних директних инвестиција, а њихово кретање утиче на процес реструктурирања привреде једне земље.

Резултати линеарне регресије показују да се само код две изабране земље остварује утицај страних инвестиција на привредни раст. Међутим, треба напоменути да је код Словеније ($p = .0066$) тај утицај позитиван, док је код Македоније ($p = .0323$) уочен негативан утицај страних инвестиција на привредни раст. Такав тренд је у складу са истраживањима које је Менцингер спровео на осам земаља Средње и Источне Европе и који је такође потврдио негативан утицај

страних инвестиција на привредни раст. Као што је у истраживању наведено, приход од продаје приватизованих великих државних предузећа је најчешће искоришћен за потрошњу и увоз робе. Резултати вишеструке регресије о утицају изабраних детерминанти развоја на процес реструктурирања привреде одабраних земаља кроз привлачење страног капитала ($CDI = f(BDP, BDP_{int}, IZVOZ/BDP, UVOZ/BDP, ZAP/TOTAL, IND/BDP)$) указују да је само код Босне и Херцеговине тај утицај био значајан. Највећи допринос креирању разлике имају следеће детерминанте: запосленост (.042) и учешће извоза у БДП (.030), с тим што код обе детерминанте постоји супротан, негативан утицај на процес привлачења страног капитала.

Будући да резултати спроведеног истраживања о узрочној-последичној вези нису на задовољавајућем нивоу, циљ истраживања је усмерен на креирање оптималног модела раста у одабраним земљама Југоисточне Европе. Будући да је у међусобним облицима пословног реструктурирања између одабраних земаља углавном преовладавао пун модел пословног реструктурирања који се реализовао углавном кроз процесе власничког преузимања државних предузећа и аквизиције предузећа из мање развијених земаља од стране развијенијих земаља, модел није дао значајнији утицај на раст земље. Уз помоћ мултиваријантне статистичке анализе – кластер анализе извршено је груписање земаља према задатим критеријумима, да би се уз помоћ владајућих ставова о факторима који утичу на избор модела уласка донела одлука: да ли је за одабране земље оптималан модел пуног или делимичног пословног реструктурирања.

Након сумирања података о нивоу међусобних облика инвестирања у функцији екстерног раста и груписања земаља према изабраним показатељима: економски раст, конкурентност привреде и институционална удаљеност, одабране земље су подељене у две групе: Земље групе 1: Хрватска, Словенија и Македонија и земље групе 2: Србија, Босна и Херцеговина и Црна Гора. Унакрсном анализом података о економском расту, конкурентности привреде и институционалној удаљености, из земаља Групе 1 искључена је Македонија, јер је њена конкурентност нижа од конкурентности друге две земље, иако имају доста сличну стопу раста тржишта. С друге стране, из земаља Групе 2 искључена је Црна Гора, јер је њена стопа раста тржишта доста нижа од стопе раста друге две земље у тој групи.

Поменуто груписање земаља је омогућило следеће закључке:

- (1) Земље са већим нивоом дохотка су више улагале у земље са нижим трошковима производње, али имају растућа тржишта.
- (2) Земље које имају висок доходак имале су мање инвестиција из суседних земаља.
- (3) Већа сличност између земаља утицала је на веће токове инвестиција.
- (4) Разлике између земаља имају пресудну улогу у билатералним токовима улагања.

На основу прегледа међусобних облика пословног реструктурирања у функцији екстерног раста предузећа, затим груписања земаља по питању: економског раста, конкурентности привреде и институционалне удаљености прихвата се делимично главна хипотеза H_0 која гласи: *Оптималан модел раста у одабраним земљама Југоисточне Европе кроз пословно реструктурирање је делимични модел*. Главна хипотеза се прихвата уз ограничење да се иста односи на земље које су инситуционално удаљене и институционално заостају за земљама које планирају улагање (земље Групе 2 које планирају улагање у земље Групе 1). Такође, ово је у складу са тим да што је разлика између две земље већа, мерена разликом БДП *per capita*, вертикални облици комбиновања су преферирани облик раста, што се најбоље остварује кроз заједничка улагања и стратегијске алијансе.

За земље Групе 1 које планирају улагање у земље Групе 2 одбацује се хипотеза H_0 . Ове земље су конкурентније и при улагању у земље које карактерише висока стопа раста тржишта (Земље групе 2) оптималнији модел је пун модел – кроз мерцере и аквизиције.

За међусобне облике пословног реструктурирања између земаља Групе 1 и између земаља групе 2 одбацује се хипотеза H_0 из чега проистиче закључак да што су земље међусобно сличније, односно мање институционално удаљене, оптималнији модел раста је пун модел кроз мерцере и аквизиције, нарочито хоризонталне облике комбиновања.

VIII ОЦЕНА НАЧИНА ПРИКАЗА И ТУМАЧЕЊА РЕЗУЛТАТА ИСТРАЖИВАЊА

Докторска дисертација представља компактну истраживачку целину која на разумљив и концизан начин презентује, анализира и тумачи резултате истраживања применом релевантних статистичких метода обраде и анализе података. Прикази и тумачења резултата истраживања дати су прегледно кроз текст, табеле, графиконе, слике и прилоге. Изведене анализе, оцене и закључци су јасни и садржајни, засновани на достигнућима савремене теорије и добре праксе, фокусирани на предмет, дефинисане циљеве и постављене хипотезе истраживања. Избор наведених метода, као и начина њихове примене у потпуности су прилагођени природи и карактеру проблема који су анализирани у оквиру докторске дисертације. Комисија позитивно оцењује начин на који је кандидат приказао и тумачио резултате истраживања.

IX КОНАЧНА ОЦЕНА ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ:

Експлицитно навести да ли дисертација јесте или није написана у складу са наведеним образложењем, као и да ли она садржи или не садржи све битне елементе. Дати јасне, прецизне и концизне одговоре на 3. и 4. питање:

1. Да ли је дисертација написана у складу са образложењем наведеним у пријави теме
Докторске дисертација је написана у потпуности у складу да образложењима које је кандидат навео у пријави докторске дисертације.

2. Да ли дисертација садржи све битне елементе
Докторска дисертација садржи све битне елементе који се односе на структуру пријављеног истраживања, циљ, предмет, проблеме и постављене хипотезе истраживања.

3. По чему је дисертација оригиналан допринос науци

Научни допринос дисертације се огледа у сазнању да је делимичан модел стицања власништва кроз стратегијске алијансе и заједничка улагања оптималан модел раста између одабраних земаља Југоисточне Европе. На основу спроведеног истраживања на примеру одабраних земаља Југоисточне Европе потврђено је да институционалне карактеристике земаља играју веома важну улогу у привлачењу одређених модела реструктурирања у функцији екстерног раста предузећа. Самим тим, дефинисањем мера које су усмерене ка јачању институционалног оквира и подизању свести предузећа о њиховом укључивању у глобалне „ланце” вредности кроз вертикалне стратегијске алијансе, заједничка улагања и регионалне кластере малих и средњих предузећа, требало би да дође до повећања обима пословног реструктурирања између одабраних земаља у оним смеровима код којих се нарочито показало да нису искоришћени сви потенцијали међусобног пословног реструктурирања.

Научни допринос истраживања се такође огледа у значајној информативној подршци менаџерима у предвиђању будућих „мета“, а таква подршка произилази из примењених статистичких модела предвиђања будућих „мета“ на основу њихових карактеристика у претходном периоду, при чему се дошло до сазнања да су циљна предузећа на тржишту Србије она предузећа која имају високу ефикасност, високу ликвидност, низак степен леверица и ниску профитабилност у поређењу са гранским просеком.

На основу резултата истраживања о успешности постаквизиционих перформанси одређених модела пословног реструктурирања кроз испитивање утицаја на мерила перформанси и интересне групе, научни допринос истраживања се даље огледа у пружању информативне подршке креаторима економске и финансијске политике о оцени атрактивности одређеног тржишта за привлачење одређених модела реструктурирања у функцији екстерног раста. Резултати истраживања пружају информативну подршку у смислу шта креатори економске и финансијске политике могу предузети како би повећали атрактивност тржишта за повећање модела реструктурирања кроз екстерну експанзију предузећа, а такво сазнање произилази из анализе резултата преузимања у претходном периоду.

4. Недостаци дисертације и њихов утицај на резултат истраживања
У докторској дисертацији нису уочени недостаци који би били од утицаја на резултате истраживања и квалитет докторске дисертације.

X ПРЕДЛОГ:

На основу укупне оцене дисертације, комисија предлаже:

- **да се докторска дисертација прихвати, а кандидату одобри јавна одбрана.**

Полазећи од напред наведених ставова, Комисија предлаже Наставно-научном већу Економског факултета у Суботици да **прихвати позитивну оцену докторске дисертације** под насловом „**Финансијски аспекти пословног реструктурирања предузећа у земљама Југоисточне Европе**“ и да кандидату **Јелени Андрашић одобри јавну одбрану докторске дисертације.**

Комисија овакав предлог дефинише на основу:

1. јасно дефинисаног предмета и циља истраживања.
2. логично постављеног и реализованог плана истраживања,
3. позитивних одговора на постављене хипотезе истраживања и
4. научног доприноса урађене дисертације.

У Суботици 20.06.2016. године

(Др Мирко Андрић, редовни
професор Економског факултета у
Суботици, Универзитет у Новом
Саду)

(Др Вера Мирковић, доцент
Економског факултета у Суботици,
Универзитет у Новом Саду)

(Др Евица Петровић, редовни
професор Економског факултета у
Нишу, Универзитет у Нишу)