

Број: 29-03-2021			
С. ред	Број	Прилог	Средност
	1008/1		

NASTAVNO-NAUČNOM VEĆU EKONOMSKOG FAKULTETA UNIVERZITETA U BEOGRADU

Na osnovu odluke Nastavno-naučnog veća Ekonomskog fakulteta u Beogradu od 24.03.2021. godine, određeni smo u komisiju za ocenu i odbranu doktorske disertacije pod nazivom „*Finansijsko izveštavanje o performansama grupe i ekonomska realnost: konsolidovani finansijski izveštaji vs. pojedinačni finansijski izveštaji matičnog preduzeća*“ kandidatkinje Marine Vasilić. Pošto smo proučili doktorsku disertaciju podnosimo

IZVEŠTAJ O OCENI DOKTORSKE DISERTACIJE

1. Osnovni podaci o kandidatu i disertaciji

Marina Vasilić je rođena 1984. godine u Beogradu, gde je završila osnovnu školu kao nosilac Vukove diplome, kao i Četvrtu gimaziju. Diplomirala je na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu (smer Finansije, bankarstvo i osiguranje) sa prosečnom ocenom 9,12. Master akademske studije na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu (smer Računovodstvo, revizija i poslovne finansije) završila je 2012. godine sa prosečnom ocenom 10,00, odbranivši master rad pod nazivom „*Problemi revizije konsolidovanih finansijskih izveštaja*“. Doktorske studije na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu (studijski program Poslovno upravljanje) upisala je 2012. godine, gde je položila sve ispite predviđene nastavnim planom doktorskih studija, sa prosečnom ocenom 9,33.

Radnu karijeru je započela u Revizorskoj kući - Auditor iz Beograda. Od aprila 2011. godine zaposlena je na Poljoprivrednom fakultetu Univerziteta u Beogradu, gde, prvo u zvanju saradnika u nastavi, a kasnije u zvanju asistenta, izvodi časove vežbi na predmetima Finansijsko računovodstvo, Poljoprivredno računovodstvo i Osnovi knjigovodstva. Član je Saveta Poljoprivrednog fakulteta Univerziteta u Beogradu i sekretar Katedre teorije troškova, računovodstva i finansija. Član je Nadzornog odbora kompanije Pupin Telecom ad Beograd i komisija za reviziju u društvima Institut za strane jezike ad Beograd, NBB Nekretnine ad Beograd i PPT Armature ad Aleksandrovac.

Marina Vasilić je u svojstvu autora i koautora objavila više radova. Ovde navodimo rad čija je tema neposredno povezana sa temom doktorske disertacije i koji ispunjava uslove u pogledu kategorizacije (M24):

- Vasilić, M. (2020). Financial reporting practices of Serbian corporate groups: compliance with global professional regulations. *Ekonomika preduzeća*, 68(5-6), 354-368. ISSN 0353-443X

Nastavno-naučno veće Ekonomskog fakulteta na sednici održanoj 22.05.2019. godine odobrilo je Marini Vasilić izradu doktorske disertacije pod nazivom „*Finansijsko izveštavanje o performansama grupe i ekonomska realnost: konsolidovani finansijski izveštaji vs.*

pojedinačni finansijski izveštaji matičnog preduzeća“. Doktorska disertacija je obrađena na 229 strana. Pored uobičajenih celina, koje uključuju *Sažetak* (na srpskom i engleskom jeziku), *Uvod* (str. 1- 7), *Zaključak* (str. 186-190), *Literatura* (str. 191-201) i *Prilozi* (str. 202-216), disertacija obuhvata pet delova: *Teorijska utemeljenost značaja računovodstvenih informacija* (str. 8-41), *Konsolidovanje kao preduslov kvalitetnog finansijskog izveštavanja o performansama grupe preduzeća* (str. 42-71), *Determinante informacionog kapaciteta konsolidovanih finansijskih izveštaja* (str. 72-100), *Kvalitativna svojstva finansijsko-izveštajnih informacija o performansama grupe preduzeća* (str. 101-141) i *Empirijska analiza informacione nadmoći konsolidovanih finansijskih izveštaja u sistemu eksternog finansijskog izveštavanja zemalja bivše Jugoslavije* (str. 142-185). Doktorska disertacija sadrži 35 tabela (od kojih se 17 nalazi u priložima). U izradi disertacije korišćeno je 206 bibliografskih izvora (knjige, naučni članci, radni papiri i sl.), pretežno na engleskom jeziku.

2. Predmet i cilj disertacije

Intenzivne promene poslovnog okruženja, inicirane globalizacijom i tehnološkim progresom, rezultirale su značajnim inovacijama u poslovanju tržišnih učesnika, stimulišući njihovo međusobno udruživanje kao odgovor na sve izraženije i raznovrsnije poslovne rizike, i to u potpuno novim organizacionim oblicima, koji su nadmašili poznate i jasne okvire korporativnog entiteta. Veliki finansijski skandali širom sveta, sa sveprožimajućim štetnim posledicama na međunarodnom planu, ozbiljno su upozorili sveopštu javnost na pitanja kvaliteta finansijskog izveštavanja i njegove uloge u osiguranju stabilnosti finansijskog sistema, otkrivši bolne slabosti eksternog finansijskog izveštavanja i potrebu za njihovim promptnim prevladavanjem. Kao rezultat ovih procesa, regulativa finansijskog izveštavanja o performansama grupa preduzeća pretrpela je značajne izmene tokom poslednjih godina, uključujući reviziju samog pristupa identifikaciji grupe, inoviranje koncepta kontrole, tj. uvođenje novih smernica za prepoznavanje matičnih društava, obveznika pripreme konsolidovanih izveštaja.

Kontrolni odnos, kao osnovni identifikator matice i njenog subsidijara, toliko je važan u sistemu eksternog finansijskog izveštavanja, da apstrahuje pitanja pravne i organizacione forme nosioca i subjekta kontrole, tretirajući ih kao jedinstveni ekonomski entitet – grupu preduzeća, i izveštavajući zainteresovanu javnost o njenim performansama na konsolidovanoj osnovi, kao da je reč o izveštajnom entitetu koji je i u pravno-formalnom smislu jedinstven. Konsolidovani finansijski izveštaji neizbežan su činilac teorije i prakse finansijskog izveštavanja već više od jednog veka. Ipak, i pored značajnih napora relevantnih regulatornih tela na harmonizaciji sistema finansijskog izveštavanja na globalnom nivou, uniformni pristup izveštavanju o performansama grupa još uvek nije postignut.

Naime, pravo izbora predviđeno međunarodnom regulativom finansijskog izveštavanja o grupama, omogućuje nacionalnim zakonodavcima da, pored konsolidovanih izveštaja grupe, matičnim društvima nametnu obavezu sastavljanja i pojedinačnih finansijskih izveštaja, pružajući na taj način eksternim korisnicima finansijsko-izveštajnih informacija mogućnost da prošire svoju informacionu bazu za donošenje odluka i time potencijalno unaprede njihov očekivani ishod. Iako u osnovi oba izveštajna seta zapravo opisuju isti izveštajni entitet - matično društvo, izvesno je da oni to čine na različite načine. Naime, dok su pojedinačni finansijski izveštaji matičnog društva striktno fokusirani na njegovu pravnu formu, prikazujući sve ekonomske resurse koja matica neposredno kontroliše, kao i sva potraživanja drugih strana u odnosu na te resurse i efekte njihovog angažovanja u posmatranom periodu, konsolidovani izveštaji imaju širi pristup i obuhvataju i one ekonomske resurse koji nisu u neposrednom vlasništvu matičnog društva, ali kojima ono efektivno upravlja kroz svoje subsidijare.

Iako različitog informacionog sadržaja, konsolidovani i pojedinačni izveštaji imaju istovetne ciljeve, nastojeći da ponude korisne informacije postojećim i potencijalnim investitorima, zajmodavcima i drugim poveriocima matičnog društva, za potrebe njihovih procena očekivanih budućih neto priliva gotovine u matično društvo od interesa, i donošenja odluka, primarno investicionog karaktera. Stoga se može diskutovati o motivima pojedinih nacionalnih regulatora da koriste pravo izbora ostavljeno međunarodnom regulativom eksternog finansijskog izveštavanja o grupama i uvode pojedinačne izveštaje matičnih preduzeća kao dodatno obavezni izveštajni set. Praktična iskustva zemalja sa dualnim sistemom finansijskog izveštavanja o grupama ukazuju na niz dodatnih, pravno-specifičnih uloga koje su dodeljene pojedinačnim finansijskim izveštajima matice u takvim okolnostima, prvenstveno usmerenih ka polaganju računa pred poreskim organima i regulatornim telima. Uobičajeno služeći kao osnov za obračun oporezive i raspodeljive dobiti, isplatu dividendi, pribavljanje dodatnog kapitala, procenu vrednosti imovine i kapitala matice i slično, pojedinačni finansijski izveštaji matičnog društva postaju opravdano izloženi riziku udaljavanja od svog opšteg cilja obezbeđenja korisnih informacija za odlučivanje. Tržišta kapitala u razvoju, sa nedovoljno razvijenim mehanizmima za sankcionisanje uprava izveštajnih entiteta za propuste u eksternom finansijskom izveštavanju, predstavljaju posebno podesna područja za materijalizaciju informacionih rizika ove vrste.

Imajući prethodno u vidu, predmet istraživanja u ovoj doktorskoj disertaciji bio je sistem finansijskog izveštavanja o grupama preduzeća, kao informaciona podrška odlučivanju postojećih i potencijalnih investitora, zajmodavaca i drugih poverilaca matičnog društva. Fokus svih analiza u disertaciji je na ispitivanju razlika u informacionom kapacitetu konsolidovanih izveštaja u odnosu na pojedinačne izveštaje matice, tj. podobnosti u njima obelodanjenih informacija za procenu iznosa, dinamike i neizvesnosti očekivanih budućih neto priliva gotovine u matično društvo. Smatra se da su procene ove vrste praktično nemoguće bez informacija o ekonomskim resursima entiteta, zahtevima drugih strana u odnosu na entitet, kao i uspešnosti rukovodstva u upravljanju kompanijom. Zapravo, reč je o informacijama koje zainteresovanim korisnicima pružaju osnovu za kvalitetno vrednovanje izveštajnog entiteta.

U disertaciji je ispitana informaciona nadmoćnost konsolidovanih informacija, kao i inkrementalni doprinos informacija iz pojedinačnih izveštaja matice ukupnoj korisnosti za donošenje odluka postojećih i potencijalnih investitora i poverilaca. Korisnost finansijsko-izveštajnih informacija odmeravana je u svetlu karakterističnih svojstava računovodstvenog rezultata, kao najšire korišćenog pojedinačnog indikatora performansi kompanija. Kvalitativni atributi rezultata koji su bili predmet ispitivanja obuhvataju vrednosnu relevantnost, perzistentnost, pravovremenost i otpornost na tehnike diskrecionog upravljanja. Pomenuta svojstva analizirana su na nivou konsolidovanih rezultata grupe kao celine, kao i na nivou pojedinačnih rezultata matičnog društva, a potom su vršena odgovarajuća poređenja. Zahvaljujući tome, istraživanje je omogućilo sticanje uvida u stvarna kvalitativna svojstva konsolidovanih i pojedinačnih rezultata na tržištima kapitala u razvoju, što se može smatrati njegovim posebnim doprinosom.

Odgovarajućom empirijskom analizom obuhvaćena su javna matična društva, čije obične akcije ulaze u sastav relevantnih berzanskih indeksa u Srbiji i ostalim bivšim jugoslovenskim republikama. Prilikom selekcije kompanija, kandidatkinja se, osim potrebom odabira obveznika konsolidacije (matičnih kompanija), takođe rukovodila i karakteristikama tržišta kapitala u državama nastalim raspadom Jugoslavije. U tom smislu, izabrane su matice za čijim je običnim akcijama u analiziranom periodu postojala dovoljna tražnja investicione javnosti, da bi se analiza vrednosnih implikacija finansijsko-izveštajnih informacija mogla smatrati opravdanom. Odabranim kompanijama zajedničko je i to da se tržišna vrednost

njihovog kapitala, kao i odgovarajući prinos njihovih akcionara, mogu pouzdano utvrditi, zahvaljujući čemu je moguće ispitivati uticaj finansijsko-izveštajnih informacija na poteze investitora, a time i tržišne attribute kvaliteta računovodstvenog rezultata.

Odabrane države su posebno atraktivne za istraživanja ove vrste, imajući u vidu njihova nedovoljno razvijena tržišta kapitala, kao i okolnost da kvalitativna svojstva obelodanjenih finansijskih informacija o performansama grupa nisu bila predmet značajnijih empirijskih analiza do sada. Kako dualno finansijsko izveštavanje o grupama ne predstavlja standardnu poslovnu praksu u razvijenim ekonomijama, empirijska istraživanja razlika u informacionom kapacitetu konsolidovanih izveštaja i pojedinačnih finansijskih izveštaja matičnog društva relativno su malobrojna. Značaj ove oblasti istraživanja proizilazi i iz činjenice da se u današnjem visoko neizvesnom poslovnom okruženju, sistem finansijskog izveštavanja pojavljuje kao osnovni faktor umanjenja informacione asimetrije na tržištu kapitala, te da kao takav predstavlja važnu polugu njegovog daljeg razvoja. S obzirom na to da poslovna praksa u Srbiji i ostalim državama nastalim raspadom Jugoslavije u ovom domenu značajno zaostaje za razvijenim svetom, istraživanja mogu da budu posebno važna za dalji razvoj analiziranih tržišta kapitala, a samim tim i za razvoj nacionalnih ekonomija analiziranih država.

Polazeći od prethodno definisanog predmeta istraživanja, izvesno je da se može govoriti o višestrukim, međusobno tesno povezanim ciljevima, koje je trebalo postići tokom izrade ove doktorske disertacije. Opšti cilj povezan je sa istraživanjem značaja i opravdanosti dualnog sistema finansijskog izveštavanja o grupama preduzeća. U tom smislu, bilo je neophodno realizovati i dodatne ciljeve, koji se odnose na: a) ispitivanje informacione nadmoći konsolidovanih finansijskih izveštaja, kao podloge za donošenje odluka primarnih korisnika matičnog društva u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o grupama; b) ispitivanje inkrementalnog doprinosa pojedinačnih izveštaja matice ukupnoj korisnosti za donošenje odluka primarnih korisnika matičnog društva u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o grupama; c) ispitivanje specifičnih svojstava obelodanjenih konsolidovanih i pojedinačnih računovodstvenih rezultata javnih društava sa statusom matice na tržištima kapitala zemalja bivše Jugoslavije, i d) istraživanje odnosa između obelodanjenih računovodstvenih informacija i tržišnih pokazatelja javnih društava sa statusom matice na tržištima kapitala zemalja bivše Jugoslavije. U pozadini navedenih ciljeva istraživanja nalazi se potreba da se procene dometi informacione podrške konsolidovanih izveštaja grupe i pojedinačnih izveštaja matice procesu donošenja odluka zainteresovanih primarnih korisnika finansijsko-računovodstvenih informacija na nedovoljno razvijenom tržištu kapitala.

Analiza urađene doktorske disertacije omogućila nam je da konstatujemo da je kandidatkinja tokom njene izrade sledila postavljene ciljeve.

3. Osnovne hipoteze od kojih se polazilo u istraživanju

Na osnovu predmeta i ciljeva istraživanja, u disertaciji je formulisano šest hipoteza. One se odnose na kvalitativna svojstva računovodstvenih rezultata, obelodanjenih u finansijskim izveštajima matičnih kompanija (i njihovih grupa), čije su obične akcije uključene u relevantni berzanski indeks na nedovoljno razvijenim tržištima kapitala nekadašnjih jugoslovenskih republika.

H1: Informacije o rezultatima grupe iskazane u konsolidovanim finansijskim izveštajima ispoljavaju veću vrednosnu relevantnost u odnosu na informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije.

Oslikavajući vezu između računovodstvenih rezultata i kretanja cena, odnosno prinosa akcija kompanije, vrednosna relevantnost rezultata može se tumačiti kao neposredni dokaz njihovog

korisnog potencijala za investitore na tržištu kapitala, odnosno njihove efektivne upotrebe u donošenju odluka u vezi sa (dez)investiranjem. Iako primarni cilj eksternih finansijskih izveštaja nije da pruže informacije o vrednosti izveštajnog entiteta, izvesno je da oni za postojeće i potencijalne investitore predstavljaju glavni oslonac u proceni iznosa, dinamike i nezivesnosti očekivanih budućih neto priliva gotovine u izveštajni entitet, odnosno proceni vrednosti kompanije od interesa. U slučaju kompanija sa statusom matičnog društva, međunarodna profesionalna regulativa finansijskog izveštavanja prepoznaje konsolidovane finansijske izveštaje kao primarni izvor informacija za postojeće i potencijalne investitore. Naime, očekuje se da će prezentacija finansijske pozicije, performansi i tokova gotovine celine ekonomskog entiteta kojim upravlja matično društvo omogućiti investitorima da jasnije sagledaju buduću zarađivačku sposobnost i tokove gotovine matice, kao i njihov rezultujući uticaj na iznose, dinamiku i rizike u vezi sa ukupnim prinosom vlasnika. Sledstveno tome, smatra se da će informacije o grupi kao celini omogućiti investitorima da sa više izvesnosti procenjuju očekivane prinose po osnovu ulaganja u maticu od interesa, kao i da odaberu najpovoljniju investicionu alternativu u datim tržišnim okolnostima. Tim pre što u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o grupama pojedinačni izveštaji matice mogu imati i druge, pravno-specifične uloge, koje mogu narušiti korisni potencijal u njima obelodanjenih informacija za investitore. Istraživanje Evropske savetodavne grupe za finansijsko izveštavanje (EFRAG, 2014) obezbeđuje dokaze da su investitori na tržištu kapitala zaista primarno fokusirani na konsolidovane finansijske izveštaje, te da pojedinačne izveštaje matice koriste sporadično, kao dopunski izvor informacija, nezavisno od toga da li su oni sastavljeni u skladu sa Međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja ili nacionalnim računovodstvenim propisima. Izložena zapažanja i nalazi predstavljali su osnov za formulisanje hipoteze H1.

H2: Informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije unapređuju vrednosnu relevantnost informacija o rezultatima grupe, iskazanih u konsolidovanim finansijskim izveštajima.

Kao dodatno raspoloživi izveštajni set u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o performansama grupe, pojedinačni izveštaji matičnog društva mogu predstavljati koristan izvor dodatnih informacija o matici za postojeće i potencijalne investitore, unapređujući vrednosnu relevantnost konsolidovanih informacija. Pre svega, izveštaji matice mogu ukazati na eventualna ograničenja matice u raspolaganju ukupno ostvarenom neto gotovinom na nivou grupe, koja mogu umanjiti njenu sposobnost da isplaćuje dividende. Takva ograničenja mogu poticati iz zakonskih odredbi, regulatornih zahteva, zaštitnih ugovornih odredbi i sl. Osim toga, treba imati u vidu da su formalni okviri raspodele dividendi vlasnicima matične kompanije uobičajeno definisani profitnim ostvarenjima matičnog društva (tekuće godine i ranijih godina). Takva relacija može učiniti pojedinačne rezultate matične kompanije posebno vrednim informacionim inputom u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o performansama grupe. Značaj pojedinačnih izveštaja matice naročito je naglašen u okolnostima u kojima se oni, kao i konsolidovani izveštaji grupe, pripremaju u skladu sa Međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja. Ovo rezonovanje čini osnovu hipoteze H2.

H3: Informacije o rezultatima grupe iskazane u konsolidovanim finansijskim izveštajima ispoljavaju veću perzistentnost u odnosu na informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije.

Perzistentni rezultati, sa manjim učešćem jednokratnih, tranzitornih komponenti, uobičajeno su preferirani od strane investitora, imajući u vidu njihov očekivano viši predikcioni potencijal i veću upotrebnu vrednost kao inputa u fundamentalnim modelima vrednovanja.

Umanjujući neizvesnosti u pogledu budućih performansi kompanije, više perzistentni rezultati doprinose umanjenju informacionih rizika, postajući time i više vrednosno relevantni za investitore. Oslikavajući performanse grupe kao jedinstvene ekonomske celine, konsolidovani finansijski izveštaji prikazuju rezultat koji je potvrđen na eksternom tržištu, izvan granica grupe. Nasuprot tome, pojedinačni rezultati matice mogu biti značajnije opterećeni politikom unutargrupnih odnosa, koja ne mora biti dugoročnog karaktera, niti nužno mora imati u fokusu profitna ostvarenja matice kao izveštajnog entiteta. Naime, održivost performansi matice može biti periodično žrtvovana "višim" interesima grupe, odnosno neposrednim potrebama da se ostvareni rezultati i tokovi gotovine usmere u okvire drugih članica (subsidijskih). Takve aktivnosti mogu umanjiti perzistentnost pojedinačnih rezultata matičnog društva, ali ne i rezultata grupe kao celine. Osim toga, ne treba zaboraviti da će perzistentnost (ukupnog) pojedinačnog rezultata matičnog društva takođe biti pod uticajem dividendne politike grupe, ali i finansijske pozicije i performansi zavisnih društava. Takvi efekti naročito dolaze do izražaja kod matičnih društava koje predstavljaju čiste holdinge, tj. ostvaruju prihode isključivo kroz realizovane upravljačke aktivnosti na nivou grupe, odnosno naplaćene dividende. U tom smislu, održivost (neto) rezultata matičnog društva biće determinisana kako održivošću performansi samih zavisnih društava, tako i drugim faktorima koji mogu motivisati rukovodstvo da privremeno odustane od raspodele dividendi u pojedinim subsidijskim. Okolnost da pojedinačni izveštaji matičnog društva u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja mogu služiti i drugim ciljevima, proisteklim iz zahteva kompanijskog i poreskog prava, takođe može imati negativan efekat na perzistentnost pojedinačnih rezultata. Izložena zapažanja predstavljala su osnov za formulisanje hipoteze H3.

H4: Informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije unapređuju perzistentnost informacija o rezultatima grupe, iskazanih u konsolidovanim finansijskim izveštajima.

Konsolidovani finansijski izveštaji opisuju performanse grupe kao jedinstvene ekonomske celine, prikazujući rezultat ostvaren angažovanjem ukupnih raspoloživih resursa pod kontrolom matične kompanije u posmatranom periodu. Istovremeno, pojedinačni izveštaji matičnog društva opisuju performanse matice kao pravno samostalnog entiteta, prikazujući rezultat ostvaren angažovanjem resursa u njenom neposrednom vlasništvu, koji je uobičajeno predmet oporezivanja i dalje raspodele. U dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o grupama, postojeći i potencijalni investitori i poverioci matičnog društva imaju mogućnost da buduće performanse grupe procenjuju ne samo na osnovu konsolidovanih rezultata, već uzimajući u obzir i rezultate matičnog društva, prikazane njegovim pojedinačnim finansijskim izveštajima. Pružajući dodatne informacije o performansama matice kao izveštajnog entiteta, pojedinačni rezultati mogu pomoći investitorima da jasnije sagledaju buduće performanse grupe kao celine, nego što bi to bili u prilici da učine korišćenjem samo konsolidovanih informacija. I pored izvesnih ograničenja, koja se mogu pripisati pravno-specifičnim ulogama pojedinačnih finansijskih izveštaja u jurisdikcijama nekadašnjih jugoslovenskih republika, može se očekivati da efektivna primena međunarodnih standarda u pripremi finansijskih izveštaja matice osigura inkrementalni doprinos pojedinačnih rezultata ukupnoj perzistentnosti u dualnom sistemu. Ova zapažanja su bila osnov za postavljanje hipoteze H4.

H5: Informacije o rezultatima grupe iskazane u konsolidovanim finansijskim izveštajima ispoljavaju veću pravovremenost u obuhvatanju stvarnih promena u ekonomskim performansama matice u odnosu na informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije.

Koncept pravovremenosti rezultata oslikava potencijal finansijsko-izveštajnog sistema da promptno prikaže stvarne promene u ekonomskim performansama kompanije, reflektovane u aktuelnim očekivanjima investitora na tržištu kapitala. Smatra se da su računovodstveni rezultati pravovremeni kada u potpunosti oslikavaju sve dostupne informacije na tržištu, koje su „ugrađene“ u cenu akcija kompanije. Basu (1997) detektuje asimetriju u pravovremenosti rezultata američkih kompanija, pokazujući da oni ažurnije reflektuju loše, nego dobre vesti, odnosno da brže priznaju ekonomske gubitke, u odnosu na ekonomske dobitke. Računovodstveni rezultati koji poseduju takva svojstva (tzv. uslovno konzervativni rezultati) smatraju se posebno korisnim informacionim inputima za investitore i poverioce, pre svega u svetlu rešavanja problema informacione asimetrije, kao i na polju unapređenja efikasnosti korporativnog upravljanja i zaduživanja. Kako će ekonomske performanse matičnog društva, između ostalog, biti determinisane i profitnim ostvarenjima njegovih kontrolisanih subsidijara, očekivanja investitora matice (kao i tržišne cene njenih akcija) biće oblikovana dostupnim informacijama o svim članicama grupe (matici i zavisnim društvima). Prikazujući finansijsku poziciju i performanse celine ekonomskog entiteta, konsolidovani finansijski izveštaji po svojoj prirodi imaju veći kapacitet da promptno obuhvate nastale promene u performansama svih članica, bilo da je reč o ekonomskim dobitcima ili gubicima. Obuhvatajući i očekivane sinergijske efekte kombinovanog poslovanja matice i subsidijara, konsolidovani rezultati biće posebno podobni za promptno priznavanje loših vesti, tj. ekonomskih gubitaka čitave grupe, s obzirom na obavezu godišnjeg preispitivanja vrednosti stečenog gudvila u konsolidovanim finansijskim izveštajima. Istovremeno, pojedinačni izveštaji matičnog društva trpe izvesna računovodstvena ograničenja, koja mogu limitirati pravovremenost u njima obelodanjenih rezultata (pre svega, imajući u vidu uobičajeno kašnjenje u priznavanju dividendi subsidijara). Ova zapažanja predstavljala su osnov za formulisanje hipoteze H5.

H6: Informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije više su podložne tehnikama diskrecionog upravljanja u odnosu na informacije o rezultatima grupe iskazane u konsolidovanim finansijskim izveštajima.

Ciljano uobličavanje rezultata u finansijskim izveštajima uobičajeno se smatra nepoželjnim sa stanovišta donosilaca odluka na tržištu kapitala, i pored nalaza određenih empirijskih istraživanja koji pokazuju da takve izveštajne strategije menadžmenta mogu biti usmerene ka saopštavanju važnih, eksterno neuočljivih informacija o kompaniji, postojećim i potencijalnim investitorima. Naime, kada su obelodanjeni rezultati ciljano podešavani od strane rukovodstva, bilo u pravcu njihovog uravnoteženja ili dostizanja izvesnih graničnih vrednosti (na primer, prelaska u zonu dobitka), sposobnost finansijskih izveštaja da verodostojno prezentuju stvarne performanse kompanije opravdano se može dovesti u pitanje (čak i onda kada diskreciono upravljanje ostaje u okvirima regulativom dozvoljenog manevarskog prostora). Pravno-specifične uloge pojedinačnih izveštaja matične kompanije u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o grupama mogu motivisati rukovodstvo da, osim pružanja korisnih informacija za odlučivanje eksternim adresatima, oblikovanjem informacija o matici kao izveštajnom entitetu takođe stremi i ka realizaciji drugih specifičnih ciljeva. Stoga se može očekivati da sklonosti rukovodstva ka realizaciji tehnika diskrecionog upravljanja i uravnotežavanja obelodanjenih rezultata budu izraženije na nivou pojedinačnih izveštaja matice, nego na konsolidovanom nivou. Takvi rizici naročito su prisutni u okolnostima u kojima eksterno finansijsko izveštavanje nema dominantu ulogu u komuniciranju rukovodstva i investicione javnosti, kada će izveštajne strategije rukovodstva očekivano biti više prilagođene poreskim ciljevima, potrebi oblikovanja dividendnih plaćanja, težnji za prikrivanjem loših performansi, dostizanjem ciljanih profitnih targeta ili

izbegavanjem kršenja ugovornih klauzula. Izložena zapažanja predstavljala su osnov za formulisanje hipoteze H6.

Rezultati odgovarajućih ekonometrijskih analiza konzistentni su sa hipotezama H2, H3 i H4. Naime, rezultati grupe i matične kompanije poseduju izvesna kvalitativna svojstva koja se mogu očekivati i na visoko razvijenim tržištima kapitala. Oni su vrednosno relevantni, kada se koriste istovremeno kao ukupno raspoloživi izvori informacija o performansama grupe i matične kompanije u dualnom sistemu. Osim toga, oni su i perzistentni (posmatrani zasebno i zajedno), pri čemu je perzistentnost konsolidovanih rezultata očekivano viša. I pored izvesnih indicija o višoj vrednosnoj relevantnosti rezultata grupe, nema dovoljno dokaza za tvrdnju hipoteze H1 da su konsolidovani rezultati više vrednosno relevantni u odnosu na pojedinačne rezultate matične kompanije. Takođe, ekonometrijska analiza je pokazala da niti rezultati grupe, niti rezultati matice, nisu pravovremeni u obuhvatanju stvarnih promena u ekonomskim performansama matičnog društva, reflektovanim u kretanju prinosa akcija matice. Konačno, odgovarajući indikatori upravljanja rezultatom ukazuju na veću podložnost pojedinačnih rezultata matice tehnikama ciljanog uobličavanja, u skladu sa tvrdnjom izloženom u hipotezi H6.

4. Opis sadržaja disertacije po poglavljima

Sadržaj doktorske disertacije je prilagođen definisanom predmetu istraživanja, izabranim istraživačkim ciljevima i postavljenim hipotezama. Pored uvodnog dela, zaključnih razmatranja, pregleda literature i priloga doktorska disertacija sadrži pet međusobno povezanih logično strukturiranih delova.

U prvom delu, pod nazivom „*Teorijska utemeljenost značaja računovodstvenih informacija*“, kandidatkinja je prezentovala teorijsku osnovu neophodnu za razumevanje značaja eksternog finansijskog izveštavanja, njegovih ciljeva i najznačajnijih determinanti, sa posebnim osvrtom na informaciono okruženje tržišta kapitala. Uloga i značaj javno dostupnih informacija o performansama izveštajnih entiteta najpre su analizirani kroz prizmu različitih teorijskih pristupa, koji su oblikovali praksu korporativnog finansijskog izveštavanja tokom njegove istorije. Kao osnovni instrument umanjenja informacione asimetrije između izveštajnog entiteta, odnosno njegovog rukovodstva, i širokog kruga eksternih korisnika, savremeni finansijski izveštaji regulisani su sa ciljem obezbeđenja korisnih, relevantnih i verodostojno prezentovanih informacija za odlučivanje postojećim i potencijalnim investitorima, zaposlenicima i ostalim poveriocima. Kako subjektivni karakter koncepta korisnosti može otežati praktičnu realizaciju opšteg cilja finansijskog izveštavanja, u prvom delu rada kandidatkinja je istražila mogućnosti bliže operacionalizacije ciljeva korporativnog finansijskog izveštavanja iz ugla različitih korisnika i njihovih specifičnih informacionih potreba. Osim toga, analizirani su i karakteristični faktori od uticaja na uspešnost sistema finansijskog izveštavanja u jednoj ekonomiji, kao i specifični finansijsko-izveštajni interesi uslovljeni zahtevima tržišta kapitala. Imajući u vidu neraskidivu uzajamnu vezu između kvaliteta finansijskog izveštavanja javnih kompanija i veličine i stepena razvijenosti tržišta kapitala, kao i efikasne alokacije ograničenih resursa i daljeg razvoja privrede, ova pitanja posebno su važna za države sa tržištima kapitala u razvoju.

U drugom delu doktorske disertacije pod nazivom „*Konsolidovanje kao preduslov kvalitetnog finansijskog izveštavanja o performansama grupe preduzeća*“ kandidatkinja se dominantno bavila specifičnostima eksternog finansijskog izveštavanja o grupama. Najpre je prezentovan razvoj teorijske misli o finansijskom izveštavanju grupe preduzeća, počevši od fokusa na maticu i njene vlasnike, do prepoznavanja grupe kao jedinstvenog subjekta finansijskog izveštavanja. Kako informacioni potencijal finansijskih izveštaja članica grupe može biti ozbiljnije ugrožen u uslovima njihove podređenosti jedinstvenoj matičnoj upravi, u ovom delu

disertacije kandidatkinja je ukazala na neophodnost identifikacije grupe kao subjekta finansijskog izveštavanja i prezentacije njenih performansi na konsolidovanoj osnovi, u svetlu osiguranja korisnih informacija postojećim i potencijalnim investitorima i poveriocima matičnog društva. Imajući u vidu uobičajeno odsustvo jedinstvene računovodstvene evidencije za grupu kao celinu, istražene su osnovne premise konsolidovanja, kao pretpostavke realizacije opšteg cilja finansijskih izveštaja grupe, kao i mogući izvori informacionih rizika, koji mogu ozbiljnije ugroziti korisni potencijal konsolidovanih informacija. Osim toga, u ovom delu disertacije sagledane su i specifičnosti dualnog sistema finansijskog izveštavanja o grupama, kao i mogući motivi, informacioni rizici i potencijalne koristi od propisivanja pojedinačnih izveštaja matične kompanije, kao obaveznog dodatnog izveštajnog seta. S obzirom na okolnost da neka od najrazvijenijih tržišta kapitala počivaju na konsolidovanim finansijskim izveštajima kao isključivom izvoru informacija o matičnom društvu (i grupi kojom ono upravlja), sagledavanje korisnog potencijala i informacionih rizika dualnog sistema može se smatrati posebno značajnim sa stanovišta unapređenja kvaliteta finansijskog izveštavanja o grupama, pre svega u manje razvijenim ekonomijama, a i u načelu.

U trećem delu doktorske disertacije pod nazivom „*Determinante informacionog kapaciteta konsolidovanih finansijskih izveštaja*“ kandidatkinja se bavila najznačajnijim faktorima koji mogu opredeliti iskaznu moć konsolidovanih finansijskih izveštaja. Zapravo, reč je o potencijalnim izvorima njihove nadmoći u informisanju postojećih i potencijalnih investitora i poverilaca matičnog društva, u odnosu na pojedinačne izveštaje matice. Otuda su u okviru ovog dela najpre sagledane finansijsko-izveštajne implikacije čina sticanja kontrole, kao osnovnog identifikatora grupe preduzeća. Reč je o momentu uključenja novostečenog subsidijara u krug konsolidovanja, odnosno priznavanja njegove prepoznatljive stečene imovine, preuzetih obaveza, eventualnih učešća bez prava kontrole i rezultujućeg gudvila (ili dobitka od povoljne kupovine) u konsolidovanim finansijskim izveštajima. Od posebnog informacionog značaja je i okolnost da propisani računovodstveni postupak metode sticanja propisuje upotrebu fer vrednosti, omogućavajući aktuelizaciju stečenih stavki zavisnog društva u trenutku sticanja kontrole, ali i priznavanje imovine koja do tog trenutka nije bila prepoznata u finansijskim izveštajima zavisnog društva. Takođe, kandidatkinja je analizirala i informacioni potencijal koji proističe iz potpune konsolidacije finansijsko-izveštajnih informacija matičnog društva i njegovih kontrolisanih subsidijara, omogućavajući prezentaciju performansi grupe kao jedinstvenog entiteta na trajnoj konsolidovanoj osnovi. Upravo zahvaljujući proceduri potpunog konsolidovanja, finansijskim izveštajima grupe biće prezentovana njena ukupna ekonomska snaga, odnosno celokupni ekonomski resursi koje matica kontroliše, direktno ili indirektno, sva potraživanja drugih strana u odnosu na te resurse, kao i svi efekti njihovog angažovanja u relevantnom periodu. Uvažavajući činjenicu da grupu preduzeća u širem smislu takođe čine i eventualna pridružena društva i zajednički poduhvati, pod značajnim uticajem, odnosno zajedničkom kontrolom grupe, u ovom delu rada sagledane su i informacione koristi koje njihova prezentacija u konsolidovanim finansijskim izveštajima može imati za primarne korisnike matičnog društva i ocenu performansi matice. Konačno, u ovom delu disertacije, kandidatkinja je analizirala i izvore informacionog potencijala specifičnih obelodanjivanja u finansijskim izveštajima grupe. Pružanjem detaljnijeg uvida u strukturu, prilike i odnose u grupi, napomene uz konsolidovane finansijske izveštaje mogu pomoći zainteresovanim korisnicima da bolje sagledaju trenutne i pouzdanije procene buduće performanse matične kompanije (u odnosu na percepciju ovih performansi koju bi mogli steći iz njenih pojedinačnih izveštaja).

U četvrtom delu doktorske disertacije pod nazivom „*Kvalitativna svojstva finansijsko-izveštajnih informacija o performansama grupe preduzeća*“ kandidatkinja se najpre bavila

problemima kvalitativnih karakteristika javno dostupnih finansijsko-izveštajnih informacija o grupi preduzeća, u svetlu informacionih potreba njenih primarnih korisnika. Potom su analizirani specifični izvori informacionih rizika finansijskog izveštavanja o performansama grupe, kao i dometi njihovih mogućih posledica po narušavanje ukupnog korisnog potencijala za primarne korisnike. U tom smislu, posebno su istražene mogućnosti prevazilaženja uzroka primene različitih tehnika kreativne računovodstvene prakse, kao i umanjenja njenih štetnih posledica u uslovima istovremene raspoloživosti finansijskih izveštaja grupe i njenog matičnog društva. Iako se prirodno može očekivati da obavezni dodatni set pojedinačnih izveštaja matice donese kvalitativno „nove“ informacije primarnim korisnicima i time unapredi njihovo odlučivanje, okolnost da ovim izveštajima mogu biti dodeljene i druge pravno-specifične uloge zapravo može kompromitovati njihov informacioni potencijal, pa čak i ukupnu korisnost raspoloživih informacija o grupi. U takvim okolnostima, primarni korisnici finansijskih informacija grupe moraju imati jasna saznanja u pogledu upotrebne vrednosti konsolidovanih i pojedinačnih informacija. Stoga je u ovom delu disertacije posebno analizirana problematika merenja kvaliteta finansijsko-izveštajnih informacija, naročito imajući u vidu otežanost praktične operacionalizacije koncepta korisnosti, na kojem počiva opšti cilj eksternog finansijskog izveštavanja, kao i odsustvo generalnog konsenzusa u pogledu interpretacije kvaliteta računovodstvenih informacija. Poznato je da teorija i praksa finansijskog izveštavanja prepoznaju računovodstveni rezultat kao pojedinačno najvredniji indikator performansi kompanija, kao i specifične kvalitativne attribute koji ga mogu učiniti posebno podesnim inputom za prognoze očekivanih budućih neto priliva gotovine u izveštajni entitet. Reč je o svojstvima vrednosne relevantnosti, perzistentnosti, pravovremenosti i podložnosti rezultata različitim tehnikama diskrecionog upravljanja. U ovom delu disertacije, pomenuta svojstva posebno su analizirana u svetlu njihove praktične upotrebe u odmeravanju kvaliteta finansijsko-izveštajnih informacija o grupama i njihovim maticama.

U petom delu doktorske disertacije pod nazivom „*Empirijska analiza informacione nadmoći konsolidovanih finansijskih izveštaja u sistemu eksternog finansijskog izveštavanja zemalja bivše Jugoslavije*“ sprovedena je sveobuhvatna empirijska analiza informacione superiornosti konsolidovanih rezultata, u odnosu na pojedinačne rezultate matične kompanije, kao i inkrementalnog doprinosa pojedinačnih rezultata matice u uslovima dualnog sistema finansijskog izveštavanja nekadašnjih jugoslovenskih republika. Na osnovu pregleda relevantne literature, formulisano je ukupno šest hipoteza, koje se odnose na vrednosnu relevantnost, perzistentnost, pravovremenost rezultata grupe i matične kompanije, kao i njihovu podložnost tehnikama ciljanog uobličavanja. Potom je definisan metodološki okvir istraživanja, u okviru kojeg su prezentovani i opisani uzorak odabranih matica, korišćeni izvori podataka, modeli za ocenu analiziranih kvalitativnih atributa rezultata i korišćene varijable. U ispitivanju vrednosne relevantnosti, perzistentnosti i pravovremenosti rezultata grupe i matične kompanije primenjena je ekonometrijska analiza podataka panela, koja je omogućila testiranje hipoteza H1, H2, H3, H4 i H5. Primenom odgovarajućih indikatora upravljanja rezultatom, kao i parametarskih i neparametarskih testova, ispitana je razlika u podložnosti rezultata grupe i matice ciljanom uobličavanju od strane rukovodstva i testirana je hipoteza H6. Nakon prezentacije i interpretacije rezultata empirijske analize, u ovom delu doktorske disertacije ukazano je na izvesna ograničenja, kao i moguće pravce daljih istraživanja u ovoj oblasti.

5. Metode koje su primenjene u istraživanju

U izradi doktorske disertacije kandidatkinja je koristila više naučno-istraživačkih metoda, karakterističnih za odabranu oblast istraživanja, koje su bile u funkciji testiranja predloženih hipoteza. Primenjene su sledeće metode:

Statistička analiza korišćena je u cilju opisivanja podataka panela, testiranja postavljenih hipoteza i ispitivanja korelacije između analiziranih varijabli. Deskriptivna statistička analiza omogućila je sticanje uvida u osnovne karakteristike varijabli od interesa, kao i u prilike na tržištima kapitala zemalja bivše Jugoslavije. Korelaciona analiza je upotrebljena za ispitivanje jačine i prirode veza između karakterističnih varijabli, koje su korišćene u daljoj empirijskoj analizi vrednosne relevantnosti, perzistentnosti, pravovremenosti i otpornosti rezultata na ciljano upravljanje.

Ekonometrijska analiza podataka panela je upotrebljena za proveru postavljenih hipoteza o nadmoćnosti informacionih svojstava računovodstvenih rezultata obelodanjenih u konsolidovanim finansijskim izveštajima grupe, u odnosu na svojstva pojedinačnih rezultata matičnog društva, iz ugla primarnih korisnika kao donosilaca odluka. Kako serija panel podataka predstavlja kombinaciju uporednih podataka i vremenskih serija, svaka opservacija u panelu u sebi sadrži podatke i o strukturi i o dinamici analizirane pojave. Time analiza panela omogućava iskorišćavanje maksimuma informacija iz ograničenog broja opservacija u odabranom uzorku, što se u empirijskim istraživanjima ove vrste pokazalo kao dragoceno. Korišćenjem podataka panela u ekonometrijskoj analizi, omogućava se i analiza efekata brojnih promenljivih koje nisu eksplicitno uključene u model koji se ocenjuje. Polazne ekonometrijske specifikacije bili su modeli panela sa individualnim (i vremenskim) efektima. Konačan izbor ekonometrijske specifikacije analiziranih modela, kao i korišćenih metoda ocenjivanja bio zasnovan je na prirodi uzorka (prostorna i vremenska dimenzija) i rezultatima ekonometrijskih testova (testova individualnih i vremenskih efekata, testova heteroskedastičnosti, normalnosti, istovremene korelacije, testova endogenosti, prekomerne identifikacije parametara i dr.), kao i na metodologiji korišćenoj u dosadašnjoj literaturi iz navedene oblasti. Kao izvori podataka panela korišćeni su revidirani konsolidovani i pojedinačni finansijski izveštaji i izveštaji uprave odabranih matičnih kompanija, njihovi javno dostupni korporativni dokumenti, kao i baze podataka berzi, registara hartija od vrednosti i privrednih registara Republike Srbije i ostalih zemalja bivše Jugoslavije.

Kabinetsko istraživanje je sprovedeno u odnosu na obimnu inostranu i domaću literaturu, kao i podatke prikupljene iz različitih izvora, koji uključuju javno dostupne konsolidovane i pojedinačne finansijske izveštaje analiziranih kompanija, ostale korporativne objave, izveštaje i dokumenta, raspoložive podatke sa berzi, privrednih registara i komisija za hartije od vrednosti zemalja bivše Jugoslavije i sl., u cilju formulisanja teorijske osnove za proveru postavljenih hipoteza u disertaciji.

Metod deskripcije je korišćen za opis specifičnih svojstava sistema finansijskog izveštavanja o grupama preduzeća, problematike dualnog sistema finansijskog izveštavanja, ograničenja iskazne moći pojedinačnih finansijskih izveštaja matičnog društva, osnovnih postulata konsolidovanih finansijskih izveštaja, kao i specifičnih rizika koje dualni sistem finansijskog izveštavanja može proizvesti za primarne korisnike finansijskih informacija grupe.

Metod komparacije upotrebljen je za poređenje informacionih svojstava konsolidovanih izveštaja grupe i pojedinačnih izveštaja matičnog društva, kao i za sagledavanje informacione nadmoći dualnog sistema finansijskog izveštavanja o grupama, u odnosu na sistem izveštavanja zasnovan samo na konsolidovanim finansijskim izveštajima.

Metod analize i sinteze bio je od značaja na području ispitivanja specifičnih svojstava pojedinačnih i konsolidovanih rezultata, u vidu njihove vrednosne relevantnosti, perzistentnosti, pravovremenosti i podložnosti tehnikama diskrecionog upravljanja, kao i na području istraživanja njihove sveobuhvatne korisnosti za procenu očekivanih budućih neto priliva gotovine u matično društvo i donošenje ekonomski opravdanih investicionih odluka.

Metod studije slučaja primenjen je u detaljnoj analizi stvarnih kvalitativnih svojstava finansijskih informacija koje grupe preduzeća obelodanjuju o svom poslovanju, u realnom kontekstu njihovog egzistiranja na tržištima kapitala zemalja bivše Jugoslavije.

6. Ostvareni rezultati i naučni doprinos

U okviru doktorske disertacije koja je predmet analize, izvršena su opsežna teorijska i empirijska istraživanja, koja nude značajna unapređenja na području kvaliteta eksternog finansijskog izveštavanja. Uređenje sistema finansijskog izveštavanja uvek je aktuelan istraživački problem, imajući u vidu njegovu izloženost kontinuiranim promenama i neophodnost prilagođavanja potrebama poslovne prakse. Pozicioniranje ovog sistema u jednoj nacionalnoj ekonomiji, pak, umnogome će zavisti od svesti svih učesnika u lancu finansijskog izveštavanja (na čelu sa regulatornim telima) o postojanju neraskidive uzajamne veze između kvaliteta finansijskog izveštavanja, razvoja tržišta kapitala, stabilnosti finansijskog sistema i razvoja nacionalne ekonomije. Činjenica je da razvijene tržišne ekonomije sa bogatom računovodstvenom tradicijom uobičajeno karakterišu i uređeno tržište kapitala i nacionalna ekonomija postavljena na zdravim osnovama. Nasuprot njima, Republika Srbija i ostale zemlje bivše Jugoslavije ne mogu se pohvaliti visokom razvijenošću svojih tržišta kapitala, usled čega eksterno finansijsko izveštavanje u ovim državama može poprimiti potpuno drugačiji karakter u odnosu na razvijene zemlje. Istraživačka atraktivnost problema koji su sadržani u ovoj doktorskoj disertaciji dodatno je povećana činjenicom da, na ovaj način posmatran sistem finansijskog izveštavanja o performansama grupe preduzeća, u našoj zemlji predstavlja gotovo neeksploatisano istraživačko područje. Slična situacija je i u drugim zemljama bivše Jugoslavije koje su uključene u analizu. Atraktivnost sprovedenih istraživanja dodatno dobija na značaju upravo zbog činjenice da je reč o ekonomijama sa nedovoljno uređenim poslovnim ambijentom, tržištima kapitala u početnim fazama razvoja, u kojima uzajamna veza između kvaliteta finansijskog izveštavanja i razvoja tržišta kapitala nije u dovoljnoj meri prepoznata od strane nosilaca ekonomske politike. Takođe, aktuelnosti teme ove doktorske disertacije posebno doprinosi činjenica da je finansijska kriza ponovo nametnula raspravu o kvalitetu finansijskog izveštavanja uopšte, sa posebnim akcentom na izveštavanje o performansama korporativnih grupa. U tom smislu, ostvareni rezultati i naučni doprinos ove doktorske disertacije mogu se prepoznati na nekoliko karakterističnih područja.

U teorijskom smislu, doprinos ove disertacije može se prepoznati u sveobuhvatnom pristupu istraživanju kvaliteta eksternog finansijskog izveštavanja, sa akcentom na grupe preduzeća, kao specifične izveštajne entitete izrazite ekonomske snage i dominantnog uticaja na internacionalnom nivou. Teorijskom analizom obuhvaćena su kompleksna pitanja povezana sa determinantama informacionog kapaciteta konsolidovanih finansijskih izveštaja i pojedinačnih izveštaja matične kompanije, sa posebnim osvrtom na okolnosti svojstvene izveštajnom okruženju nedovoljno razvijenih tržišta kapitala, na kojima ekonomski podsticaji rukovodstva za unapređenjem kvaliteta obelodanjenih finansijskih informacija mogu izostati. U tom smislu, doprinos ovog istraživanja može se prepoznati i u obezbeđenju nedvosmislenih dokaza da Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja ne predstavljaju „univerzalno rešenje za sve probleme“, te da je osiguranje kvaliteta finansijskog izveštavanja, kao pretpostavka daljeg razvoja domaćih tržišta kapitala i privrede u celini, vrlo kompleksno pitanje, koje iziskuje efikasne mehanizme primene regulative, nadzora i sankcionisanja, visoku zaštitu prava investitora, kao i jasna ovlašćenja, odgovornosti i visoke etičke standarde svih učesnika u lancu eksternog finansijskog izveštavanja.

Doprinos ove disertacije može se prepoznati u i sveobuhvatnoj analizi specifičnih karakteristika i značaja dualnog sistema finansijskog izveštavanja o grupama preduzeća. Treba imati u vidu da je reč o temi koja nije dovoljno zastupljena ni u inostranoj literaturi.

Prema našim saznanjima, istraživanje koje je sprovedeno u ovoj doktorskoj disertaciji predstavlja prvo sveobuhvatno istraživanje specifičnosti dualnog sistema finansijskog izveštavanja o performansama grupe preduzeća za područje bivše Jugoslavije. U teorijskom smislu, doprinos ove doktorske disertacije ogleda se u tome što će izvršena istraživanja upotpuniti računovodstvenu literaturu u našoj zemlji i regionu i doprineti pravilnom razumevanju suštine i svrhe finansijskog izveštavanja o grupama preduzeća u tržišnoj ekonomiji, kao i boljem razumevanju informacionih potreba primarnih stejkholdera matičnih društava i načina obezbeđenja izveštajnih informacija sa poželjnim svojstvima za donošenje odluka. Osim navedenog, nalazi ovog istraživanja nedvosmisleno ukazuju na probleme u funkcionisanju tržišta kapitala u nedovoljno razvijenim zemljama, stvarajući dobre polazne pretpostavke za njihovo efikasno prevladavanje.

Nema sumnje da se u okviru doktorske disertacije kandidatkinja bavila aktuelnom, interdisciplinarnom i izazovnom oblašću istraživanja. Poseban naučni doprinos ove disertacije može se prepoznati u primenjenom metodološkom pristupu - ekonometrijskoj analizi podataka panela, koja je korišćena u cilju odmeravanja kvalitativnih svojstava rezultata grupa i matičnih kompanija. Empirijske analize u kojima se podaci panela koriste u cilju ispitivanja korisnih svojstava računovodstvenih rezultata kompanija sa prostora nekadašnje Jugoslavije, veoma su retke. Osim toga, sveobuhvatna empirijska istraživanja računovodstvenih i tržišnih atributa rezultata matičnih kompanija i njihovih grupa, koliko nam je poznato, nisu rađena. U tom smislu, izvršena istraživanja u okviru ove doktorske disertacije predstavljaju dobar teorijsko-metodološki osnov za dalja istraživanja na ovom području.

U doktorskoj disertaciji je sprovedeno sveobuhvatno istraživanje računovodstvenih i tržišnih atributa kvaliteta rezultata grupe i matičnog društva, koje je doprinelo sticanju jasnijeg uvida u korisni potencijal konsolidovanih i pojedinačnih rezultata za postojeće i potencijalne investitore i poverioce na nedovoljno razvijenim tržištima kapitala. U tom smislu, nalazi ovog istraživanja mogli bi biti i od izuzetnog praktičnog značaja kako za kreatore ekonomskih politika u nedovoljno razvijenim državama, tako i za menadžment, ali i postojeće i potencijalne investitore. Ono pruža važne uvide u brojne izvore informacionih rizika na nedovoljno razvijenom tržištu kapitala, naročito ističući neophodnost procene kvaliteta finansijsko-izveštajnih informacija, pre njihove upotrebe u donošenju investicionih odluka. Istraživanje je pokazalo da, na tržištima kapitala u Srbiji, Crnoj Gori, Hrvatskoj, Sloveniji, Makedoniji, Federaciji Bosne i Hercegovine i Republici Srpskoj, finansijsko-izveštajne informacije o performansama grupe, kao celine, u proseku imaju veći korisni potencijal od informacija o matici, odnosno predstavljaju podobnije inpute za procenu budućih iznosa, dinamike i neizvesnosti očekivanih performansi matične kompanije. Prvo, dokazano je da su rezultati grupe više perzistentni i manje podložni ciljanom uobličavanju od strane rukovodstva kompanije, u odnosu na pojedinačne rezultate matične kompanije. Drugo, utvrđeno je da postoje indicije o višoj vrednosnoj relevantnosti konsolidovanih rezultata za investitore na tržištu kapitala, u odnosu na rezultate matice kao izveštajnog entiteta (ipak, dobijeni nalazi nisu dovoljno signifikantni da bi se na osnovu njih mogle vršiti generalizacije). Treće, identifikovan je i važan informacioni doprinos pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije, kao dodatno raspoloživog izveštajnog seta u dualnom sistemu. Naime, dokazano je da rezultati matice unapređuju vrednosnu relevantnost rezultata grupe, kao i njihovu perzistentnost, kada se koriste istovremeno kao izvor informacija od strane zainteresovanih korisnika (pre svega postojećih i potencijalnih investitora i poverilaca matične kompanije). Konačno, istraživanje je pokazalo da niti rezultati grupe, niti rezultati matične kompanije, nisu pravovremeni u priznavanju stvarnih promena u ekonomskim performansama matice, reflektovanim u kretanju prinosa akcija na tržištu.

Imajući u vidu izložene nalaze empirijske analize, u ovoj doktorskoj disertaciji je pokazano da obelodanjeni rezultati grupa i njihovih matrica, u državama nastalim raspadom Jugoslavije, poseduju izvesna kvalitativna svojstva koja se mogu očekivati i na visoko razvijenim tržištima kapitala. Naime, oni su vrednosno relevantni (kada se koriste istovremeno) i perzistentni su (bilo da se posmatraju zasebno ili zajedno). Ipak, oni takođe trpe i očekivane negativne efekte načelno slabog kvaliteta sistema finansijskog izveštavanja u ovim državama, budući da nisu dovoljno pravovremeni, i da su, u izvesnoj meri, bili ciljano uravnotežavani od strane rukovodstva. Prezentovanje nalaza empirijske analize i njihova diskusija zaokruženi su razmatranjem ograničenja analize i mogućih pravaca daljih istraživanja. Dominantni izvori ograničenja empirijskog istraživanja mogu se prepoznati u specifičnim svojstvima analiziranih tržišta kapitala, koja su limitirala veličinu odabranog uzorka matičnih kompanija (istraživanjem su iscrpljene sve raspoložive mogućnosti u pogledu selekcije matičnih kompanija u uzorak, prema raspoloživim podacima u momentu analize; obuhvaćena su praktično sva javna matična društva sa teritorije bivše Jugoslavije (osim Kosova i Metohije), za čijim je običnim akcijama u periodu analize postojala adekvatna tražnja investicione javnosti). U tom smislu, daljim empirijskim istraživanjima neophodno je razmotriti mogućnosti povećanja obuhvata analize, bilo produženjem njenog vremenskog horizonta ili uključivanjem dodatnih kompanija. Time bi se omogućilo istraživanje determinanti kvaliteta finansijskog izveštavanja na nivou kompanije, sagledavanje trendova razvoja u kvalitativnim svojstvima računovodstvenih rezultata tokom vremena, poređenje kvaliteta finansijskog izveštavanja listiranih i nelistiranih matrica, kao i kompanija iz različitih država nastalih raspadom Jugoslavije i sl.

U konačnom, važno je napomenuti i to da se u izradi doktorske disertacije kandidatkinja suočila sa značajnim poteškoćama u prikupljanju neophodnih podataka za sprovođenje istraživanja. Naime, relevantni podaci ne mogu se pronaći u objedinjenoj formi, budući da ne postoje jedinstvene baze podataka o poslovanju korporativnih entiteta u zemljama nastalim raspadom Jugoslavije. Stoga je kandidatkinja učinila značajan napor da se neophodni podaci prikupe iz različitih izvora, objedine i prilagode potrebama istraživanja. U tom smislu, doprinos ove doktorske disertacije može se prepoznati i u podizanju svesti svih učesnika u lancu eksternog finansijskog izveštavanja o značaju obezbeđenja raspoloživosti podataka o poslovanju korporativnih entiteta u istraživačke svrhe, neophodnosti ujednačavanja praksi finansijskog izveštavanja i korporativnih obelodanjivanja, kao i unapređenja njihove pravovremenosti i transparentnosti.

7. Zaključak i predlog Komisije

Na osnovu analize doktorske disertacije pod nazivom „*Finansijsko izveštavanje o performansama grupe i ekonomska realnost: konsolidovani finansijski izveštaji vs. pojedinačni finansijski izveštaji matičnog preduzeća*“ kandidatkinje Marine Vasilić, Komisija zaključuje da je disertacija napisana u skladu sa odobrenom prijavom teme doktorske disertacije, kao i da predstavlja rezultat originalnog naučnog rada. Obradena tema je istraživački zahtevna, još uvek nedovoljno istražena i teorijski i praktično značajna sa stanovišta mogućnosti unapređenja kvaliteta eksternog finansijskog izveštavanja o matičnim kompanijama i korporativnim grupama, a i u načelu. Imajući u vidu definisani predmet istraživanja, postavljene ciljeve, istraživačke hipoteze, primenjene naučne metode i donete zaključke, može se konstatovati da ova doktorska disertacija predstavlja rezultat samostalnog i kvalitetnog naučnog i stručnog istraživačkog rada.

Smatramo da su rezultati koji su ostvareni tokom rada na ovoj disertaciji izuzetno vredni. Kandidatkinja je izvršila adekvatnu analizu teorijske i empirijske građe, što je omogućilo izvođenje logičnih zaključaka i postizanje visokog stepena naučne utemeljenosti istraživanja.

Treba imati u vidu da su empirijske analize kvalitativnih karakteristika finansijsko-izveštajnih informacija o performansama grupa preduzeća i njihovih matičnih kompanija nedovoljno zastupljene u literaturi, između ostalog i zbog činjenice da dualni sistem finansijskog izveštavanja o grupama ne predstavlja preovlađujuću praksu na globalnom nivou. U tom smislu, smatramo da su dobijeni nalazi i zaključci istraživanja relevantni i korisni, kako u naučno-istraživačkom, tako i u poslovno-stručnom smislu.

U teorijskom smislu ključni naučni doprinos ove doktorske disertacije sastoji se u sveobuhvatnom pristupu istraživanju kvaliteta eksternog finansijskog izveštavanja o performansama grupa, koji je, osim uvažavanja karakteristika proklamovanog regulatornog okvira finansijskog izveštavanja, takođe imao u fokusu i druge determinante kvaliteta finansijsko-izveštajnih informacija, u kontekstu izveštajnog okruženja nedovoljno razvijenih tržišta kapitala. U praktičnom smislu, doprinos ove disertacije se ogleda u empirijskoj potvrdi teorijskih stavova - da konsolidovani finansijski izveštaji u načelu predstavljaju informaciono superiorniji izveštajni set za postojeće i potencijalne investitore i poverioce matice, kao i da pojedinačni izveštaji matice mogu unaprediti odlučivanje zainteresovanih korisnika, kada se koriste zajedno sa konsolidovanim izveštajima. Osim toga, istraživanje je pokazalo da kvalitativne karakteristike rezultata grupe i matične kompanije, u uslovima primene Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja, ipak mogu trpeti negativne efekte načelno slabe infrastrukture sistema finansijskog izveštavanja u nedovoljno razvijenim zemljama. Konačno, podižući svest o neraskidivoj dvosmernoj vezi između kvaliteta sistema eksternog finansijskog izveštavanja i daljeg razvoja tržišta kapitala, ova doktorska disertacija ima i praktičan značaj, kako za menadžment matičnih kompanija, postojeće i potencijalne investitore, tako i za regulatore tržišta kapitala i nadležne organe javnog nadzora nad kvalitetom finansijskog izveštavanja.

Imajući prethodno u vidu, konstatujemo da su istraživanja izvršena u okviru ove doktorske disertacije bila opravdana i da ostvareni rezultati, stavovi i zaključci imaju relevantnu naučnu i praktičnu vrednost, te kao takvi predstavljaju važan doprinos unapređenju teorije i prakse finansijskog izveštavanja u Srbiji. Stoga, Komisija smatra da su ispunjeni svi uslovi za odobrenje javne odbrane doktorske disertacije pod nazivom „*Finansijsko izveštavanje o performansama grupe i ekonomska realnost: konsolidovani finansijski izveštaji vs. pojedinačni finansijski izveštaji matičnog preduzeća*” i predlaže Nastavno-naučnom veću Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu da prihvati Izveštaj o oceni doktorske disertacije kandidatkinje Marine Vasilić i odobri njenu javnu odbranu.

Beograd,

25.03.2021.

Članovi komisije:

1. Prof. dr Dejan Malinić

2. Prof. dr Dejan Spasić

3. Prof. dr Aleksandra Nojković

4. Dr Marija Pantelić, docent

5. Prof. dr Dejan Jakšić