

**NASTAVNO-NAUČNOM VEĆU
EKONOMSKOG FAKULTETA
UNIVERZITETA U BEOGRADU**



Na osnovu odluke Nastavno-naučnog veća Ekonomskog fakulteta u Beogradu od 28. aprila 2021. godine, određeni smo u komisiju za ocenu i odbranu doktorske disertacije pod nazivom „Procena kvaliteta finansijskih izveštaja velikih preduzeća u Republici Srbiji primenom modela zasnovanih na agregatnim merama” kandidatkinje Snežane Miletić. Pošto smo proučili doktorsku disertaciju podnosimo

**IZVEŠTAJ
O OCENI DOKTORSKE DISERTACIJE**

1. Osnovni podaci o kandidatu i disertaciji

Snežana Miletić rođena je 1978. godine u Beogradu. Osnovnu i srednju (Prvu ekonomsku) školu završila je u Beogradu kao učenik generacije. Diplomirala je na Ekonomskom fakultetu u Beogradu 2002. godine, na smeru Poslovne finansije i računovodstvo, sa prosečnom ocenom 9,25. Tokom studija bila je stipendista Republičke fondacije za razvoj naučnog i umetničkog podmlatka i Srpske akademije nauka i umetnosti. Magistarske studije, na studijskom programu Finansijsko-računovodstvena analiza Ekonomskog fakulteta u Beogradu, završila je sa prosečnom ocenom 9,55. Magistarsku tezu pod nazivom „Specifični izazovi računovodstvenog tretmana nekretnina“ odbranila je 2011. godine. Nakon toga upisala je doktorske studije na Ekonomskom fakultetu u Beogradu (modul Poslovno upravljanje) i položila sve predviđene ispite sa prosečnom ocenom 9,67.

Na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu zaposlena je od 2003. godine, u zvanju asistenta za užu naučnu oblast Računovodstvo i poslovne finansije (predmet: Finansijsko računovodstvo). U okviru Naučno-istraživačkog centra Ekonomskog fakulteta u Beogradu bila je angažovana na nekoliko projekata: Republičko takmičenje iz finansijskog računovodstva (2004-2016), Coca-Cola Hellenic case study (2016), Hedging in practise (2017), Unapređenje studijskih programa u oblasti interne revizije i internih kontrola u visokom obrazovanju (2019-2020). Bila je sekretar Katedre za računovodstvo i poslovne finansije u periodu 2018-2020 i član je radne grupe za programsku EPAS međunarodnu akreditaciju. Autor je i koautor većeg broja radova iz oblasti finansijskog izveštavanja i učestvovala je na mnogim domaćim i međunarodnim konferencijama.

Snežana Miletić je u svojstvu autora i koautora objavila više radova direktno ili indirektno povezanih sa temom doktorske disertacije:

- ◆ **Miletić S., Vučković Milutinović S. (2020)** „An Analysis of Accrual-based Earnings Management in Large Serbian Companies“. *Ekonomika preduzeća*, 68(7-8), 469-483.

- ◆ Vučković Milutinović S., Miletić S. (2019) „The Role of an Audit Committee in Providing Quality Audit“. *10th International Odyssey Conference on Economics and Business*, Faculty of Economics and Business University of Zagreb, Opatija, 6-7.
- ◆ Miletić S. (2019) „Savremeni pristupi merenju kvaliteta finansijskih izveštaja“. *Računovodstvo*, 1-2, 246-266.
- ◆ Miletić S. (2013) „Investicioni fondovi za ulaganja u nekretnine (REIT): specifičnosti finansijskog izveštavanja“. Zbornik radova „Računovodstveno regulatorno okruženje: podsticaj ili ograničenje privrednog rasta“, Savez računovođa i revizora Srbije, Zlatibor.
- ◆ Miletić S., Vučković Milutinović S. (2013) „Financial Reporting and Tax Implications of Real Estate Lease“, *Ekonomika preduzeća*, 61(3-4), 256-272.
- ◆ Miletić S. (2012) „Implikacije vrednovanja nekretnina na finansijsko-izveštajne performanse preduzeća u uslovima ekonomske krize“. Zbornik radova „Ekonomsko-finansijska kriza i računovodstveni sistem“, Savez računovođa i revizora Srbije, Zlatibor, 242-265.
- ◆ Miletić S., Radić S. (2012) „Fair value, economic crisis and information risks: the challenges of measurement of assets of various liquidity levels“. *From Global Crisis to Economic Growth. Which Way to Take?. Vol. 2, Business and Management*, Faculty of Economics University of Belgrade, 301-330.

Nastavno-naučno veće Ekonomskog fakulteta na sednici održanoj 29.4.2020. godine odobrilo je Snežani Miletić izradu doktorske disertacije pod nazivom „*Procena kvaliteta finansijskih izveštaja velikih preduzeća u Republici Srbiji primenom modela zasnovanih na agregatnim merama*“. Doktorska disertacija je obrađena na 264 strane. Pored uobičajenih celina, kao što su Rezime (na srpskom i engleskom jeziku), Uvod (str. 1-10), Zaključak (str. 233-238), i Literatura (str. 239-254), disertacija obuhvata četiri dela: *Institucionalni okvir kvaliteta finansijskog izveštavanja* (str. 11-44), *Konceptualni pristupi merenju kvaliteta* (str. 45-102), *Empirijska analiza kvaliteta finansijskih izveštaja velikih preduzeća u Republici Srbiji* (str. 106-170) i *Implikacije kreativne računovodstvene prakse na kvalitet finansijskih izveštaja* (str. 171-232). Doktorska disertacija sadrži 66 tabela i 16 grafičkih prikaza. U izradi disertacije korišćen je 338 bibliografski izvor (naučni članci, radni papiri, knjige itd.), dominantno na engleskom jeziku.

2. Predmet i cilj disertacije

Kvalitet finansijskih izveštaja je decenijama unazad predmet interesovanja akademske zajednice. Razlog tome je njihov izuzetan informacioni značaj, kao jedinog relevantnog, javno dostupnog i sveobuhvatnog izvora informisanja mnogobrojnih grupa stejkholdera. Pojedinačni slučajevi ispoljavanja rapidne erozije kvaliteta, usled oportunističkog deformisanja finansijsko-računovodstvenih informacija, materijalizovali su se kroz velike gubitke investitora i bankrotstva kompanija i to u zemljama sa dugom računovodstvenom tradicijom i razvijenim tržištima kapitala, što je alarmiralo javnost do granica narušavanja globalnog poverenja u sistem finansijskog izveštavanja. Pouzdanost informacija sadržanih u finansijskim izveštajima se, zbog toga, nameće kao imperativ razvoja i efikasnog funkcionisanja tržišta kapitala, adekvatne alokacije ograničenih resursa ali i kao determinanta kvaliteta odluka koje se na tim informacijama zasnivaju. Procenjivanje njihovog kvaliteta je, posledično, višedimenzionalni problem i složen istraživački zadatak.

Regulatorna tela pitanje kvaliteta postavljaju na vrh piramide prioriteta, potencirajući njegovu važnost kroz krovne postulate profesionalne regulative. To je uočljivo već u definiciji cilja finansijskog izveštavanja koji se svodi na pružanje korisnih informacija sadašnjim i potencijalnim investitorima i poveriocima, u procesu donošenja odluka koje se tiču obezbeđivanja resursa izveštajnom entitetu (IFRS - Conceptual Framework, p. 5). Nedvosmisleno je da na sintagmi „korisne informacije“ izvire svrha finansijskog izveštavanja, te da je kvalitet finansijskih izveštaja određen stepenom njihove korisnosti u odlučivanju o alokaciji resursa.

Pažnja svih korisnika finansijskih izveštaja primarno je fokusirana na informaciju o visini objavljenog dobitka kroz koju se prelamaju interesi različitih stejkholdera. Informaciona vrednost dobitka počiva na činjenici da su retke transakcije, ekonomski događaji, odluke, principi i politike koje neće imati odraza u ovom pokazatelju. Ne postoji ni jedna interesna grupa korisnika finansijskih izveštaja koja bi zanemarila dobitak kao ključni pokazatelj uspešnosti korišćenja preduzeću poverenih ekonomskih resursa. Dobitak je osnovni instrument za polaganje računa vlasnicima, kriterijum ocenjivanja efikasnosti preduzeća i njegove uprave, okvir za raspodelu dividendi, garancija solventnosti, osnovica za utvrđivanje oporezive dobiti, signalizator smera kretanja u internoj i eksternoj alokaciji kapitala, bazični input u predikcijama budućih finansijskih performansi. U jednom od fundamentalnih radova, koji se bavi informacionom sadržinom i korisnošću informacija sadržanih u računovodstvenom dobitku, autori zaključuju da je, od svih informacija koje su tokom godine dostupne o pojedinačnom preduzeću, više od polovine sadržano u objavljenom godišnjem rezultatu (Ball i Brown, 1968, p. 176).

Uloge i funkcije dobitka se na ovome ne završavaju, ali je i ovo dovoljno da prikaže razloge zbog kojih upotrebna vrednost dobitka daleko prevazilazi upotrebnu vrednost bilo koje druge finansijske informacije. Iz tog razloga, u naučnoj i stručnoj javnosti, uvreženo je mišljenje da kvalitet finansijskih izveštaja počiva na kvalitetu objavljenih dobitaka/gubitaka. Iako je kvalitet objavljenog dobitka teško izmeriti, moguće je definisati pojedine attribute (činioce) kvaliteta. Oni se mogu podeliti na računovodstvene attribute (mere se isključivo na bazi računovodstvenih informacija i temelje se na pretpostavci da je osnovna funkcija dobitka da izvrši pravilnu alokaciju novčanih tokova na periode, koristeći se obračunskim veličinama) i tržišne attribute (u njihovom merenju koriste se kombinovano računovodstvene i tržišne informacije, pri čemu se dobitak posmatra kao refleksija ekonomskog dobitka aproksimiranog tržišnim prinosom na akcije).

Perzistentnost, prediktabilnost i volatilnost su računovodstveni atributi kvaliteta zasnovani na ponašanju neto rezultata u nizu uzastopnih obračunskih perioda. Perzistentnost kao atribut kvaliteta dobitka izvedena je iz korisnosti koju ima u procesu investicionog odlučivanja i u modelima vrednovanja, jer investitori vide perzistentne rezultate održivim, i kao takve ih visoko vrednuju zbog uslovljenosti stope povraćaja na uloženi kapital visinom ostvarenog dobitka. Mogli bismo reći da je perzistentnost funkcija primenjenih računovodstvenih politika, biznis modela izveštajnog entiteta i njegovog poslovnog okruženja). U uslovima implementacije apsolutno neutralnih računovodstvenih politika, neperzistentnost se može pojaviti kao posledica delovanja eksternih faktora na koje preduzeće ne može da utiče. Sa druge strane, u periodima turbulencija u poslovnom i tržišnom okruženju, manipulisanjem objavljenim rezultatima, moguće je neperzistentne stvarne rezultate predstaviti perzistentnim. Održivost dobitka važno je ocenjivati suštinski, kroz održivost stopa rasta preduzeća, dok se perzistentnost kao statistički atribut izveštajnog dobitka mora, u kontekstu kvaliteta, posmatrati zajedno sa ostalim karakteristikama.

Prediktabilnost kao kvalitativnu karakteristiku finansijskih informacija, istraživači definišu u kontekstu sposobnosti prošlih rezultata da predvide buduće rezultate. Ovaj atribut poželjan je sa aspekta donošenja investicionih odluka jer omogućava korisnicima da preciznije projektuju buduće rentabilitetne performanse i novčane tokove, na čijem se diskontovanju zasniva procena sadašnje vrednosti preduzeća.

Volatilnost je prirodna karakteristika poslovnog okruženja svakog preduzeća i odražava se i na varijabilitet izveštajnog neto rezultata. Što je nivo iskazanog dobitka u funkciji vremena uravnoteženiji (ima mali stepen volatilnosti), on se smatra perzistentnijim pa mu je i sposobnost predviđanja veća. Velika volatilnost je nepoželjan atribut koji umanjuje kvalitet dobitka kao informacione osnove za odlučivanje. Pravilna primena računovodstvenih načela i principa trebalo bi da dovede do toga da volatilnost objavljenih rezultata verodostojno prikazuje volatilnost stvarnih ekonomskih performansi preduzeća i njegovih poslovnih aktivnosti. Takođe, zahvaljujući računovodstvenim načelima, dobitak apstrahuje pojedine informacije sadržane u visoko volatilnim novčanim tokovima, koje nisu uvek relevantne za odlučivanje u svakoj situaciji, niti za sve grupe korisnika finansijskih izveštaja. Problem nastaje kada menadžeri počnu da zloupotrebljavaju ovu osobinu dobitka koristeći se tehnikama uravnotežavanja, kako bi prikrili relevantne informacije o realnim promenama u finansijskim performansama preduzeća.

Inkrementalnu informativnu vrednost dobitku u odnosu na novčane tokove daju obračunske veličine. One su direktan output računovodstvenog procesa, preciznije, posledica su primene načela nastanka događaja i principa uzročnosti. Strukturirane su iz računovodstvenih procena, posledica odabranih računovodstvenih politika i internih informacija nedostupnih eksternim korisnicima finansijskih izveštaja. Njihova uloga može biti dvojaka. Sa jedne strane, obračunske komponente dobitka mogu podići kvalitet objavljenih rezultata ukoliko se preko njih signaliziraju povlašćene informacije i umanjuje informaciona asimetrija. Sa druge strane, u rukama oportunistički nastrojenog menadžmenta, obračunske veličine mogu poslužiti ostvarivanju ciljeva jedne interesne grupe na račun ostalih, usled čega se značajno narušava informaciona vrednost izveštajnog rezultata.

Konzervativizam, u smislu kvaliteta dobitka, podrazumeva asimetričnost u priznavanju negativnih i pozitivnih tokova rentabiliteta. Dosledna primena načela opreznosti dovodi do bržeg priznavanja loših vesti u neto rezultatu u odnosu na dobre vesti. Mišljenja u pogledu konzervativizma kao determinante kvaliteta dobitka su podeljena. Dok jedni smatraju da asimetrično priznavanje gubitaka i dobitaka udaljava objavljenju visinu dobitka od njegove stvarne veličine, drugi polaze od toga da menadžeri radije objavljuju dobre vesti, pa ih načelo opreznosti prisiljava da objave i gubitke, usled čega su konzervativne zarade visoko kvalitetna informacija. Ne treba zaboraviti ni činjenicu da je sve veća upotreba koncepta fer vrednosti značajno suspendovala primenu konzervativizma, te da se u Konceptualnom okviru opreznost jedino spominje u kontekstu dobijanja neutralnih informacija. Primena fer vrednosti je, u globalnoj računovodstvenoj regulativi i praksi, proširena sa finansijskih instrumenata i na druge pozicije imovine i obaveza. Time je, sa jedne strane, izvršen podsticaj ka podizanju kvaliteta finansijskih izveštaja kroz sužavanje manevarskog prostora onim izveštajnim entitetima koji su iskazivali dobitke od selektivne prodaje imovine čija je tržišna vrednost bila iznad knjigovodstvene, dok su istovremeno gomilali skrivene gubitke na pozicijama sa nepovoljnim odnosom tržišne i knjigovodstvene vrednosti. Sa druge strane, primena koncepta fer vrednosti u uslovima nepostojanja aktivnog tržišta i samim tim, nedostatka sagledivih tržišnih informacija, podrazumeva primenu tehnika zasnovanih na procenama i projekcijama koje su u ingerenciji menadžmenta, što može ugroziti pouzdanost publikovanih informacija, a kvalitet finansijskih izveštaja izložiti ozbiljnom riziku.

Relevantnost dobitka se, u istraživačkom smislu, posmatra kao njegova sposobnost da objasni varijacije u promenama cena akcija ili varijacije u promenama u ukupnom prinosu akcionara. Veća eksplanatorna moć dobitka čini ga korisnijom informacijom u donošenju investicionih odluka te povećava njegov informacioni kvalitet. U ocenjivanju vrednosne važnosti objavljenog dobitka ne sme se prenebrežiti činjenica da dobitak nije jedina informacija na koju investitori reaguju te da na cene akcija utiče poduži niz internih i eksternih, računovodstvenih i neračunovodstvenih faktora.

Sumiranje rezultata dostupnih istraživanja na temu kvaliteta objavljenih finansijskih performansi, upućuje na zaključak da se kvalitet poistovećuje sa nekim od navedenih pojedinačnih atributa, te da su retkost ona koja ispituju uticaj određenih faktora na kvalitet finansijskog izveštavanja aproksimiranog višespektnim pokazateljem. Osim toga, u naučnoj literaturi dominantno su zastupljena istraživanja sprovedena u razvijenim tržišnim ekonomijama. Dodatno, neke od pojedinačnih mera kvaliteta, poput relevantnosti, ne mogu se izmeriti u zemljama sa nerazvijenim tržištem kapitala. Primera radi, u Srbiji je krajem 2018. godine na regulisano tržište kapitala bilo uključeno svega tridesetak preduzeća pri čemu je, zbog visoke koncentracije vlasništva, obim transakcija bio veoma mali. Izostanak tržišnih informacija, isključile su Srbiju iz uzoraka na kojima su sprovedena međunarodna i regionalna istraživanja na temu kvaliteta finansijskog izveštavanja. Na bazi toga, nameće se potreba istraživanja kvaliteta objavljenih finansijskih izveštaja i faktora koji utiču na taj kvalitet u ekonomskom okruženju u kome primarni korisnici finansijskih izveštaja nisu investitori na tržištu kapitala, već kreditori, vlasnici, dobavljači, kupci i ostali stejkholderi.

Podneta doktorska disertacija je za predmet imala modeliranje agregatnog pokazatelja kvaliteta objavljenih finansijskih izveštaja i agregatnog pokazatelja upravljanja računovodstvenim rezultatima velikih preduzeća realnog sektora u Srbiji. Velika preduzeća su postavljena za predmet istraživanja iz nekoliko razloga. Iako po brojnosti ne prelaze učešće od 1% u ukupnom broju preduzeća, ona generišu oko 40% ukupnog prometa kao i preko 50% bruto dodate vrednosti, što su dovoljni pokazatelji njihovog uticaja na celokupnu privredu. Drugo, velika preduzeća imaju zakonsku obavezu da prilikom priznavanja, vrednovanja, prezentacije i obelodanjivanja pozicija u finansijskim izveštajima primenjuju MSFI, usled čega na ovakvom uzorku postoji uniformnost u pogledu regulatornog okvira finansijskog izveštavanja. Konačno, velika preduzeća privlače veću pažnju javnosti (usled velikog obima angažovanog kapitala, velikog broja zaposlenih, velikih prometa ili obavljanja delatnosti od javnog značaja) pa su pod većim stepenom eksternog, političkog i nadzora regulatornih tela. Posledično, od većih preduzeća očekuje se da više pažnje i sredstava posvećuju kvalitetu finansijskih izveštaja i boljem funkcionisanju sistema internih kontrola što umanjuje rizik pojave proceduralnih grešaka, grešaka u procenama ali i različitih vrsta zloupotreba.

Polazeći od prethodno definisanog predmeta istraživanja, definisanje skupa determinanti sa opredeljujućim uticajem na kvalitet finansijskih izveštaja, i to u poslovnom ambijentu koji karakteriše nizak nivo razvijenosti tržišta kapitala, nametnulo se kao opšti cilj istraživanja kako bi se izdvojile individualne karakteristike preduzeća koje povećavaju rizike urušavanja pouzdanosti informacija sadržanih u finansijskim izveštajima. Međutim, kako je kvalitet finansijsko-računovodstvenih informacija višedimenzionalni problem, nametnuli su se i dodatni ciljevi koje je istraživanjem trebalo realizovati. Oni se odnose na: a) sistematizaciju i kritičku analizu dosadašnjih istraživanja i spoznaja o problematici kvaliteta finansijskog izveštavanja i njegovih determinanti; b) postavljanje konceptualnog modela za utvrđivanje agregatne mere kvaliteta finansijskih izveštaja prilagođenog privredama sa nerazvijenim tržištem kapitala zasnovanog na naučno utemeljenim pretpostavkama i empirijsku verifikaciju

modela kroz rangiranje preduzeća prema kvalitetu objavljenih finansijskih performansi; c) kvantifikaciju i analizu prirode veze između relevantnih individualnih karakteristika preduzeća i agregatnog pokazatelja kvaliteta objavljenih finansijskih performansi; d) postavljanje konceptualnog modela za utvrđivanje agregatne mere upravljanja dobitkom i empirijsku verifikaciju modela kroz rangiranje preduzeća prema sklonosti ka upravljanju visinom računovodstvenih rezultata. U pozadini navedenih ciljeva istraživanja nalazi se potreba da se sagleda opšte stanje informacionih dometa i kvaliteta sistema finansijskog izveštavanja u Srbiji, kao i da se kreiraju analitičke tehnike koje bi obogatile tradicionalnu ponudu analize finansijskih izveštaja.

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

3. Polazne hipoteze doktorske disertacije

Na osnovu definisanog predmeta i ciljeva istraživanja formulisano je šest hipoteza. One su testirane na uzorku godišnjih finansijskih izveštaja velikih preduzeća realnog sektora Republike Srbije u periodu 2009-2017.

H₁: Neto dobitak je kvalitetnija mera finansijskih performansi u odnosu na poslovni dobitak i dobitak pre ostalih prihoda i rashoda iz svih posmatranih perspektiva kvaliteta.

Pojedinačni atributi kvaliteta (perzistentnost, prediktabilnost, volatilnost i konzervativizam) su izvedeni na bazi naučno utemeljenih modela, pri čemu je odabir modela bio uslovljen raspoloživim podacima diktiranim zvaničnim bilansnim šemama u Republici Srbiji i nedostupnošću relevantnih podataka usled nerazvijenog tržišta kapitala. Aproksimacija pojedinačnih mera kvaliteta je sprovedena za tri nivoa računovodstvenih rezultata (poslovni rezultat, rezultat pre ostalih prihoda i rashoda i neto rezultat pre oporezivanja), za svako preduzeće u uzorku. Poređenjem deskriptivnih statistika i testiranjem statističke značajnosti razlika u aritmetičkim sredinama navedenih atributa kvaliteta za svaki od pokazatelja finansijskih performansi u podnetoj doktorskoj disertaciji je istraženo da li neki od tri nivoa računovodstvenih rezultata ima apsolutnu dominaciju po pitanju informacionog kvaliteta u odnosu na druge. Imajući u vidu načine merenja pojedinih aspekata kvaliteta, u kojima veliki značaj imaju novčani tokovi iz poslovne aktivnosti, potvrđena su očekivanja u pogledu nejednoznanih rezultata testiranja ove hipoteze kao i opravdanost zasnivanja agregatne mere kvaliteta na bilo kom od ova tri pokazatelja finansijskih performansi, u zavisnosti od vrste odluke koju je potrebno doneti.

H₂: Promene neto obrtnog kapitala između dva sukcesivna obračunska perioda su adekvatna aproksimacija kratkoročnih obračunskih veličina, koje podižu kvalitet računovodstvenih rezultata kroz pravilniju alokaciju novčanih tokova.

Od svih definisanih atributa kvaliteta, jedino se kvalitet obračunskih veličina ne može staviti u kontekst poređenja različitih nivoa računovodstvenih rezultata, jer odabrani model polazi od veze između promena neto obrtnog kapitala, kao aproksimacije kratkoročnih obračunskih veličina, i novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti u tri uzastopna obračunska perioda. Cilj testiranja hipoteze *H₂* je da se potvrdi opravdanost primene modela zasnovanog na promenama neto obrtnog kapitala u objašnjavanju obračunske osnove računovodstva i utemeljenost pretpostavke da obračunske komponente obrtnog kapitala dovode do pravilnije alokacije novčanih tokova. Rezultati ocenjivanja modela na svakom pojedinačnom preduzeću iz uzorka pokazali su da se prošlim, tekućim i budućim novčanim tokovima može objasniti

veliki deo varijacija u obračunskim komponentama neto obrtnog kapitala, kao i da su promene u neto obrtnom kapitalu negativno povezane sa tekućim novčanim tokovima, a pozitivno povezane sa novčanim tokovima prethodnog i narednog obračunskog perioda.

H₃: Agregatna mera kvaliteta objavljenih neto rezultata ne koincidira nužno sa kvalitetom finansijskih performansi.

Hipoteza H_3 imala je za cilj preciziranje aspekata kvaliteta koje pokriva agregatna mera modelirana podnetom doktorskom disertacijom, odnosno definisanje njenih informacionih ograničenja. Uzimajući u obzir činjenicu da je agregatna mera kvaliteta, najvećim delom, rezultat osobina koje računovodstveni rezultati ispoljavaju u svom ponašanju kroz vreme, njeni informacioni dometi mogu se dovesti u vezu sa procenjivanjem pouzdanosti objavljenih računovodstvenih rezultata kao osnove za projektovanje budućih finansijskih performansi, na šta prezentovani rezultati ukazuju. To podrazumeva da ona nije odraz stepena usklađenosti finansijskih izveštaja sa propisanim okvirom finansijskog izveštavanja, već da je ovaj aspekt kvaliteta podrazumevani preduslov, koji mora biti ispunjen kako bi agregatna mera mogla vršiti svoju informacionu funkciju u proceni drugih aspekata kvaliteta. Osim toga, disertacija pokazuje da agregatna mera ima ograničene sposobnosti da, u prvom krugu, detektuje preduzeća sa ozbiljnim finansijskim problemima, ali i da ne prepoznaje izvrsna rentabilitetna ostvarenja u situacijama kada su ona u celini, ili delimično, tranzitornog karaktera zbog čega nemaju ni visok stepen održivosti. Hipoteza H_3 je testirana poređenjem prosečne vrednosti ranga agregatne mere kvaliteta po privrednim sektorima, pravnoj formi preduzeća, učestalosti pojave gubitaka, dužini trajanja operativnog ciklusa, visini učešća neto rezultata u ukupnoj imovini i analizom poduzorka javnih preduzeća.

H₄: Nivo kvaliteta informacija o finansijskim performansama determinisan je individualnim karakteristikama preduzeća (veličinom, volatilnošću novčanih tokova, volatilnošću stope prinosa na ukupna ulaganja, učestalošću pojave gubitaka, stepenom zaduženosti i pripadnošću privrednom sektoru).

Hipoteza je testirana na bazi višestrukog regresionog modela u kome je zavisna promenljiva agregatna mera kvaliteta neto dobitka, dok su objašnjavajuće promenljive naučno utemeljene aproksimacije individualnih karakteristika preduzeća (veličine, dobitnih performansi, stepena zaduženosti, dužine operativnog ciklusa, volatilnosti novčanih tokova, pripadnosti sektoru i dr.). S obzirom na to da je agregatna mera kvaliteta za svako preduzeće izvedena na bazi podataka iz finansijskih izveštaja, kao prosečna vrednost u vremenskom periodu od devet godina (2009-2017), ona varira samo između preduzeća ali ne i kroz vreme. Shodno tome, nezavisne promenljive (individualne karakteristike preduzeća), su izvedene ili kao standardna devijacija određenih pokazatelja iz finansijskih izveštaja za pomenuti vremenski period, ili kao njihov prosek. Za ocenu višestrukog regresionog modela uticaja individualnih karakteristika preduzeća na agregatnu meru kvaliteta neto dobitka, korišćeni su standardni ekonometrijski modeli. Zaključak da se agregatna mera kvaliteta, definisana istraživanjem, može primenjivati u privredama sa nerazvijenim tržištima kapitala sa kapacitetima koji ne odstupaju značajnije od kapaciteta agregatnih mera koje obuhvataju i indikatore sa tržišta kapitala, a korišćene su u međunarodnim istraživanjima, jedan je od najznačajnijih doprinosa ove disertacije.

H₅: U makroekonomskom okruženju koje nepovoljno utiče na strukturu finansiranja preduzeća, stopa prinosa na vlasnički kapital (ROE) je inferiorna determinanta kvaliteta

objavljenih informacija o finansijskim performansama u odnosu na stopu prinosa na ukupna ulaganja (ROA).

Nakon promene specifikacije višestruke regresije kojom je testirana hipoteza H_4 , na način da je objašnjavajuća promenljiva zasnovana na stopi prinosa na ukupna ulaganja zamenjena promenljivom zasnovanom na stopi prinosa na vlasnički kapital, hipoteza je testirana poređenjem značajnosti ocenjenih regresionih koeficijenata ovih objašnjavajućih promenljivih. Kako je istraživanje ukazalo da stopa prinosa na vlasnički kapital nema statistički značajan doprinos u objašnjavanju varijacija u rangju agregatne mere kvaliteta, kandidatkinja je u disertaciji ponudila dva objašnjenja ovakvih rezultata. Prvo objašnjenje odnosi se na visoku zaduženost velikih srpskih preduzeća koja značajno smanjuje učešće sopstvenog kapitala u finansijskoj strukturi sa jedne strane, i skroman profitni potencijal velikih srpskih preduzeća sa druge strane, što sinergetski pomera fokus investitora sa ostvarivanja što više stope prinosa na uloženi kapital, na održavanje dostignutog nivoa poslovnih aktivnosti, jer ih i najmanji pad u obimu aktivnosti izlaže riziku erodiranja uloženog kapitala. Drugo objašnjenje izvela je iz jednostavnog obrasca izračunavanja ove stope, koji marginalizuje relevantne informacije za procenu kvaliteta objavljenih finansijskih performansi.

H_6 : *Intenzitet i značaj uticaja pojedinih determinanti na agregatne mere kvaliteta dobijene na bazi različitih pokazatelja uspešnosti značajno se razlikuju.*

Nakon izvođenja agregatnih mera kvaliteta za tri pokazatelja rentabilnosti preduzeća (neto dobitka pre oporezivanja, dobitka pre ostalih prihoda i rashoda i poslovnog dobitka), hipoteza je testirana poređenjem veličine i značajnosti ocenjenih parametara različitih specifikacija prostih i višestrukih linearnih regresionih modela uticaja individualnih karakteristika preduzeća na agregatne mere kvaliteta, u kojima se menjaju zavisne promenljive. Rezultati upućuju na zaključak da se smanjenjem obuhvatnosti računovodstvenih pokazatelja ostvarenih finansijskih performansi, umanjuje i upotrebna vrednost agregatnih mera kvaliteta koje su na takvim pokazateljima zasnovane.

4. Opis sadržaja doktorske disertacije po poglavljima

Pored uvodnog dela, zaključnih razmatranja i pregleda literature, materija izložena u doktorskoj disertaciji strukturirana je, u skladu sa prirodom predmeta i neophodnim obimom istraživanja, u četiri međusobno povezana dela. U prvom delu pod nazivom „*Institucionalni okvir kvaliteta finansijskog izveštavanja*“ kandidatkinja je analizirala uticaj različitih institucionalnih faktora na kvalitet finansijskog izveštavanja. Na samom početku razmotreni su mesto i značaj kvaliteta u Konceptualnom okviru, bazičnom dokumentu na kome se temelji celokupna globalna profesionalna računovodstvena regulativa i, s tim u vezi, zahtevane kvalitativne karakteristike računovodstvenih informacija bez kojih one ne mogu poslužiti primarnom cilju finansijskog izveštavanja. U cilju teorijskog utemeljenja promenljivih i adekvatne interpretacije njihovog međusobnog odnosa, uloga kvalitetnih informacija je, u nastavku, stavljena u kontekst najznačajnijih računovodstvenih teorija, normativne i pozitivne računovodstvene teorije, i sagledana iz perspektive ekonomskih koncepata: transakcionih troškova, informacione asimetrije, agencijskog problema i efikasnog ugovaranja. U ovom delu kandidatkinja je proučavala koristi i ograničenja regulacije sistema finansijskog izveštavanja koji vrši funkciju zaštite interesa kroz dve paralelne dimenzije, od kojih se jedna odnosi na regulativu i to kako onu zakonsku tako i profesionalnu, dok se druga tiče nadzora nad njihovom implementacijom. Analizirani su dometi različitih praksi na globalnom nivou, u pogledu obezbeđivanja finansijsko izveštajnog okruženja koje stimuliše kvalitetno finansijsko

izveštavanje kao preduslov pravilne alokacije resursa, ali i problemi u primeni profesionalne regulative u Republici Srbiji. Na kraju prve glave sagledane su implikacije (ne)kvalitetnog finansijskog izveštavanja na međunarodne tokove kapitala, nacionalne ekonomije, razvoj tržišta kapitala, nivo investicionih aktivnosti, kvalitet odluka koje donose pojedinačni korisnici finansijskih izveštaja i kredibilitet računovodstvene profesije.

Drugi deo doktorske disertacije pod nazivom „*Konceptualni pristupi merenju kvaliteta*“ je u celini posvećen sistematizaciji i analizi raznovrsnih pristupa merenju kvaliteta i informacionim perspektivama pojedinačnih atributa kvaliteta finansijskih izveštaja. Pojedini autori su u svojim istraživanjima obezbedili empirijske dokaze da je kvalitet obračunskih veličina najznačajnija komponenta kvaliteta iskazane dobiti (Francis et al., 2004; Dechow, 1994). Iz tog razloga, kvalitet obračunskih veličina predstavljao je predmet posebnog razmatranja. Osim toga, mere kvaliteta zasnovane isključivo na informacijama sadržanim u finansijskim izveštajima su razmatrane odvojeno od mera kvaliteta koje počivaju na sučeljavanju tržišnih i računovodstvenih vrednosti. Na taj način sagledani su doprinosi tržišnih determinanti merenju kvaliteta finansijskih izveštaja, što je od velike važnosti za empirijski deo istraživanja koji, usled nedostupnosti podataka uslovljene nerazvijenošću tržišta kapitala, nije obuhvatio ovu vrstu pokazatelja. Računovodstveni dobitak je konačan ishod aktivnosti preduzeća preduzetih u obračunskom periodu, koji se dobija stavljanjem u odnos prihoda i njima korespondentnih rashoda čije je priznavanje i vrednovanje definisano računovodstvenim načelima i principima. Računovodstveni sistem konvertuje neuočljive stvarne finansijske performanse u konkretne veličine izražene u formi brojeva. Usled toga je, na kraju ovog dela, kvalitet objavljenog računovodstvenog dobitka posmatran kao funkcija vernog predstavljanja stvarnih finansijskih performansi izveštajnog entiteta, koja bi trebalo da posluži kao pouzdana osnova u procenjivanju budućih rentabilitetnih ostvarenja.

Treći deo doktorske disertacije pod nazivom „*Empirijska analiza kvaliteta finansijskih izveštaja velikih preduzeća u Republici Srbiji*“ predstavlja materijalizaciju saznanja i zaključaka u vezi sa predmetom istraživanja kroz empirijsku primenu na sekundarnim podacima prikupljenim iz finansijskih izveštaja velikih preduzeća realnog sektora Republike Srbije. U uvodnom delu je prikazana metodologija prikupljanja podataka kako bi se sagledala ispunjenost pretpostavki o izboru jedinica posmatranja u uzorak. Nakon toga, izvršena je analiza strukture uzorka iz više različitih aspekata. U sledećoj fazi su predstavljene deskriptivne statističke mere najznačajnijih promenljivih koje omogućavaju sagledavanje konteksta i poslovnog ambijenta u kome je istraživanje sprovedeno. Zatim je postavljen metodološki okvir istraživanja koji se sastoji iz tri iteracije, pa su, u skladu sa faznom prirodom modela, promenljive i hipoteze postepeno definisane i testirane. Pored toga, u okviru ovog dela, dat je i pregled ekonometrijskih metoda koji su, u istraživanjima sličnog karaktera, korišćeni u svrhe ocenjivanja modela. Dobijeni rezultati praćeni su ekonomskom interpretacijom znaka, veličine i značajnosti koeficijenata uz objašnjavajuće promenljive i izvođenjem zaključaka o determinantama čiji se uticaj na kvalitet ne sme zanemariti. Na osnovu komparativne analize pokazatelja kvaliteta modela i rezultata većeg broja ekonometrijskih testova (na primer, heteroskedastičnosti, multikolinearnosti i postojanja opšte greške specifikacije) za polazne i alternativne regresije, procenjen je kapacitet primenjenih modela u objašnjavanju uzročno-posledičnih veza posmatranih veličina. Kompleksnost predmeta istraživanja podrazumevao je da empirijski deo ne može obuhvatiti sve determinante koje mogu intuitivno biti dovedene u vezu sa kvalitetom finansijskih izveštaja. Zato je na kraju, a zbog ocene preciznosti i prihvatljivosti iznetih zaključaka,

testirana robusnost rezultata, u odnosu na alternativne sadržaje agregatne mere, kako bi se skrenula pažnja na ograničenja u vezi sa metodologijom merenja kvaliteta.

Četvrti deo doktorske disertacije pod nazivom „*Implikacije kreativne računovodstvene prakse na kvalitet finansijskih izveštaja*“ obrađen je aktuelan i široko rasprostranjen problem deformisanja dobre prakse finansijskog izveštavanja, na koji nisu ostale imune ni najrazvijenije svetske privrede. Ako se visoko kvalitetni finansijski izveštaji odlikuju objektivnim prikazivanjem finansijskog i prinospnog položaja, što je moguće onda kada su odabrane računovodstvene politike, nivo obelodanjivanja i karakter prosuđivanja stavljeni u službu minimiziranja odstupanja, u finansijskim izveštajima prikazane, od stvarne slike preduzetih aktivnosti preduzeća, onda se kreativna računovodstvena praksa može apostrofirati kao najznačajniji faktor distorzije kvaliteta finansijskih izveštaja. Kreativno računovodstvo može uzimati oblike na skali od benignih računovodstvenih trikova do prevara velikih razmera, pa je u uvodu izvršeno njegovo pojmovno određenje, definisani faktori (uslovi) koji pogoduju razvoju kreativne računovodstvene prakse, objašnjena motivacija glavnih aktera i ciljevi koji se manipulacijama žele postići. To je omogućilo specificiranje situacija koje pogoduju manipulacijama i definisanje preporuka za predupređivanje neželjenih oblika ponašanja u praksi finansijskog izveštavanja i informacionih rizika koji iz njih proizilaze. Nakon toga, pažnja je posvećena najčešće primenjivanim tehnikama realnih i računovodstvenih manipulacija, sa ciljem sagledavanja preliivanja uticaja primenjene tehnike u posmatranom obračunskom periodu, na različite segmente finansijskih izveštaja tog perioda, kao i na finansijske izveštaje budućih obračunskih perioda. Kako je posledice kreativne računovodstvene prakse moguće izmeriti samo poređenjem oblikovanih veličina sa realnim veličinama koje je zbog, kompleksne prirode finansijskog izveštavanja u ovakvim okolnostima teško pouzdano proceniti, izazovi u ovom domenu ne samo da su veliki, već je vrlo često nemoguće dokazati postojanje računovodstvenih manipulacija, za koje se smatra da široko prožimaju praksu finansijskog izveštavanja. Zato su u nastavku analizirani istraživački dometi u polju dostupnih instrumenata (modela) čija je svrha detekcija kreativne računovodstvene prakse i definisanje upozoravajućih signala koji bi trebalo da povećaju pozornost korisnika finansijskih izveštaja u situacijama uvećanog rizika. U nastavku su učinjeni napor da se, po uzoru na relevantna međunarodna istraživanja, koncipira agregatna mera upravljanja dobitkom, te da se kroz empirijsku verifikaciju na definisanom uzorku, izvedu zaključci o determinantama koje povećavaju rizik pojave oportunističkog upravljanja računovodstvenim rezultatima. Konačno, povezivanje saznanja o implikacijama manipulacija dobitkom sa pojedinačnim atributima kvaliteta, omogućilo je donošenje zaključaka o ograničenjima pojedinih mera kvaliteta u uslovima postojanja deformisanih finansijskih izveštaja, kao i o dometima pristupa zasnovanih na obračunskim komponentama dobitka u detektovanju računovodstvenih manipulacija.

5. Metode koje su primenjene u istraživanju

U izradi doktorske disertacije kandidatkinja je koristila više naučno-istraživačkih metoda, primerenih odabranoj oblasti istraživanja, testiranju definisanih hipoteza i stavljenih u funkciju izvođenja relevantnih i naučno utemeljenih zaključaka.

Kabinetsko istraživanje – neizostavni deo izrade teorijskog dela disertacije obuhvatio je istraživanje i analizu relevantnih naučnih i stručnih članaka i knjiga, dominantno stranog porekla, što je rezultovalo sistematizacijom dosadašnjih saznanja o pretpostavkama i značaju kvalitetnog finansijskog izveštavanja, determinantama kvaliteta koje mogu biti kvantifikovane, načinima merenja kvaliteta, implikacijama manipulacija u finansijskim

izveštajima na kvalitet objavljenih informacija i sl. Osim toga, analiza izuzetno obimne teorijske i empirijske građe omogućila je definisanje okvira i pretpostavki nužnih za sprovođenje empirijskog istraživanja.

Ekonometrijske i statističke metode – u okviru empirijskog dela disertacije korišćena je deskriptivna statistička analiza, autoregresioni modeli i višestruki regresioni modeli. Istraživanje je sprovedeno na uzorku velikih preduzeća realnog sektora u Srbiji. Uzorak je formiran na osnovu zvaničnih finansijskih izveštaja preduzeća iz 2016. godine. U uzorku se nalaze sva preduzeća čija je prosečna vrednost poslovne imovine prelazila iznos od 17.500.000 evra i čiji su poslovni prihodi u istom periodu prelazili iznos od 35.000.000 evra (ovi kriterijumi za razvrstavanje preduzeća prema veličini definisani su Zakonom o računovodstvu važećim u trenutku formiranja uzorka). Baza podataka na kojoj je sprovedeno empirijsko istraživanje sastoji se od finansijskih izveštaja 215 preduzeća, u periodu od devet godina (2009-2017). U prvoj fazi su, odgovarajućom ekonometrijskom metodologijom, koja podrazumeva autoregresione modele sa pomakom i višestruke regresije, primenjene na grupisane panel podatke, ocenjene pojedinačne mere kvaliteta i determinante kvaliteta za svako preduzeće u uzorku, čime je izvedena nova baza podataka u kojoj opservacije ne variraju kroz vreme. U drugoj fazi je izvršeno rangiranje preduzeća prema agregatnoj meri kvaliteta izvedenoj za privrede sa nerazvijenim tržištima kapitala. U trećoj fazi su analizirane različite specifikacije višestruke regresije sa ciljem donošenja zaključaka o skupu individualnih karakteristika preduzeća koje najbolje objašnjavaju kvalitet informacija o finansijskim performansama kompanija od najvećeg relativnog značaja za privredu Srbije. Za procenu kvaliteta modela korišćeni su različiti testovi: Brojš-Paganov, Kuk-Vajsbergov i Sreterov test heteroskedastičnosti, Ramsejev test greške specifikacije i faktor rasta varijanse. Na sličan način, kroz nekoliko etapa, formulisana je i empirijski verifikovana (kroz rangiranje preduzeća u uzorku), i agregatna mera upravljanja dobitkom. Opisani metodološki deo istraživanja je sproveden u softverskom paketu za statističku i ekonometrijsku analizu Stata.

Kabinetsko i empirijsko istraživanje prožimaju mnogobrojne tehnike naučno-istraživačkog rada:

- *analiza* (rašćlanjavanje kompleksnih misaonih celina na sastavne delove);
- *sinteza* (povezivanje strukturnih elemenata, uz uvažavanje konteksta u koji je istraživanje postavljeno);
- *deskripcija i objašnjenje* (opisivanje i objašnjavanje činjenica, pojmova, procesa i relacija između konceptualnih i operativnih promenljivih);
- *komparacija* (poređenje pojava, procesa i odnosa sa ciljem utvrđivanja razlika i sličnosti u ponašanju i intenzitetu);
- *kompilacija* (preuzimanje relevantnih rezultata dosadašnjih istraživanja sa ciljem njihove modifikacije i primene na definisanom uzorku);
- *indukcija i dedukcija* (za donošenje zaključaka).

6. Ostvareni rezultati i naučni doprinos

Činjenica da je sadržina pojma kvaliteta određena perspektivom posmatranja implicira izuzetnu kompleksnost problema procenjivanja kvaliteta informacija sadržanih u finansijskim izveštajima. Kao medijatori poslovne komunikacije koji nemaju alternativu, finansijski izveštaji moraju održavati i usavršavati svoju informacionu funkciju u dinamičnom okruženju koje karakterišu konfliktni pritisci različitih interesnih grupa, što pitanje njihovog kvaliteta stavlja u višedimenzionalni kontekst. U najširem smislu, kvalitetne računovodstvene informacije verno predstavljaju karakteristike fundamentalnog zarađivačkog procesa preduzeća, koje su relevantne za donošenje konkretne odluke. Pluralizam odluka i korisnika, čiji se interesi prelamaju u

finansijskim izveštajima, onemogućava konstruisanje jedne univerzalne mere kvaliteta računovodstvenih informacija koja je svrsishodna u svim kontekstima odlučivanja. Dodatno, finansijski izveštaji sumiraju ekonomske posledice preduzetih poslovnih aktivnosti iskazujući efekte transakcija na bazi očekivanih, a ne nužno na bazi realizovanih novčanih tokova. Obračunska osnova računovodstva se oslanja na pretpostavke i u sistem uvodi subjektivnu komponentu, materijalizovanu kroz računovodstvenu diskreciju, čiji način i obim eksploatacije diktiraju nivo poverenja u javno dostupne finansijske izveštaje. Konačno, fleksibilnost imanentna profesionalnoj računovodstvenoj regulativi, koja se nametnula kao jedini prihvatljiv način uređivanja složenog sistema finansijskog izveštavanja, dolazi do izražaja i kada je u pitanju balansiranje kvalitativnih karakteristika računovodstvenih informacija. Zajedno uzevši, prostor za istraživanje nivoa kvaliteta finansijskih izveštaja realizovanog u praksi je širok, dok je pitanje kvaliteta računovodstvenih informacija izrazito aktuelno ne samo iz perspektive pojedinačnih preduzeća već i nacionalnih ekonomija, nezavisno od stepena razvijenosti njihovih tržišta kapitala, ali i za sve ostale učesnike sistema finansijskog izveštavanja. U tom smislu ostvareni rezultati i naučni doprinos ove doktorske disertacije mogu se prepoznati na nekoliko karakterističnih područja.

Doktorska disertacija, u teorijskom smislu, doprinosi razvoju domaće literature na području kvaliteta finansijskog izveštavanja jer sveobuhvatno sistematizuje i detaljno analizira: probleme definisanja i merenja kvaliteta računovodstvenih informacija; percepcije kvaliteta koje se mogu značajno razlikovati između pojedinačnih korisnika finansijskih izveštaja; rezultate velikog broja istraživanja na području kvaliteta; koristi i ograničenja postojećih modela; razlike u ambijentima razvijenih i tranzicionih privreda koje impliciraju neophodnost različitih pristupa merenju kvaliteta finansijskih informacija; kao i veliki broj faktora koji opredeljuju nivo dostignutog kvaliteta. Mnogobrojna empirijskih istraživanja na ovom području, koja su vršena, uglavnom, u privredama sa razvijenim tržištima kapitala, ukazuju na aktuelnost i relevantnost obrađene teme, dok njihovi nejednoznačni, često konfliktni rezultati upućuju na kompleksnost, ozbiljnost i izazovnost teme. Paradoksalno je, međutim, da se istraživanja kvaliteta informacija sadržanih u finansijskim izveštajima, tek od nedavno, sprovode u privredama u razvoju, i da je u Srbiji njihov broj izuzetno skroman. Imajući sve ovo u vidu, kao i nespornu i neizostavnu ulogu kvalitetnog sistema finansijskog izveštavanja u razvoju korporativnog ambijenta, može se zaključiti da je problematika predmetnog istraživanja u skladu sa globalnim naučnim trendovima, te da je realizacija istraživanja bila ne samo opravdana, već i preko potrebna. Doktorska disertacija doprinosi popunjavanju velikog praznog prostora u empirijski zasnovanim ocenama kvaliteta finansijskog izveštavanja srpskih preduzeća i ima za cilj da motiviše domaće autore na ekstenzivno angažovanje intelektualnih i svih ostalih resursa usmerenih na uključivanje Srbije u međunarodni računovodstveni uzorak i promovisanje značaja kvalitetnih računovodstvenih informacija.

U domaćoj literaturi, do sada je figurirao pristup posmatranja kvaliteta informacija objavljenih u finansijskim izveštajima iz prizme primenjenog profesionalnog okvira i stepena u kome su zahtevi MRS i MSFI implementirani kroz finansijske izveštaje. Iskorak ove disertacije, u odnosu na dosadašnja istraživanja, ogleda se u potpuno drugačijem aspektu posmatranja kvaliteta koji podrazumeva ocenu informacija o finansijskim performansama iz perspektive njihove korisnosti i pouzdanosti u procesu predviđanja budućih rentabilitetnih ostvarenja. U tom smislu, učinjen je značajan napor u pravcu definisanja agregatne mere kvaliteta računovodstvenog dobitka, odnosno konstruisanja jednog pokazatelja koji sublimira veći broj različitih aspekata kvaliteta (perzistentnost, prediktabilnost, volatilnost, konzervativizam i kvalitet obračunskih veličina) ne preklapajući se međusobno u uglovima

posmatranja kretanja i ponašanja objavljenih finansijskih performansi. Reč je o pokazatelju strukturiranom iz računovodstvenih atributa kvaliteta primenljivom na heterogene uzorke u kojima se mogu naći i preduzeća za koja tržišni pokazatelji nisu dostupni. Agregatna mera interpretira kvalitet računovodstvenih rezultata iz aspekata koji nisu pokriveni eksternom revizijom finansijskih izveštaja, a svakako donosi dodatne informacione inpute u odnosu na tradicionalne tehnike analize finansijskih izveštaja. Ona omogućava poređenje preduzeća iz perspektive rizika održivosti objavljenih rentabilitetnih performansi, bez obzira na to da li su one niske ili visoke, odnosno pokazuje u kojoj meri su publikovane finansijske informacije (pod pretpostavkom njihove istinitosti i objektivnosti) pouzdana osnova za procenjivanje njihove visine u budućnosti.

Analiza kvaliteta finansijskih izveštaja velikih srpskih preduzeća primenom modela zasnovanih na agregatnim merama pokazala je da individualne karakteristike preduzeća imaju značajnu ulogu u objašnjavanju varijacija agregatne mere kvaliteta objavljenih neto rezultata. Istraživanje je nedvosmisleno pokazalo da veća preduzeća imaju kvalitetnije finansijske izveštaje sa aspekta njihove pouzdanosti u pravljenju projekcija finansijskog i rentabilitetnog položaja, da veće magnitude u volatilnosti novčanih tokova i stope prinosa na ukupna ulaganja ugrožavaju perzistentnost i prediktabilnost finansijskih performansi, kao i da finansijski izveštaji visoko zaduženih preduzeća, i onih preduzeća koja u dužem nizu obračunskih perioda iskazuju gubitke, imaju informacione nedostatke usled kojih se na njima zasnovane odluke moraju uzeti sa velikom rezervom. Iako volatilnost prodaje, kvalitet prihoda od prodaje, investicione mogućnosti i dužina poslovnog ciklusa, pojedinačno imaju uticaj na rang agregatne mere pojedinačnih preduzeća, njihovo uključivanje u skup determinanti kvaliteta ne dovodi do značajnog povećanja objašnjavajuće sposobnosti modela kao celine. Oblikovani modeli, u praktičnom smislu, mogu pomoći širokom krugu korisnika (pre svega sadašnjim i potencijalnim investitorima, kao i poveriocima) u procenjivanju vrednosti preduzeća i procenjivanju sa njima povezanim informacionim rizicima.

Imajući u vidu da je u Srbiji do sada sproveden mali broj empirijskih istraživanja na osnovu kojih je moguće doneti zaključke o rasprostranjenosti prakse upravljanja dobitkom, nema sumnje da je u ovoj disertaciji modelirana izuzetno deskriptivna četvorokomponentna agregatna mera upravljanja dobitkom kojom se, na nivou preduzeća, aproksimira stepen korišćenja diskrecionih prava u odmeravanju i iskazivanju dobitka i implementacije strategije uravnotežavanja dobitka. Prosečne agregatne mere upravljanja dobitkom po pravnim forma preduzeća, sugerišu da kvalitet korporativnog upravljanja i regulatornog okvira imaju značajan uticaj na odnos preduzeća prema kvalitetu informacija iskazanih u finansijskim izveštajima. Preduzeća koja su listirana na Beogradskoj berzi, pa se nalaze pod nadzorom Komisije za hartije od vrednosti, imaju daleko manju sklonost ka tendencioznom izobličavanju finansijskih performansi od javnih preduzeća u kojima se menadžment postavlja u skladu sa političkom a ne profesionalnom i etičkom podobnošću. Rezultati otkrivaju i da je u ocenjivanju kvaliteta finansijskih izveštaja onih preduzeća čija su profitabilna ostvarenja u zoni malih dobitaka potrebno pokloniti posebnu pozornost jer je vrlo verovatno da iza niskih pozitivnih računovodstvenih rezultata stoji računovodstvena fleksibilnost a ne realna ekonomska ostvarenja. Nivo zaduženosti preduzeća je, takođe, jedan od značajnih stimulatora prakse upravljanja objavljenim finansijskim performansama u srpskoj privredi. Konačno, analizirana disertacija pokazuje da manipulativni podsticaji ne moraju dominantno biti povezani sa tržištem kapitala, te da se individualne karakteristike preduzeća, i te kako, mogu dovesti u vezu sa većom ili manjom merom zloupotreba računovodstvene fleksibilnosti. Važnost ovakvog zaključka proizilazi iz činjenice da slabija vidljivost računovodstvenih

manipulacija u preduzećima koja nisu listirana na berzama, ne umanjuje veličinu štetnih posledica koje podnose njima pogođeni stejkholderi.

Analizirana disertacija nudi odgovore na brojna pitanja o kvalitetu finansijskih izveštaja srpskih preduzeća koja su do danas ostala otvorena usled nedostatka empirijski zasnovanih radova iz ove oblasti. Istovremeno ona može poslužiti kao osnov za opsežniju studiju kojom bi se srpska preduzeća priključila nekom većem međunarodnom uzorku, a skup determinanti proširio i na karakteristike nacionalnih finansijsko-izveštajnih okruženja, a u cilju poređenja postojećeg nivoa kvaliteta računovodstvenih informacija sa primerima najboljih praksi finansijskog izveštavanja i odatle dobili inputi za redefinisane strategije unapređenja sistema finansijskog izveštavanja i njene efikasnije implementacije, sa dalekosežnim pozitivnim efektima na privredu Srbije.

7. Zaključak i predlog Komisije

Na osnovu analize doktorske disertacije pod nazivom „*Procena kvaliteta finansijskih izveštaja velikih preduzeća u Republici Srbiji primenom modela zasnovanih na agregatnim merama*“, ocenjujemo da ista predstavlja rezultat originalnog naučnog rada kandidatkinje Snežane Miletić. Definisani predmet istraživanja, postavljeni izazovni ciljevi i istraživačke hipoteze, primenjeni naučni metodi i relevantni zaključci idu u prilog konstataciji da ova doktorska disertacija predstavlja rezultat samostalnog i kvalitetnog naučnog i stručnog istraživačkog rada.

Strukturom doktorske disertacije obuhvaćeni su mnogobrojne i izuzetno važne perspektive posmatranja kvaliteta finansijskih izveštaja, pri čemu je kandidatkinja u svakom delu sistematično uravnotežavala njihove teorijske i metodološke aspekte. U analiziranom periodu (2009-2017) došlo je do promene zakonske regulative koja je izazvala diskontinuitet u pogledu forme i sadržine obrazaca finansijskih izveštaja za privredna društva. U cilju dobijanja promjenljivih čija sadržina nije tangirana promenama u bilansnim šemama, ali i zbog višefaznog karaktera primenjenog modela istraživanja, kandidatkinja je tokom izrade disertacije simultano radila u više različitih baza podataka. Time je prevazišla problem neujednačene sadržine pojedinih promjenljivih kroz posmatrani period na koji se istraživanje odnosi i definisane agregatne mere uspela da spusti na nivo preduzeća. Konačno, nedostupnost podataka sa tržišta kapitala, usled njegove nerazvijenosti sa jedne strane, i male zastupljenosti preduzeća iz uzorka na tom tržištu, sa druge strane, restriktivno su delovali na implementaciju reakcija sa tržišta kapitala u proceni kvaliteta informacija publikovanih u finansijskim izveštajima. Zbog toga je kandidatkinja pronašla alternativne načine da se mere kvaliteta, koje su tradicionalno tržišno utemeljene, definišu na bazi računovodstvenih informacija.

Osim pronicljivosti i kreativnosti u prevazilaženju problema koji su se javljali u empirijskom delu istraživanja, kandidatkinja je pokazala izuzetne analitičke veštine i kritičku sposobnost prilikom izvođenja zaključaka na bazi dobijenih rezultata, čime je demonstrirala duboko poznavanje materije koju je obrađivala i postigla visoku ubedljivost i utemeljenost stavova koje je iznela.

Iako podneta doktorska disertacija nesporno teorijski nadograđuje postojeći nivoa znanja o kvalitetu finansijskih izveštaja, pre svega o kvalitetu informacija o dobitku, u aplikativnom smislu, ona pruža doprinos koncipiranjem modela uticaja individualnih karakteristika preduzeća na agregatnu meru kvaliteta računovodstvenog dobitka, koji je autentičan iz najmanje dva razloga. Prvi razlog odnosi se na činjenicu da je model u potpunosti prilagođen tranzicionim privredama sa plitkim i nedovoljno likvidnim tržištima kapitala, i s tim u vezi,

obuhvata maksimalan broj atributa kvaliteta merljivih u ovakvim okolnostima. Drugi razlog odnosi se na to da su, koliko nam je poznato, agregatne mere kvaliteta, do sada isključivo korišćene za rangiranje i poređenje između zemalja, dok je u ovom istraživanju učinjen napor da se agregatne mere definišu i spuste na nivo preduzeća, kako bi se, rangiranje moglo vršiti u okvirima nacionalnih privreda.


Analizirana doktorska disertacija ne samo da je empirijski potvrdila da nivo kvaliteta informacija sadržanih u finansijskim izveštajima značajno varira između preduzeća i u okruženju koje karakteriše odsustvo korporativne kulture i nizak nivo vladavine prava, a u zavisnosti od individualnih karakteristika preduzeća, već je ponudila autentičan i originalan način merenja tog kvaliteta u zemljama u razvoju. Smatramo da bi koristi od praktične implementacije ovako koncipiranih agregatnih mera kvaliteta objavljenih finansijskih performansi i nivoa upravljanja visinom računovodstvenih rezultata bile višestruke za bankarski sektor, berzu, centralnu banku, Agenciju za privredne registre i druge agencije koje se bave procenom različitih vrsta rizika. Sa jedne strane, zvaničnim obelodanjivanjem rangova preduzeća prema posmatranim kriterijumima, korisnicima finansijskih izveštaja bile bi ponuđene dodatne informacije i perspektive posmatranja preduzeća za čije su poslovanje zainteresovani, dok bi sama preduzeća pridavala više pažnje sastavljanju i prezentaciji finansijskih izveštaja, a u cilju dostizanja ili održavanja rejtinga u javnom mnjenju.

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 razvoju instrumentarijuma finansijsko-računovodstvene analize uopšte, ali i prakse finansijskog izveštavanja naših preduzeća. Stoga, Komisija smatra da su ispunjeni svi uslovi za odobrenje javne odbrane doktorske disertacije pod nazivom „*Procena kvaliteta finansijskih izveštaja velikih preduzeća u Republici Srbiji primenom modela zasnovanih na agregatnim merama*“ i predlaže Nastavno-naučnom veću Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu da prihvati Izveštaj o oceni doktorske disertacije kandidatkinje Snežane Miletić i odobri njenu javnu odbranu.

Beograd, 29.04.2021.

Članovi komisije:


Prof. dr Dejan Malinić


Prof. dr Zorica Mladenović


Prof. dr Dejan Spasić


Prof. dr Dejan Jakšić