

# НАСТАВНО-НАУЧНОМ ВЕЋУ ЕКОНОМСКОГ ФАКУЛТЕТА УНИВЕРЗИТЕТА У КРАГУЈЕВЦУ

**Предмет:** *Извештај Комисије о оцени докторске дисертације*

Одлуком Наставно–научног већа Економског факултета Универзитета у Крагујевцу, број 430/18-3) од 25.02.2015. године, именовани смо за чланове Комисије за писање Извештаја о оцени докторске дисертације под насловом „**Економска изложеност девизном ризику – управљање у функцији максимизирања вредности предузећа**“, кандидата **мр Милана Чупића**.

На основу увида и свеобухватне анализе урађене и предате докторске дисертације, Комисија за писање Извештаја о оцени докторске дисертације и за њену јавну одбрану подноси Наставно-научном већу Економског факултета Универзитета у Крагујевцу следећи

## ИЗВЕШТАЈ

### I Подаци о кандидату

#### 1. Биографски подаци

Кандидат мр Милан Чупић је рођен 13.08.1981. године у Загребу, Република Хрватска. Основну и Трговинско-угоститељску школу је завршио у Крагујевцу. Економски факултет Универзитета у Крагујевцу, смер Финансије и рачуноводство, уписао је академске 1999/2000. Дипломирао је 17.03.2004. године, са просечном оценом 9,27 (девет и 27/100). Последипломске студије је уписао академске 2004/2005 на Економском факултету Универзитета у Београду, смер Финансијско-рачуноводствена анализа. Све испите предвиђене наставним планом је положио са просечном оценом 9,11 (девет и 11/100), а магистарску тезу “Финансијски аспекти креирања и мерења вредности предузећа” одбранио је 09.06.2010. године. Докторску дисертацију под насловом „Економска изложеност девизном ризику – управљање у функцији максимизирања вредности предузећа“, пријавио је 13.04.2011. године на Економском факултету Универзитета у Крагујевцу.

На Економском факултету Универзитета у Крагујевцу, запослен је од 01.10.2004. године, прво као асистент–приправник, а од 27.10.2010. године као асистент на наставном предмету Пословне финансије. У звање асистента на наставном предмету Пословне финансије, поново је изабран 25.09.2013. године. Од академске 2010/2011 до 2013/2014, изводио је вежбе на наставном предмету Финансијско реструктурирање предузећа, на основним академским студијама. Од академске 2012/2013 изводи вежбе на наставном предмету Финансијско реструктурирање предузећа, на мастер академским студијама. Као стипендиста ЈФДП (Junior Faculty Development Program) програма боравио је од 05. јануара до 20. маја 2010. на стручном усавршавању на Универзитету у Денверу, САД (ментор професор Рон Кјусик). У оквиру Темпус пројекта „Развој оквира за доживотно

учење у Србији“, од 18-22. децембра 2011. године боравио је у студијској посети Орхус универзитету у Копенхагену. Као стипендиста Еразмус Мундус програма, од 02. априла до 02. маја 2012. године, био је у истраживачкој посети Универзитету у Генту (ментор професор Михаел Фромел).

Током 2009. године био је члан тима за реализацију пројекта „Истраживање малопродајног тржишта неспецијализованих производа, претежно хране, дувана и пића, у граду Крагујевцу“, који је финансирала Комисија за заштиту конкуренције. Током 2004 и 2005. године је био члан истраживачког тима за реализацију међународног пројекта, у склопу ЕУ програма сарадње са земљама које нису чланице ЕУ, под називом „Подршка Агенцији за приватизацију у Србији ради успостављања мреже регионалних канцеларија и окружних огранака – консултантске услуге, Краљево, Србија и Црна Гора/Тип уговора А (СА03)“. Био је члан тима за реализацију програма сталног стручног усавршавања наставника, васпитача и стручних сарадника "Утицај карактеристика групе на ефекте активног и кооперативног учења", који је одобрио Завод за унапређивање образовања и васпитања Републике Србије за школску 2012/2013 и 2013/2014. годину.

Током 2009. и 2010. године био је хонорарни сарадник БСЦ Крагујевац, где је реализовао тренинге у области финансијског управљања и учествовао у селекцији бизнис планова. Био је координатор пројекта “Унапређење вештина читања и писања код студената на универзитетима у Србији”, који је финансирао Амерички савет за међународно образовање. Био је координатор пројекта “Оснивање Центра за саветовање студената и каријерно вођење на Економском факултету у Крагујевцу”, који је финансирала Амбасада САД у Београду. Учествовао је у реализацији неколико пројеката примењених истраживања и процене вредности капитала.

## 2. Научно-истраживачки рад

Основне области научно-истраживачког рада кандидата су: управљање девизним ризиком, финансијска анализа, мерење финансијских перформанси, корпоративно управљање и финансијско реструктурирање предузећа. О научно-истраживачком раду кандидата, непосредно сведоче његови ауторски и коауторски радови:

### А) Рад у међународном часопису (M23)

1. Stančić, P., Čupić, M., Obradović, V. (2014). **Influence of board and ownership structure on bank profitability: evidence from South East Europe.** *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 27(1), pp. 573-589. (УДК 336.71:519.86, COBISS.SR-ID 513379932, ISSN 1331-677X (Print), 1848-9664 (Online)).
2. Stančić, P., Čupić, M., Barjaktarović Rakočević, S. (2012). **Influence of board size and composition on bank performance – case of Serbia.** *Actual problems of Economics*, 134, pp. 466-475. (УДК 336.71:519.86(497.11), COBISS.SR-ID 512973916, ISSN 1993-6788).

### Б) Рад у часопису међународног значаја верификованог посебном одлуком (M24)

1. Stančić, P., Todorović, M., Čupić, M. (2012). **Value-based management and corporate governance: a study of Serbian corporations.** *Economic Annals*, 57(193), pp. 93-112. (УДК 005, COBISS.SR-ID 512950108, ISSN 0013-3264).
2. Stančić, P., Čupić, M., Barjaktarović Rakočević, S., Benković, S. (2012). **Dominant shareholder, board structure and bank performance: Evidence from Serbia.**

**В) Саопштење са међународног скупа штампано у целини (M33)**

1. Janjic, V., Čupić, M., Todorović, M. (2012). **The usefulness of earnings numbers in explaining stock returns in an emerging market: the case of Serbia**. In Kotlebová, J. and Vojtková, M. (eds.), *Proceedings of the 7th International Conference on Currency, Banking and International Finance: How does the Central and Eastern Europe Cope Up with the Global Financial Crisis?*, Bratislava, Slovakia, September 27-28, 2012, Faculty of National Economy Department of Banking and International Finance, pp. 79-94. (УДК 657, COBISS.SR-ID 512984412, ISBN 978-80-225-3527-4)
2. Čupić, M., Todorović, M. (2011). **Total shareholder return - decomposition, internal equivalent and alternatives**. In Spasić, D. and Stanković, Lj. (eds.), *Problems of competitiveness of contemporary economies*: Niš, October 14, 2011, Faculty of Economics of the University of Niš, pp. 379-392. (УДК 658.15, 005.915:347.725, COBISS.SR-ID 512889436, ISBN 978-86-6139-040-1)
3. Čupić, M., Todorović, M. (2010). **Managing value oriented company in contemporary environment**. In Spasić, D. and Stanković, Lj. (eds.), *The Challenges of Economic Science and Practice in the 21st Century*, Niš, October 14-15, 2010, Faculty of Economics of the University of Niš, pp. 427-439. (УДК 005.21, COBISS.SR-ID 512661340, ISBN 978-86-6139-019-7)
4. Grove, H., Čupić, M. (2010). **ICN Pharmaceuticals: Financial and Corporate Governance Analysis**. In *Proceeding of the 7th Workshop on Corporate Governance*, Brussels, Belgium, June 21-22, 2010. (CD-ROM) (УДК 005.591.45:334.72.021, COBISS.SR-ID 512583004)

**Г) Ауторизована дискусија са међународног скупа (M35)**

1. Širanova, M., Čupić, M., **Efficiency of Slovak Banking Sector Before and After the EU Accession**. Paper presented at the International Conference Contemporary Issues in Economics, Business and Management, Kragujevac, Serbia, 27 November 2014.
2. Todorović, M., Čupić, M., **Influence of Continuous Improvement Programs on Company Performance**. Paper presented at the International finance and banking conference FI BA 2014, Bucharest, Romania, March 27-28, 2014.

**Д) Поглавље у књизи M42 или рад у тематском зборнику националног значаја (M45)**

1. Станчић, П., Чупић, М., Димитријевић, Д. (2014). **Финансијски ефекти реструктурирања предузећа у Крагујевцу**. У Максимовић, Љ., Станишић, Н. (ред.), *Стање и перспективе економског развоја града Крагујевца* (стр. 469-484), Економски факултет Универзитета у Крагујевцу. (УДК 005.3:338.2(497.11 Крагујевца), COBISS.SR-ID 513208156, ISBN 978-6-6091-048-8)
2. Станчић, П., Чупић, М. (2013). **Реалне опције као инструмент креирања вредности**. У Марковић, Д., Вуксановић, Е., Стефановић, Р., Љубисављевић, С. (ред.), *Финансије и рачуноводство у функцији привредног раста* (стр. 153-170), Економски факултет Универзитета у Крагујевцу. (ISBN 978-86-6091-039-6)

**Ђ) Рад у водећем часопису националног значаја (M51)**

1. Čupić, M., Todorović, M., Ilić, N. (2013). **Analysis of the earnings-return relation in serbian capital market**. *Facta Universitatis: Series Economics and Organization*, 10(2), pp. 191-204. (УДК 657.63, COBISS.SR-ID 513266780, ISSN 0354-4699 (Print), 2406-050X (Online))

2. Станчић, П., Чупић, М., Станчић, В. (2012). **Избор система мерила перформанси у предузећу оријентисаном на стварање вредности за акционаре**. Економске теме, 50(1), стр. 81-100. (УДК 005.9, COBISS.SR-ID 512949596, ISSN 0353-8648).
3. Чупић, М. (2011). **Усаглашеност рачуноводствених мерила са циљем максимизирања вредности за акционаре**. Економске теме, 49(1), стр. 123-136. (УДК 658.15, 005.915:347.725, COBISS.SR-ID 512783452, ISSN 0353-8648).
4. Чупић, М. (2010). **Екстерна мерила успеха менаџера да створе вредност за акционаре**. Management, 15(56), стр. 85-93. (УДК 005.915:347.725, COBISS.SR-ID 178954764, ISSN 0354-8635).
5. Чупић, М. (2010). **Анализа стања и могућности за унапређење корпоративног управљања у Србији**. Економика предузећа, 58(3-4), стр. 174-184. (УДК 005.591.45:334.72.021 (497.11), COBISS.SR-ID 512783452, ISSN 0353-8648).

#### **Е) Рад у часопису националног значаја (М52)**

1. Чупић, М. (2010). **Анализа и оцена страних директних улагања**. Рачуноводство, 54(9-10), стр. 76-85. (УДК 339.727.22, 657.92:330.322, COBISS.SR-ID 179170828, ISSN 1450-6114).
2. Славковић, М., Чупић, М. (2009). **Финансијски аспекти примене downsizing стратегије**. Рачуноводство, 53(7-8), стр. 86-97. (УДК 005.591.4, COBISS.SR-ID 168608012, ISSN 1450-6114).
3. Чупић, М. (2008). **Методе вредновања реалних опција**. Рачуноводство, 52(11-12), стр. 78-87. (УДК 005.585:336.763.1, 005.915, COBISS.SR-ID 154304012, ISSN 1450-6114).
4. Чупић, М. (2008). **Вредновање реалних опција у инвестиционом одлучивању**. Рачуноводство, 52(9-10), стр. 80-89. (УДК 005.51/.52, COBISS.SR-ID 514149026, ISSN 1450-6114).
5. Чупић, М. (2008). **Концепти резултата у функцији управљања корпоративним предузеће**. Рачуноводство, 52(3-4), стр. 86-99. (УДК 005.21:334.72.021, COBISS.SR-ID 514003362, ISSN 1450-6114).
6. Тодоровић, М., Чупић, М. (2007). **Одговорност ревизора у контексту актуелне професионалне и законске регулативе**. Рачуноводство, 51(5-6), стр. 43-61. (УДК 657.63, COBISS.SR-ID 512578652, ISSN 1450-6114).
7. Чупић, М. (2007). **Приказ књиге 'Савремено управљање финансијама предузећа', аутора проф. Др Предрага Станчића**. Рачуноводство, 51(1-2), стр. 107-108. (УДК 658.14/.17, COBISS.SR-ID 512578396, ISSN 1450-6114).

#### **Ж) Рад у научном часопису (М53)**

1. Чупић, М. (2010). **Оцена значаја четири варијанте резидуалног добитка за остварење циља максимизирања вредности за акционаре**. Економски хоризонти, 12(2), стр. 113-132. (УДК 658.155.2, 657.05, COBISS.SR-ID 179608332, ISSN 1450-863X).
2. Grove, H., Čupić, M. (2010). **ICN Pharmaceuticals: Corporate Governance Analysis. Corporate Ownership & Control**, 7(4), pp. 73-90. (УДК 005.591.45:334.72.021, COBISS.SR-ID 512578908, ISSN 1727-9232).

#### **З) Магистарска теза (М72)**

1. Чупић, М. (2010). **Финансијски аспекти креирања и мерења вредности предузећа**. Економски факултет Универзитета у Крагујевцу, VIII + 137. (УДК 658.14/.17(043.2), 338.2(043.2), 005.3:334.72(043.2), COBISS.SR-ID 512623452).

## II Приказ структуре и садржаја докторске дисертације

Докторска дисертација кандидата мр Милана Чупића, под насловом „Економска изложеност девизном ризику – управљање у функцији максимизирања вредности предузећа“, написана је на IX + 279 страна компјутерски обрађеног текста, формата А4, стандардног прореда и величине слова. У циљу боље прегледности, лакше упоредивости података и анализе добијених резултата, у раду је приказано 16 табела и 30 слика. У дисертацији је коришћено 359 јединица актуелне и релевантне литературе, страних и домаћих аутора, укључујући извештаје, документа, прописе и електронске изворе. Структуру дисертације, поред апстракта на српском и енглеском језику, увода, закључка, списка коришћене литературе и прилога, чини пет логички повезаних делова.

### 1. Предмет, циљеви, хипотезе и истраживачка методологија

**Предмет истраживања** у докторској дисертацији су алтернативни приступи за управљање економском изложеношћу девизном ризику у нефинансијским предузећима, коришћењем оперативних и финансијских хеџинг стратегија. Посебна пажња је посвећена разматрању употребљивости релевантних теоријских модела за мерење степена и облика економске изложености девизном ризику, као и анализи ефеката коришћења различитих хеџинг стратегија на перформансе и вредност предузећа. У дефинисању предмета истраживања, кандидат полази од става да девизни ризик утиче на макроекономске показатеље националних привреда и међународне економске токове, а преко тога и на конкурентност, новчане токове и стратегијску оријентацију предузећа. Економска изложеност предузећа девизном ризику је, зато, стратегијски проблем који захтева стратегијски одговор, применом финансијског и оперативног хеџинга.

С обзиром на дефинисани предмет истраживања, **основни циљ** докторске дисертације је да се идентификују и анализирају алтернативни приступи за управљање економском изложеношћу девизном ризику у различитим пословним и економским условима. Полазећи од овако дефинисаног основног циља, кандидат је утврдио два специфична циља докторске дисертације. Прво, размотрити особности релевантних модела за мерење степена и облика трансакционе и пословне изложености девизном ризику и употребљивост ових модела у различитим пословним и економским условима. Друго, испитати могућности за примену различитих стратегија финансијског и оперативног хеџинга девизног ризика у циљу идентификовања стратегија којима се може највише допринети максимизирању вредности предузећа.

Сагласно утврђеном предмету и циљевима истраживања, у дисертацији су постављене и испитане следеће релевантне научне **хипотезе**:

**Хипотеза 1:** Степен и облик економске изложености предузећа девизном ризику се може прецизно проценити применом регресионих модела.

*Хипотеза 1.1:* С обзиром на претпостављену линеарност очекиваних новчаних прилива и одлива у вези са уговореним трансакцијама и линеарност односа девизног курса и вредности ефективних новчаних токова, модели линеарне регресије пружају прецизну процену степена трансакционе изложености предузећа девизном ризику.

*Хипотеза 1.2:* С обзиром на то да је, услед утицаја бројних ендегених и егзогених фактора, однос између девизног курса и новчаних токова често нелинеаран, модели нелинеарне регресије омогућавају прецизну процену степена и облика оперативне изложености предузећа девизном ризику.

**Хипотеза 2:** Девизни курс и промене девизног курса имају статистички значајан утицај на вредност предузећа.

**Хипотеза 3:** Применом хединг стратегија примерених степена и облику економске изложености предузећа девизном ризику, менаџмент предузећа може допринети остварењу циља максимизирања вредности предузећа.

*Хипотеза 3.1:* Примена финансијских деривата за управљање трансакционом изложеношћу предузећа девизном ризику позитивно утиче на вредност предузећа.

*Хипотеза 3.2:* Креирање и коришћење реалних опција за управљање оперативном изложеношћу предузећа девизном ризику позитивно утиче на вредност предузећа.

У докторској дисертацији се користи **методологија истраживања** примерена друштвеним наукама, заснована на коришћењу метода квалитативног и статистичког истраживања. Квалитативно истраживање је омогућило дескриптивну анализу проучаваног проблема кроз сагледавање и поређење резултата претходних теоријских и емпиријских студија, које се баве анализом девизног ризика, економске изложености и хединга. Тако су утврђене теоријске чињенице у вези са предметом истраживања, али и основа за оригинално емпиријско истраживање засновано на подацима и садржајима прикупљеним у Србији.

Емпиријско истраживање је спроведено применом методе вишеструке студије случајева и регресионе анализе. Вишеструка студија случајева је спроведена прегледањем извештаја, интернет презентација, као и интервјуима са финансијским директорима анализираних предузећа. Овакво дескриптивно истраживање омогућило је увид у праксу предузећа у Србији, у домену хединга девизног ризика, која раније није била предмет посебне пажње, чиме је створена основа за наставак истраживања. Коришћени аналитички приступи (прости линеарни регресиони модели, ортогонализације, нелинеарни регресиони модели и модели са временским помаком) омогућили су процену степена изложености предузећа у Србији девизном ризику, као и анализу утицаја девизних курсева на вредност предузећа. Тиме је створена основа за процену утицаја могућих детерминанти економске изложености и стратегија оперативног хединга на економску изложеност анализираних предузећа.

## **2. Садржај докторске дисертације**

Сагласно утврђеном предмету и циљевима истраживања, постављеним научним хипотезама и методологији истраживања, утврђен је следећи садржај дисертације:

### **УВОД**

#### **І ДЕО: ДЕВИЗНО ТРЖИШТЕ И ДЕВИЗНИ КУРС**

1. Анализа стања девизног тржишта
  - 1.1. Учесници на девизном тржишту
  - 1.2. Трговање на девизном тржишту

- 1.3. Преглед стања на девизном тржишту
2. Девизни курс и алтернативни режими девизног курса
  - 2.1. Девизни курс и девизна котација
  - 2.2. Алтернативни режими девизног курса
3. Кључни теоријски односи релевантни за процену девизног курса
  - 3.1. Основни међународни паритети
  - 3.2. Макроекономски модели утврђивања девизног курса
  - 3.3. Микроекономски модели утврђивања девизног курса
4. Модели за предвиђање промена девизног курса
  - 4.1. Економетријски модели
  - 4.2. Модели временских серија
  - 4.3. Остали модели за предвиђање девизних курсева
  - 4.4. Оцена прецизности модела предвиђања девизних курсева

## II ДЕО: ИЗЛОЖЕНОСТ ПРЕДУЗЕЋА ДЕВИЗНОМ РИЗИКУ

1. Мерење девизног ризика
  - 1.1. Традиционални приступи мерењу ризика
  - 1.2. Модели историјске волатилности
  - 1.3. Модели ауторегресионе условне хетероскедастичности
  - 1.4. Остали модели за процену волатилности
  - 1.5. Оцена прецизности модела за процену волатилности
  - 1.6. ВаР методологија
2. Анализа изложености предузећа девизном ризику
  - 2.1. Транслациона изложеност
  - 2.2. Трансакциона изложеност
  - 2.3. Пословна изложеност
3. Процена степена и облика економске изложености девизном ризику
  - 3.1. Тржишни модели за процену економске изложености
  - 3.2. Нелинеарни модели за процену економске изложености
  - 3.3. Модели са временским помаком
  - 3.4. Анализа економске изложености предузећа у Србији
    - 3.4.1. Предмет истраживања
    - 3.4.2. Контекст истраживања, узорак и методологија
    - 3.4.3. Резултати анализе изложености
4. Детерминанте економске изложености девизном ризику
  - 4.1. Анализа утицаја релевантних чинилаца на економску изложеност
  - 4.2. Детерминанте економске изложености предузећа у Србији
    - 4.2.1. Методологија истраживања
    - 4.2.2. Резултати анализе потенцијалних детерминанти економске изложености

## III ДЕО: ОКВИР ЗА УПРАВЉАЊЕ ЕКОНОМСКОМ ИЗЛОЖЕНОШЋУ ДЕВИЗНОМ РИЗИКУ

1. Оцена оправданости управљања економском изложеношћу девизном ризику
  - 1.1. Еволуција теоријских ставова о управљању ризиком

- 1.2. Користи и трошкови од управљања ризиком
- 1.3. Управљање економском изложеношћу девизном ризику и вредност предузећа
2. Принципи хеџинга
  - 2.1. Интегрисани приступ управљању ризиком
  - 2.2. Препоруке за ефикасни хеџинг
3. Програм за хеџинг девизног ризика
  - 3.1. Развој програма и процес хеџинга девизног ризика
  - 3.2. Организација процеса хеџинга девизног ризика
4. Стратегије за хеџинг девизног ризика
  - 4.1. Основне стратегије за хеџинг девизног ризика
  - 4.2. Остале стратегије управљања девизним ризиком
  - 4.3. Хеџинг девизног ризика у Србији
    - 4.3.1. Хеџинг девизног ризика у предузећу АБЦ
    - 4.3.2. Хеџинг девизног ризика у предузећу МНО

#### IV ДЕО: ФИНАНСИЈСКИ ХЕЏИНГ ЕКОНОМСКЕ ИЗЛОЖЕНОСТИ ДЕВИЗНОМ РИЗИКУ

1. Валутни деривати и тржиште валутних деривата
  - 1.1. Тржиште валутних деривата
  - 1.2. Оквир за трговање валутним дериватима
  - 1.3. Процена оптималног улагања у валутне деривате
2. Валутни форварди
  - 2.1. Одредбе и ефекти држања форвард уговора
  - 2.2. Цена и вредност валутног форварда
  - 2.3. Хеџинг девизног ризика применом валутног форварда
  - 2.4. Хеџинг валутним форвардима у Србији
3. Валутни фјучерси
  - 3.1. Основне уговорне одредбе валутног фјучерса
  - 3.2. Трговање валутним фјучерсима – систем јемстава и дневног прилагођавања
  - 3.3. Хеџинг девизног ризика применом валутних фјучерса
4. Валутне опције
  - 4.1. Основни елементи уговора о валутној опцији
  - 4.2. Вредност валутних опција
    - 4.2.1. Детерминанте вредности валутних опција
    - 4.2.2. Процена вредности европске валутне опције
    - 4.2.3. Процена вредности америчке валутне опције
    - 4.2.4. Процена утицаја релевантних фактора на вредност опције
  - 4.3. Хеџинг валутним опцијама
5. Валутни своп
  - 5.1. Структура валутног свопа
  - 5.2. Вредност валутног свопа
  - 5.3. Хеџинг валутним свопом

#### V ДЕО: ОПЕРАТИВНИ ХЕЏИНГ ЕКОНОМСКЕ ИЗЛОЖЕНОСТИ ДЕВИЗНОМ РИЗИКУ



1. Анализа реалних опција
  - 1.1. Реалне опције и управљање економском изложеношћу девизном ризику
  - 1.2. Вредност реалних опција
2. Маркетиншке стратегије
  - 2.1. Тржишна диверсификација
  - 2.2. Ценовне стратегије
  - 2.3. Асортиман производа
3. Оперативна флексибилност
  - 3.1. Структура извора снабдевања
  - 3.2. Међународна флексибилност производње
    - 3.2.1. Портфолио приступ развоју међународне мреже производних погона
    - 3.2.2. Опциони приступ развоју међународне мреже производних погона
    - 3.2.3. Избор оптималне стратегије производње
  - 3.3. Утицај оперативне флексибилности на економску изложеност предузећа у Србији
    - 3.3.1. Методологија истраживања
    - 3.3.2. Резултати анализе утицаја оперативног хеџинга на економску изложеност
4. Однос између финансијског и оперативног хеџинга
  - 4.1. Теоријски модели интегрисаног управљања економском изложеношћу
  - 4.2. Ефекти интегрисаног управљања економском изложеношћу

## ЗАКЉУЧАК

## СПИСАК ЛИТЕРАТУРЕ

## ПРИЛОГ

У првом делу дисертације, под насловом **Девизно тржиште и девизни курс**, предмет анализе су организација и стање на девизном тржишту, алтернативни режими девизног курса и теоријски модели који објашњавају очекивани ниво и промене девизног курса. Анализа девизног тржишта је указала на најважније учеснике девизног тржишта, основне начине трговања валутама, као и на показатеље у вези са његовом величином и досадашњим развојем. Јасно су разграничени различити облици и котације девизног курса, а предмет разматрања су били и алтернативни режими девизног курса. Поред основних међународних паритета, анализирани су основни макроекономски модели (монетарни модел флексибилних цена, монетарни модел резистентних цена, равнотежни модел и портфолио модел) и микроекономски модел за утврђивање девизног курса. На крају првог дела дисертације, представљени су основни модели за предвиђање девизног курса - економетријски модели, модели временских серија, као и неколико модела насталих синтезом анализираних теоријских модела и/или искустава праксе (тржишни, композитни и модел процене, као и техничка анализа).

У другом делу дисертације, под насловом **Изложеност предузећа девизном ризику**, предмет анализе су основне методе мерења девизног ризика, изложеност девизном ризику, модели за процену степена и облика изложености, као и детерминанте економске изложености. Као модели за мерење девизног ризика, представљени су традиционални модели, укључујући стандардну девијацију, варијансу и модел

историјске волатилности, као и модели ауторегресионе условне хетероскедастичности, стохастичке волатилности, имплицитне волатилности и модели промене режима. Указујући на то да теоријске и емпиријске студије углавном откривају да је за процену економске изложености неопходна примена регресионих модела са обликом везе који одговара облику економске изложености предузећа, кандидат је закључио да не треба одбацити хипотезу 1, као ни хипотезе 1.1 и 1.2. Наиме, основни линеарни модел Адлера и Диме и тржишни модел могу открити само трансакциону изложеност, за коју важи претпоставка о линеарној вези приноса и девизног курса. Будући да ови модели не могу да процене степен пословне изложености, због њене претпостављене нелинеарности и трајног утицаја на приносе предузећа, развијени су нелинеарни и модели са временским помаком. Истраживања заснована на примени нелинеарних модела откривају углавном конвексну везу приноса и девизних курсева, док истраживања заснована на примени модела са временским помаком откривају значајну повезаност приноса са прошлим променама девизних курсева.

Ефикасност алтернативних модела за процену изложености је тестирана на узорку предузећа из Србије. Истраживање је открило и негативне и позитивне регресионе коефицијенте, мада су само негативни статистички значајни. То значи да се приноси предузећа у узорку смањују са депресијацијом динара, што одговара профилима предузећа увозника и/или предузећа са високим учешћем дугова изражених у иностраној валути. Велики број изложености је откривен применом основног регресионог модела Адлера и Диме и ортогонализованог модела. Применом нелинеарних модела, није откривен већи број значајних изложености, него применом линеарних модела. Ипак, пословна изложеност је откривена применом модела са временским помаком, при чему је највећи број значајних изложености процењен у односу на промене девизних курсева које су наступиле 7-9 месеци раније. С обзиром на резултате ранијих и емпиријског истраживања спроведеног у овој дисертацији, кандидат је закључио да не треба одбацити хипотезу 2. Кандидат је даљом емпиријском анализом открио да учешће прихода од извоза у укупним приходима има негативни утицај на изложеност предузећа, као и да су већа предузећа са вишим степеном задужености више изложена девизном ризику.

У трећем делу дисертације, под насловом **Оквир за управљање економском изложеношћу девизном ризику**, анализирани су оправданост управљања економском изложеношћу, принципи хедџинга, као и програм и стратегије за хедџинг девизног ризика. Указано је да управљање ризиком треба схватити као улагање са нето садашњом вредношћу једнаком нули, јер оно не ствара вредност непосредно, већ посредно, кроз омогућавање неометаног предузимања активности којима се ствара вредност предузећа. Кандидат је истакао да предузеће треба да развије програм управљања девизним ризиком, како би пружило смернице за активности у домену управљања економском изложеношћу девизном ризику. Као основни облици организације хедџинга анализирани су централизовани и децентрализовани хедџинг, док су као приступи управљању девизним ризиком представљене основне стратегије финансијског и оперативног хедџинга девизног ризика, као и стратегије природног хедџинга, избегавања, преношења, поделе и прихватања девизног ризика. На основу анализе праксе управљања девизним

ризиком у Србији, кандидат је открио висок степен централизације хеџинга у предузећима, нарочито у домену управљања пословном изложеношћу. Анализа је показала да се као инструменти хеџинга претежно користе обични и покривени форвард, као и орочени депозит са валутном клаузулом.

У четвртом делу дисертације, под насловом **Финансијски хеџинг економске изложености девизном ризику**, размотрени су тржиште валутних деривата и основни валутни деривати – форварди, фјучерси, опције и свопови. Анализа тржишта валутних деривата је указала на степен његове развијености, облике трговања и тржишне учеснике, као и основне типове валутних деривата. Указујући на то да истраживања углавном откривају да за хеџинг трансакционе изложености треба користити валутне форварде и фјучерсе, а за хеџинг пословне и дугорочне трансакционе изложености валутне опције и валутне свопове, кандидат је закључио да не треба одбацити хипотезу 3.1. С обзиром на то да предузећа у Србији, као валутне деривате, готово искључиво користе валутне форварде, кандидат је анализирао узорак форвард уговора које је закључила једна банка која послује у Србији. Анализом је откривена готово савршена негативна корелација између форвард премије и рочности куповног форвард уговора, што значи да банка повољније услове одобрава предузећима која уговарају дугорочније форварде. При томе, обичне валутне форварде у Србији углавном користе предузећа са јаком тржишном позицијом, која евентуалне губитке због високе имплицитне цене ових инструмената, могу кроз цену трансферисати на своје купце. Мања предузећа углавном уговарају покривене валутне форварде, нарочито ако имају стабилан и брз новчани прилив и могућност одложеног плаћања увезене робе.

У петом делу дисертације, под насловом **Оперативни хеџинг економске изложености девизном ризику**, предмет анализе су реалне опције, маркетиншке и производне стратегије управљања девизним ризиком и однос између финансијског и оперативног хеџинга. Будући да се налазе у основи стратегија оперативног хеџинга, тј. маркетиншких и стратегија оперативне флексибилности, анализирани су куповне и продајне реалне опције, као и модели за процену њихове вредности. Представљене су основне маркетиншке стратегије: тржишна диверсификација, избор асортимана производа и политика цена. Као основне стратегије оперативне флексибилности, анализирани су стратегије снабдевања и производње. Истакнуто је да се у периодима снажних промена реалних девизних курсева, смањује ефикасност маркетиншких стратегија, тако да предузеће мора да се усмери на повећање флексибилности снабдевања и производње, како би смањило изложеност у вези са трошковима. Размотрени су резултати релевантних емпиријских истраживања, која углавном указују на то да предузеће може смањити своју економску изложеност и повећати тржишну вредност ако повећа број земаља у којима послује и ако има мање концентрисано пословање у свакој појединачној земљи. Кандидат је, међутим, на узорку предузећа у Србији, открио да географска диверсификација и пословна флексибилност повећавају економску изложеност и смањују тржишну вредност предузећа. Кандидат је истакао да, иако хипотезу 3.2. не треба потпуно одбацити, с обзиром на налазе претходних истраживања, није могуће извести закључак о оправданости оперативног хеџинга у Србији.

### **III Оцена рада** (критеријуми Правилника Универзитета о пријави, изради и одбрани докторске дисертације, Прилог бр. 2, тачка 2)

#### **1. Значај и допринос докторске дисертације са становишта актуелног стања у научној области**

Комисија оцењује да докторска дисертација кандидата мр Милана Чупића, под насловом „**Економска изложеност девизном ризику – управљање у функцији максимизирања вредности предузећа**“, представља значајан теоријски и практични допринос изучавању алтернативних приступа за управљање економском изложеношћу девизном ризику, у оквиру научне области међународне пословне финансије. Предмет дисертације је релевантан, а закључци изведени на основу теоријских и емпиријских истраживања имају изузетну вредност за сагледавање и унапређење стања у оквиру научне области.

Ослањајући се на критичко преиспитивање релевантне и актуелне литературе, дисертација доприноси унапређењу теоријског разумевања концепта економске изложености девизном ризику. У дисертацији су систематично представљени и анализирани приступи за процену економске изложености девизном ризику, развијени у теоријским и емпиријским студијама током последњих тридесетак година. Анализа валутних деривата, који се могу применити за управљање трансакционом изложеношћу девизном ризику, представља први свеобухватни преглед ове проблематике на српском језику. Важан допринос дисертације је детаљан преглед оперативних стратегија за управљање пословном изложеношћу девизном ризику. Оперативне стратегије су предмет бројних истраживања, али ова проблематика раније није била систематично обухваћена и анализирана као у дисертацији кандидата мр Милана Чупића.

Значајан допринос дисертације су резултати оригиналног емпиријског истраживања, који представљају основу за будућа истраживања и дефинисање препорука за развој ефикасних приступа управљању економском изложеношћу девизном ризику у предузећима која послују у Србији. Закључци изведени на основу утврђених резултата указују на то да се за управљање економском изложеношћу девизном ризику у земљама у развоју, укључујући Србију, морају користити другачији приступи у односу на развијене земље. Посебно је истакнут значај природног хеџинга, као приступа смањењу економске изложености предузећа, без излагања експлицитним трансакционим трошковима, које изазива већина валутних деривата. Детаљно објашњен поступак развоја и примене модела за процену економске изложености и оцену утицаја алтернативних приступа за управљање економском изложеношћу, ствара основу за ширу примену ових модела у научним истраживањима и пословној пракси.

#### **2. Оцена да је урађена докторска дисертација резултат оригиналног научног рада кандидата у одговарајућој научној области**

Комисија оцењује да докторска дисертација, под насловом „**Економска изложеност девизном ризику – управљање у функцији максимизирања вредности предузећа**“, представља резултат оригиналног научног рада кандидата мр Милана Чупића. Тема докторске дисертације је актуелна и значајна за развој научне области међународне пословне финансије, посебно у домену изучавања алтернативних приступа за управљање

економском изложеношћу девизном ризику. Утврђени предмет истраживања, постављени циљеви, истраживачке хипотезе, примењена методологија истраживања и изведени закључци потврђују да докторска дисертација кандидата мр Милана Чупића садржи све потребне елементе и представља резултат оригиналног, самосталног и квалитетног научног и истраживачког рада

У свом истраживању, кандидат мр Милан Чупић је показао завидну аналитичност, способност закључивања, примерену критичност и професионални скептицизам. Дисертација је резултат самосталног и систематичног рада кандидата, који је, на основу спроведених релевантних истраживачких поступака, аргументовано извео закључке о предмету истраживања. Коришћена релевантна и актуелна домаћа и страна литература из области међународних пословних финансија, примерена је предмету истраживања и омогућава извођење научно утемељених и логичних закључака. Докторска дисертација је писана јасним, прегледним и научним стилем. Терминологија коришћена у раду је прецизна и указује на добро разумевање обрађене материје.

Комисија сматра да спроведено истраживање, резултати истраживања и изведени закључци у докторској дисертацији кандидата мр Милана Чупића представљају значајан и оригинални научни и стручни допринос у области међународних пословних финансија.

### 3. Преглед остварених резултата рада кандидата у научној области

Досадашња истраживања кандидата мр Милана Чупића су суштински повезана са предметом истраживања докторске дисертације. Истраживањем у магистарској тези "Финансијски аспекти креирања и мерења вредности предузећа", кандидат је анализирао факторе који одређују капацитете предузећа да креира вредност за акционаре и остале интересне групе. Кандидат је посебно анализирао утицај који различити финансијски ризици, преко дисконтне стопе или очекиваних новчаних токова, остварују на вредност предузећа. У неколико истраживачких радова, кандидат се бавио анализом реалних опција, како би истражио могућности за прецизније укључивање ризика у инвестиционо одлучивање, као и анализом приступа за инкорпорирање ризика међународног пословања у одлучивање о страним директним улагањима.

Кандидат мр Милан Чупић је, у свом досадашњем раду, објавио неколико научних радова у референтној научној области, повезаних са предметом истраживања у докторској дисертацији. Поред магистарске тезе, посебну пажњу заслужују следећи научни и стручни радови:

1. **Чупић, М.** (2011). **Усаглашеност рачуноводствених мерила са циљем максимизирања вредности за акционаре.** *Економске теме*, 49(1), стр. 123-136. (УДК 658.15, 005.915: 347.725, COBISS.SR-ID 512783452, ISSN 0353-8648). (M51 – 3 поена)
2. **Чупић, М.** (2010). **Анализа и оцена страних директних улагања.** *Рачуноводство*, 54(9-10), стр. 76-85. (УДК 339.727.22, 657.92:330.322, COBISS.SR-ID 179170828, ISSN 1450-6114). (M52 – 2 поена)
3. **Чупић, М.** (2008). **Методe вредновања реалних опција.** *Рачуноводство*, 52(11-12), стр. 78-87. (УДК 005.585:336.763.1, 005.915, COBISS.SR-ID 154304012, ISSN 1450-6114). (M52 – 2 поена)

4. Чупић, М. (2008). **Вредновање реалних опција у инвестиционом одлучивању.** *Рачуноводство*, 52(9-10), стр. 80-89. (УДК 005.51/.52, COBISS.SR-ID 514149026, ISSN 1450-6114). (M52 – 2 поена)
5. Станчић, П., Чупић, М. (2013). **Реалне опције као инструмент креирања вредности.** У Марковић, Д., Вуксановић, Е., Стефановић, Р., Љубисављевић, С. (ред.), *Финансије и рачуноводство у функцији привредног раста* (стр. 153-170), Економски факултет Универзитета у Крагујевцу. (ISBN 978-86-6091-039-6) (M45 – 1,5 поена)
6. Ћурић, М., Todorović, M. (2010). **Managing value oriented company in contemporary environment.** In Spasić, D. and Stanković, Lj. (eds.), *The Challenges of Economic Science and Practice in the 21st Century*, Niš, October 14-15, 2010, Faculty of economics of University of Niš, pp. 427-439. (УДК 005.21, COBISS.SR-ID 512661340, ISBN 978-86-6139-019-7) (M33 – 1 поен)

#### 4. Оцена испуњености обима и квалитета у односу на пријављену тему

Комисија сматра да докторска дисертација кандидата мр Милана Чупића, под насловом „**Економска изложеност девизном ризику – управљање у функцији максимизирања вредности предузећа**“, у потпуности испуњава постављене захтеве у погледу садржаја, обима, квалитета и резултата рада у односу на тему која је пријављена и одобрена. Примењујући методологију и научне методе истраживања примерене друштвеним наукама, кандидат је адекватно изабрао литературу и одговорио на утврђени предмет истраживања. Анализирани проблеми су изложени у пет делова, логично повезаних у кохерентну целину, са научно изведеним и аргументованим закључним разматрањима. Дисертација је, структурно и суштински, у потпуности усклађена са одобреном темом и предметом истраживања. Утврђени предмет, циљеви и научне хипотезе, који су одобрени за израду, усклађени су у потпуности са циљевима спроведеног истраживања, тестираним хипотезама и примењеном методологијом.

#### 5. Научни резултати докторске дисертације

Комисија сматра да је истраживање у докторској дисертацији кандидата мр Милана Чупића, под насловом „**Економска изложеност девизном ризику – управљање у функцији максимизирања вредности предузећа**“, допринело бољем разумевању алтернативних приступа управљању економском изложеношћу девизном ризику и довело до следећих значајних научних и практичних резултата:

- детаљан увид у тренутно стање и перспективе развоја девизног тржишта, укључујући и тржиште валутних деривата;
- свеобухватни преглед и анализа релевантних теоријских модела за утврђивање и предвиђање девизног курса, којима је указано на могућности и проблеме у вези са проценом будућих промена девизних курсева;
- анализа алтернативних модела за предвиђање девизног ризика, којом је указано на моделе који су се у највећем броју случајева показали као поуздани;
- процена поузданости и применљивости алтернативних модела за процену степена и облика економске изложености девизном ризику;
- идентификовање и анализа фактора који одређују степен и облик економске изложености девизном ризику;

- идентификовање услова под којим управљање ризиком и економском изложеношћу девизном ризику доприноси максимизирању вредности предузећа;
- теоријска и емпиријска анализа релевантних стратегијских приступа управљању економском изложеношћу девизном ризику;
- свеобухватни преглед и анализа применљивости валутних деривата у процесу управљања економском изложеношћу девизном ризику;
- анализа значаја реалних опција и оперативних хедџинг стратегија у процесу управљања економском изложеношћу девизном ризику.

Наведени научни резултати чине основу за примену алтернативних приступа управљању економском изложеношћу девизном ризику и тестирање њихове корисности у пословној пракси.

## **6. Применљивост и корисност резултата у теорији и пракси**

Резултати истраживања у докторској дисертацији кандидата мр Милана Чупића, под насловом „Економска изложеност девизном ризику – управљање у функцији максимизирања вредности предузећа“, теоријски и практично су корисни и применљиви, нарочито, с обзиром на недовољну заступљеност ове проблематике у домаћој литератури.

Теоријски допринос дисертације се огледа у проширивању теоријских знања из научне области међународне пословне финансије, посебно у домену анализе управљања економском изложеношћу девизном ризику. Истраживањем су откривене нове чињенице у вези са проценом степена и облика економске изложености девизном ризику и избором стратегија за управљање њоме. Допринос дисертације је оригинално развијен интегративни приступ, који уважава различитости предузећа и пословних окружења, као и специфичности утицаја девизног ризика на будуће новчане токове предузећа, тако да представља значајан искорак у односу на претходна истраживања у овој научној области. Оквир за истраживање у дисертацији отвара нова питања и указује на потребу за систематичним и детаљнијим истраживањем фактора који одређују економску изложеност девизном ризику.

Практични допринос дисертације се односи на оригинално емпиријско истраживање спроведено на узорку предузећа из Србије, чији резултати представљају основу за развој препорука за унапређење процеса управљања економском изложеношћу девизном ризику и максимизирање вредности предузећа у Србији. Истраживање је омогућило сагледавање применљивости модела за процену економске изложености девизном ризику и финансијске исплативости алтернативних приступа управљању економском изложеношћу девизном ризику. Анализа и оцена праксе предузећа у Србији у домену управљања економском изложеношћу девизном ризику је научно и практично релевантно.

## **7. Начини презентирања резултата научној јавности**

Актуелност предмета истраживања у докторској дисертацији кандидата мр Милана Чупића, под насловом „Економска изложеност девизном ризику – управљање у

функцији максимизирања вредности предузећа“, као и свеобухватност теоријског и емпиријског истраживања, представљају добру основу за систематизацију и презентирање остварених резултата и изведених закључака кроз научне радове који ће бити изложени на научним и стручним скуповима у земљи и иностранству или објављени у домаћим и страним часописима и публикацијама. Тако ће научна и стручна јавност бити упозната са свим релевантним достигнућима спроведених истраживања, што ће подстаћи дискусију и дубљу анализу различитих аспеката управљања економском изложеношћу девизном ризику.

### Закључна оцена Комисије

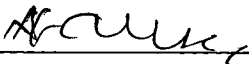
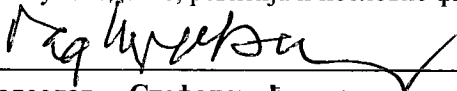

Комисија је једногласна у оцени да докторска дисертација мр Милана Чупића, под насловом „Економска изложеност девизном ризику – управљање у функцији максимизирања вредности предузећа“, испуњава све услове за јавну одбрану.

### Предлог Комисије

На основу претходне анализе резултата и доприноса, као и изложене оцене и закључака о докторској дисертацији, Комисија предлаже Наставно-научном већу Економског факултета Универзитета у Крагујевцу да прихвати Извештај о оцени докторске дисертације мр Милана Чупића, под насловом „Економска изложеност девизном ризику – управљање у функцији максимизирања вредности предузећа“, и одобри њену јавну одбрану.

У Крагујевцу, март 2015. године

### ЧЛАНОВИ КОМИСИЈЕ

1.   
Др Предраг Станчић, редовни професор Економског факултета Универзитета у Крагујевцу, ужа научна област Рачуноводство, ревизија и пословне финансије
2.   
Др Радослав Стефановић, ванредни професор Економског факултета Универзитета у Крагујевцу, ужа научна област Рачуноводство, ревизија и пословне финансије, у пензији
3.   
Др Евица Петровић, редовни професор Економског факултета Универзитета у Нишу, ужа научна област Пословне финансије, рачуноводство и ревизија

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ  
У КРАГУЈЕВЦУ

ПРИМЉЕНО: 05 MAR 2015			
Орг. јак.	Број	Пол. јак.	Европ. јак.
	430/18-3) А		