

Наставно-научном већу Факултета организационих наука

Одлуком Наставно-научног већа ФОН-а бр. 3/73-14 од 01.06.2016. именовани смо у Комисију за оцену завршене докторске дисертације кандидата **мр Милене Вучинић**, под насловом „**Значај бихејвиористичког приступа за унапређење одлучивања у савременим финансијама**” и на основу тога подносимо следећи

ИЗВЕШТАЈ

1. ОСНОВНИ ПОДАЦИ О КАНДИДАТУ И ДИСЕРТАЦИЈИ

1.1. ПОДАЦИ О КАНДИДАТУ

Милене Вучинић је завршила основну школу и први и други разред гимназије у Подгорици, а трећи и четврти разред гимназије је завршила на Цетињу са одличним успехом. Дипломирала је на Економском факултету у Подгорици, Универзитет Црне Горе, смер Предузетништво, са просечном оценом 8,17 током студија и оценом 10 на дипломском раду на тему „Анализа ризика код дугорочних хартија од вредности”.

Завршила је постдипломске студије на Факултету организационих наука, смер „Менаџмент финансијског ризика”, просечна оцена на магистраским студијама 10. Магистарску тезу „Мерење и анализа перформанси портфолија инвестиционих фондова” одбранила је 2014. године и тиме стекла академско звање магистра техничких наука – подручје организационих наука за менаџмент финансијског ризика. Поседује лиценцу брокера, дилера и портфолио менаџера, као и лиценцу за Public relations.

Кандидаткиња има петнаест година радног искуства на тржишту капитала, радила је као овлаштени брокер и дилер у Монте Адриа Брокер Дилер - Подгорица, а у предходних десет година је ангажована и обавља посао портфолио менаџера у инвестиционом фонду Атлас Монт - Подгорица.

У њена стална задужења спадају обрачун нето вредности имовине отвореног и зарвореног фонда Атлас Монт, израда месечног извештаја о кретању новчаних средстава отвореног и затвореног инвестиционог фонда, трговина хартијама од вредности у име и за рачун инвестиционог фонда и процена изложености ризику портфолија инвестиционог фонда. Припрема и ажужира проспекат фонда и кључне информације за инвеститоре. Поред наведених, обавља и посао заменика овлашћеног лица за спречавање прања новца и прати, учествује и заступа фонд на скупштинама акционара компанија које се налазе у његовом портфолију.

У периоду од 2006. до 2009. године је била уредник економског програма на Атлас Телевизији, као и аутор и водитељ емисије „Бизнис, новац и профит” и свакодневно

припремала извештаје, презентovala и коментарисала дешавања са црногорског тржишта капитала. Њену ауторску емисију и извештаје са црногорске берзе је преузимала и емитовала пословна телевизија - Капитал ТВ из Загреба.

Током рада се професионално и стручно усавршавала кроз посете регионалним финансијским тржиштима и институцијама, а поред тога имала је прилику да посети и да се упозна са пословањем познатих корпорација и банака у Европи, где је пратила бројне стручне семинаре, предавања и презентације.

Списак објављених радова

Магистарска теза:

- Вучинић, М., „Мерење и анализа перформанси портфолија инвестиционих фондова”, Факултет организационих наука, Универзитета у Београду, 2014.

Радови објављени у часописима

- Вучинић, М., „Тржиште хартија од вриједности - Технологија продаје и куповине хартија од вриједности”, Часопис: „Рачуноводство, ревизија и финансије”, Институт рачуновођа Црне Горе, Подгорица, 2003, бр. 7-8, јул- август, стр. 152 – 170 ISSN: 1451-2645 , ID= 6844685
- Вучинић, М., „Најчешће коришћени берзански појмови”, Часопис „Бизнис Монтенегро”, бр.2., Media System, Подгорица, 2007, ISSN: 1800-685X, стр. 28 -29.
- Вучинић, М., „Behavioral finance and its postulates”, „Management – часопис за теорију и праксу менаџмента”, ISSN 1820 – 0222, рад је прихваћен за објављивање.

1.2. ПОДАЦИ О ДИСЕРТАЦИЈИ

Налов дисертације је **Значај бихејвиористичког приступа за унапређење одлучивања у савременим финансијама**. Дисертација је написана на 390 страна, садржи 21 табелу, 11 слика и 421 литературних навода. Прилог А је обима 4 стране и садржи 3 табеле, прилог Б је обима 5 странице и садржи 12 табела.

Докторска дисертација „**Значај бихејвиористичког приступа за унапређење одлучивања у савременим финансијама**” се по тематици која се обрађује у садржају, може сврстати у област Менаџмента, ужа научна област Финансијски менаџмент.

2. ПРЕДМЕТ И ЦИЉ ДИСЕРТАЦИЈЕ

Проблематика анализирана у оквиру докторске дисертације указује на то да је финансијска теорија, која је заступљена у нашој научној јавности, у великој мери неприлагођена савременим сазнањима о томе како се финансијски учесници понашају на тржишту. Велики је број радова који се бави темом савремене финансијске теорије, али и поред тога бихејвиористичке финансије, које представљају учење којим се реконцептуализује финансијска теорија, не добијају заслужено место. Финансијско тржиште у савременим финансијама поред тога што представља место за обављање трансакција, оно пре свега сакупља и разоткрива

информације о ценама и ствара снажне и бројне повратне спреге, које утичу на институционалне, индивидуалне и друштвене сфере свих тржишних актера. Истраживање има за циљ да укаже на то да се на финансијском тржишту сучељавају различите индивидуалне процене вредности, као и очекивања, чији израз се манифестује кроз одлуке о куповини или продаји финансијских инструмента. Бихејвиористичке финансије нам пружају могућност да тржиште посматрамо са новог и ширег аспекта који омогућава увид у разноликост процене вредности. Насупрот иностраним ауторима који су у великој мери већ дужи период изучавали ову област, на простору Србије и Црне Горе бихејвиористички приступ финансијама и менаџменту је у зачетку, овом облашћу се баве ретки појединци и тек треба да се афирмише, како би јој се у академским и финансијским круговима дао заслужен простор и посветила пажња, јер представља изазов и за тржишне учеснике и за стручну јавност.

Основни проблем истраживања докторске дисертације представљаја недовољна истраженост самог феномена бихејвиористичких финансија на овим просторима, односно сви они примери финансијског одлучивања који одступају од *оčekиваног*, које је засновано на одређеним финансијским моделима, односно изучавање онога што је суштина бихејвиористичких финансија - реконцептуализација мањкавости класичних финансија. Наиме, изучавањем бихејвиористичких финансија долази се до одређених закључака о законитостима у финансијском одлучивању, које нису идентификоване у класичној финансијској теорији. Основни проблем је како исте приближити финансијским актерима на начин да их могу применити и учинити интегралним делом финансијског одлучивања, тј. свести их на ниво практичног водича. У веома осетљивим интерактивним процесима који се одвијају на финансијском тржишту, а који су у сенци трансакција, жели се указати на бројне позитивне стране тржишта, а у које спадају учење, лично напредовање, раст богатства, као и све боље процене. Осим позитивних страна тржишта, веома је битно нагласити и појаву тржишних аномалија, које настају због тога што финансијски учесници греше, а њихово понашање није статичка категорија, већ се током времена мења, исто као што им се мењају и очекивања.

Објекат истраживања је доминантно област бихејвиористичких финансија и њихове улоге у разумевању понашања финансијских учесника на тржишту, који имплицира одређену теоријско-практичну анализу. Проучава се улога коју у савременим финансијама има бихејвиористички приступ, како на одлуку и одлучивање, тако и на менаџера који је доноси.

Основни предмет истраживања се може концизно представити као синтетизовање ширих сазнања о поставкама бихејвиористичких финансија, о теорији рационалног избора, али и сазнања о мањкавостима, допунама и реконцептуализацији истих, као и сазнања бихејвиористичких финансија, где се области истраживања декомпонују на основне поставке једне и друге теорије, али и њихове примене у пракси. То се између осталог односи и на област менаџмента и пословног одлучивања у оквиру којих се указује на мањкавости постојећих теорија којима се објашњава понашање финансијских актера, менаџера и запослених, првенствено у финансијским институцијама.

Основна сврха истраживања имала је за циљ да допринесе обезбеђивању потпунијег теоријског оквира за разумевање понашања тржишних учесника при финансијском одлучивању, било да се јављају у улози потрошача или инвеститора. Предходно наведено подразумева синтетизовање и систематизацију сазнања о мањкавостима бројних постулата садржаних у теорији рационалног избора и других финансијских модела, као и синтетизовање и систематизовање постулата бихејвиористичких финансија, на основу којих се поставља нови теоријски оквир,

унапређени модел, којим се објашњава на који начин се тржишни учесници понашају у стварности, што чини основу за даља теоријско-практична разматрања за различите области финансија и менаџмента.

Циљеви истраживања се могу систематизовати на следећи начин:

1. Утврдити основне постулате теорије рационалног избора и хипотезе о ефикасности тржишта, навести синтезу претпоставки садржану у моделу *homo economicus*, упоредити их и навести разлике, као и њихове предности и недостатке.
2. Указати на недостатке предходних теорија везаних за класичне финансије.
3. Систематизовати постулате бихејвиористичких финансија у циљу прегледности закључака о ирационалности доносиоца финансијских одлука. Циљ је и да се укаже на чињеницу да финансијско тржиште са бихејвиористичког аспекта открива и сакупља информације и да је оно заправо одраз верификације друштвених ставова о ценама и вредностима.
4. Указати на значај шире примене сазнања из бихејвиористичких финансија: од склоности ка варању до сазнања да вишак избора отежава одлучивање.
5. Указати на значај и перспективе примене сазнања о постулатима бихејвиористичких финансија, као и идентификовати ниво сазнања о постулатима бихејвиористичких финансија у Србији и Црној Гори и упоредити исте са земљама из окружења, а затим сагледати где смо у познавању и примени бихејвиористичких финансија у односу на развијене финансијске системе.
6. Обезбедити полазну основу за утврђивање начина на који је могуће довести до унапређења и актуелизовања примене бихејвиористичког приступа у финансијском одлучивању, било да је реч о комплексном или мање комплексном одлучивању.
7. Указати на који начин је могуће унапредити и актуелизовати примену бихејвиористичког приступа у финансијама уз анализу менаџерског одлучивања са бихејвиористичког аспекта, којим се наглашава значај и неопходност оцене понашања свих тржишних актера на финансијском тржишту Србије и Црне Горе, јер нам понашање тржишних учесника открива много о стању и кретањима на финансијском тржишту. Коначно, циљ је да се приближи значај бихејвиористичких финансија и бихејвиористичке теорије за доношење пословних одлука, као и да се укаже на то да грешке које се праве у процесу доношења одлука настају због бројних заблуда и психолошких замки у које упадају појединци током одлучивања.

Дакле, финансијски актери су жива бића, која доносе финансијске, пословне и менаџерске одлуке са ограниченим когнитивним способностима, одлучују на основу расположивих информација, које су често непотпуне, што указује на присутност ирационалности понашања у свакодневном животу, првенствено у оним подручјима где људи врше економисања, која не морају имати за предмет новац или његове еквиваленте. На крају, наука је утолико значајнија уколико њена сазнања доносе одређену корист, па је у том смислу циљ рада да се укаже и на правце деловања и мишљења, који ће представљати бихејвиористички приступ финансијама и пословном одлучивању и дати проактивни одговор на оне ситуације у којима су просечни појединац и финансијске институције, којима управљају менаџери, односно појединци, испољавали ирационално понашање.

Циљ истраживања је да утврди да ли постоји повезаност између примене бихејвиористичких финансија и надпросечних резултата менаџера, односно да ли примена бихејвиористичких финансија доприноси унапређењу одлучивања у савременим финансијама, као и да истакне утицај и значај бихејвиористичког приступа приликом оценивања финансијских перформанси свих учесника на

финансијском тржишту. Поред предходно наведеног, циљ је и да се нагласи неопходност примене бихејвиористичког приступа у пословном одлучивању, посебно при оцени перформанси менаџера, који управљају тако значајним новчаним средствима.

У дисертацији је посебно указано на чињеницу колико је бихејвиористички приступ у финансијама и менаџменту у Србији и Црној Гори слабо заступљен, а поготово ако се има на уму да се нико до сада није ни бавио њиховим утицајем на финансијски систем, уз напомену да бихејвиористичке финансије постоје и развијају се већ четрдесетак година. Ефикасност, ефективност и рационалност пословања финансијских институција и инвеститора мери се оствареним финансијским перформансама. Остварене високе перформансе актера на финансијском тржишту нису искључиво резултат финансијских вештина, већ у значајној мери допринос поседовања квалитетних информација, исправних одлука, реалних очекивања и одређеног система вредности.

Конечно, циљ је да се нагласи и значај психолошког аспекта у пословном одлучивању и укаже на присутност ирационалности понашања у свакодневном животу, првенствено у оним подручјима где људи врше економисања која не морају имати за предмет новац или његове еквиваленте.

Истраживање има интердисциплинарни карактер будући да укључује финансије, психологију, менаџмент и статистику.

Емпиријско истраживања које је спроведено за потребе докторске дисертација је имало за циљ да испита релације између личних карактеристика менаџера запослених у финансијама (емоционална компетентност и вредности) и стилова доношења одлука.

Истраживање је имало за циљ да одговори и на следећа питања:

1. У којој мери учесници у истраживању познају бихејвиористичке финансије и њене постулате?
2. Колико су актери са финансијског тржишта Србије и Црне Горе упознати с ограничењима класичне финансијске теорије?
3. Колико је развијена свест о улози и значају психолошког профила финансијских актера при доношењу финансијских одлука, те како личне преференције, искуства и очекивања утичу на финансијске перформансе, како индивидуалне, тако и целокупног тржишта?
4. Да ли се менаџери на финансијском тржишту посматрају, оцењују и бирају на основу перформанси које остварују и да ли се током њиховог избора и селекције користи бихејвиористички приступ, помоћу којег се сагледава њихова личност и емоционална стабилност, као фактор менаџерске успешности.
5. Колико су Србија и Црна Гора одмакле у развоју и примени бихејвиористичког приступа у финансијама у академском и практичном смислу?

Циљеви фокус група били су да се конструише скала вредносних оријентација менаџера запослених у финансијама, која је касније примењена за креирање упитника за истраживање, као и да се стекне увид у то колико су концепти бихејвиористичких финансија заступљени у пракси наших финансијских институција. У три фокус групе учествовало је 23 менаџера из Црне Горе који су дискутовали на следеће теме: перформансе менаџера, доношење одлука, система вредности и бихејвиористичке финансије.

Истраживање је спроведено са циљем да се утврди и које стилове одлучивања менаџери запослени у финансијама доминантно користе, као и да се испита улога емоционалне компетентности и вредносних оријентација у формирању стилова одлучивања.

Као резултат ових модерираних дискусија настала је седмостепена скала вредности, која се састојала од 15 вредности које преферирају менаџери са финансијског тржишта, а чине их два фактора: вредности оријентисане на резултат и моралне вредности.

У истраживању које је спроведено путем упитника у периоду од априла до јуна 2016. године је учествовало 254 менаџера запослена у финансијским институцијама на територијама Србије и Црне Горе.

За обраду података су кориштени статистички софтвери SPSS верзија 23, STATISTICA, верзија 13 и Eviews верзија 8. Помоћу фреквентне анализе добијени су подаци о структури узорка. За проверу опште и генералне хипотезе коришћени су корелациона и хијерархијска регресиона анализа. Дескриптивна статистика је кориштена за приказивање изражености стилова доношења одлука и вредности, док су се разлике у стиливима доношења одлука с обзиром на категоријалне варијабле проверавале t тестом и Anovom. Поузданост инструмената је испитана Cronbachovim α коефицијентом

На основу резултата до којих се дошло истраживањем и кроз фокус групе, може се закључити да менаџери нису довољно упознати са концептом теорије бихејвиористичких финансија и да се сазнања која ове теорије нуде не користе довољно у пракси ни у Србији, ни у Црној Гори. Иако постоји консензус око значаја које карактеристике личности представљају предуслов за успешност у овом послу, професионална селекција скоро да не постоји при запошљавању, а и када постоји, ове карактеристике се не проверавају. Резултати истраживања су показали и то да менаџери који раде на финансијском тржишту највише користе рационалан стил доношења одлука, не искључују ни значај интуиције, која има помаже да лакше и брже одлуче, али приоритет ипак дају озбиљним финансијским анализама при доношењу пословних одлука.

3. ОСНОВНЕ ХИПОТЕЗЕ ОД КОЈИХ СЕ ПОЛАЗИЛО У ИСТРАЖИВАЊУ

На основу постављеног предмет истраживања, истраживачких питања и циљева истраживања, кандидаткиња је поставила следеће хипотезе, које су током спровођења истраживања проверене.

Генерална хипотеза дисертације гласи: Примена сазнања из бихејвиористичких финансија доприноси унапређењу квалитета финансијског одлучивања и указује на неопходност интердисциплинарног приступа при оцени финансијских резултата и одлука.

Тестирање валидности главне хипотезе зависи од провере валидности помоћних хипотеза. Из главне хипотезе су произашле следеће хипотезе:

X 11: Присуство ирационалности у финансијском понашању појединаца и група указује на неопходност реконцептуализације стандардне финансијске теорије и потреби да се бихејвиористичке финансије интегришу у теоријски оквир анализирања и побољшања финансијских перформанси.

X12: При пословном одлучивању инвеститори су суочени са системским грешкама мишљења, које су делом еволутивног порекла, а које су својствене свим људима и за резултат имају ирационалне финансијске одлуке.

X13: Пословне одлуке су везане за емоције и углавном су под њиховим снажним утицајем. Емоције и рационалност представљају равноправне аспекте одлучивања, који се преплићу и допуњују. За успешно одлучивање веома је важно да доносиоци одлука познају своје емоције и да могу да управљају њима.

X14: Хеуристике су једноставна ментална правила која користимо приликом доношења одлука, решавања проблема и стварања ставова. Та правила су саставни део нашег ума, настала кроз еволутивне процесе или процесе учења, помоћу којих покушавамо да објаснимо како појединци доносе одлуке, на који начин долазе до својих процена и како решавају проблеме у ситуацијама када су суочени са сложеним проблемима и непотпуним информацијама. Та правила одлучивања углавном делују добро, али у одређеним случајевима доводе до когнитивних пристрасности и до системских грешака.

X15: Бихејвиористички аспект тумачења менаџмента и лидерства даје допринос бољем разумевању односа и одлука које се доносе на различитим нивоима менаџмента и омогућава унапређење квалитета перформанси менаџмента.

X16: Особине успешних менаџера нису довољне да би се они описали, већ се тежиште ставља на анализу понашања менаџера, односно начина на који организују своје компаније, како доносе одлуке, како комуницирају и мотивишу свој тим и запослене.

X17: Коришћење бихејвиористичких финансија и бихејвиористичког приступа у пословном одлучивању, као скупа одређених знања, у пракси на територији Србије и Црне Горе је на ниском нивоу и то испод 10%.

Тврдњом садржаном у генералној хипотези се жели указати на став да традиционална теорија рационалног избора, теорија ефикасног тржишта, али и друге класичне финансијске теорије, не представљају адекватан теоријски оквир за разумевање тржишних актера, односно њиховог понашања. Да би се обезбедио адекватан теоријски оквир, потребно је извршити ревизију овог концепта, односно реконцептуализацију, што управо бихејвиористичке финансије обезбеђују, чиме доприносе и разумевању основних законитости понашања тржишних актера, било да се они јављају као потрошачи или инвестори, менаџери или запослени. Као такве, бихејвиористичке финансије својим сазнањима доприносе разумевању и предвиђању понашања тржишних актера, што има дубоке импликације у објашњавању бројних феномена и области посматрања у којима су до тада постојали традиционални модели, који су их описивали непотпуно, нетачно или неадекватно.

Ирационалности у понашању финансијских актера представљају одређене системске грешке мишљења, својствене свим људима. Дакле, није реч само о *другачијем* понашању од оног које објашњавају релевантне традиционалне теорије, већ, пре свега, о ирационалном понашању, чиме се темељна парадигма о рационалности човека реконцептуализује, дајући место новој поставци о ирационалном појединцу, који притом изражава одређене склоности у пословном одлучивању. Доносилац одлуке је пристрасан, има аверзију према губитку, има претерано самопуздање, руководи се ирелевантним информацијама, изражено фаворизује садашњост насупрот будућности, односно неспособан је да успоставља адекватне интертемпоралне компарације, испољава бројне заблуде. Оно што је интересантно јесте да постоје и одређена еволутивна објашњења за овакво понашање, чиме се у анализи иде и корак даље. Наиме, уколико анализирамо

настанак човека који је временски смештен у период уназад 100 000 година и чињеницу да људско друштво постоји тек неких 10 000 година, где је дошло до радикалних промена и повећања комплексности и насељености света у последњих 150 година, може се запазити да човек као такав није *навикао* нити је еволутивно *припремљен* за живот у условима који подразумевају сложене компарације. Склон да претерано реагује из еволутивних разлога, он нема интуитивни осећај за вероватноћу и ризик. Калкулација ризика у свакодневним одлукама је испуњена емоцијама, које су значајнији фактор од рационалних фактора. Нпр., када је реч о ризику губитка, страх који се генерише у човеку чини ирелевантним питање вероватноће појављивања губитка, односно само постојање ризика се перципира и као висок степен вероватноће испољавања нежељеног исхода. Човек је еволутивно припремљен само за живот у друштву где ће он бринути о храни, одећи, обући, склоништу и сексу.

Истраживање има интердисциплинарни карактер будући да укључује финансије, психологију, менаџмент и статистику.

4. ОПИС САДРЖАЈА ДИСЕРТАЦИЈЕ

Поред литературе и прилога докторска дисертација садржи 10 поглавља:

У уводном разматрањима (**првом поглављу**) кандидаткиња је представила проблем, предмет, циљеве, хипотезе, начин истраживања и преглед литературе, указујући на научну и друштвену оправданост истраживања, као и на очекивани допринос самог истраживања. У овом делу је представљен дизајн саме докторске дисертације, који обезбеђује прелиминарно упознавање са основним елементима рада и резимира основне научне преокупације у раду.

У **другом поглављу** под називом Бихејвиористичке финансије насупрот класичним финансијама је постављен одговарајући логички оквир задате анализе. Наиме, да би се говорило о бихејвиористичким финансијама, указује се и подсећа на традиционалну теорију, како би иста потом била критикована и указано на аргументе који подупиру ове критике и притом је дат одговор како се заиста учесници на тржишту понашају. У овом поглављу се даје још бољи увид у суштину анализе, јер се полази од најопштијих и најширих сазнања о концептима и запажањима бихејвиористичких финансија.

У **трећем поглављу** анализа је усмерена на неке законитости које испољавају тржишни учесници током финансијског одлучивања и већи фокус је стављен на значај техничке анализе у инвестиционом одлучивању.

Четврто поглавље је фокусирано на то да презентује одговарајућа сазнања бихејвиористичке теорије у области менаџмента, дотичући различите сегменте као што су: понашање менаџера, понашање запослених, организациона култура, улога новца као фактора задовољства и среће, самооправдавање, пристрасност, специфичност лидерских перформанси у новој, бихејвиористичкој економији. Наиме, у овом поглављу анализа је усмерена на специфичности менаџерског одлучивања и њихове личности, као и друге, непосредне и посредне факторе.

Пето поглавље је посвећено пословном одлучивању, које у све сложенијим условима пословања, у којима доминира неизвесност, има кључну улогу и коме се посвећује све већа пажња. Менаџерско одлучивање је најважнији део пословног одлучивања, јер у пословном свету најважније одлуке доносе менаџери. Описане су обе теорије одлучивања – нормативна и бихејвиористичка, а посебна пажња је

посвећена психолошком аспекту одлучивања. Емоције и интуиција су саставни део процеса одлучивања, чије разумевање и контрола доприносе доношењу квалитетнијих пословних одлука.

У шестом поглављу су описане фокус групе, као и мотиви за спровођење фокус групних интервјуа са циљем да се сазна више о стиливима одлучивања менаџера запослених на финансијском тржишту и о томе, да ли су и колико, упознати са бихејвиористичким финансијама. Фокус групни интервју је рађен са 23 менаџера запослена на финансијском тржишту у Црној Гори. Прву групу су чинили менаџери запослени у банци, у другој групи су били портфолио менаџери инвестиционог и пензионог фонда и менаџери берзе, док се трећа група састојала од овлашћених брокера, дилера и два портфолио менаџера инвестиционог фонда. На основу три обављене фокус групе дошло се до занимљивих сазнања на основу којих је креирана скала вредносних оријентација менаџера на основу које је формиран упитник за истраживање.

Седмо поглавље је посвећено опису методолошког дела истраживања у циљу практичног поткрепљења теоретског приказа проблематике докторске дисертације. У истраживању су испитане релације између емоционалне компетентности и система вредности и доношења одлука заснованих на бихејвиористичкој теорији код менаџера који раде на финансијском тржишту. У овом поглављу је описан предмет и проблем истраживања, циљеви и хипотезе, као и варијабле у истраживању и описан је узорак. Проблем истраживања је да се пружи одговор на питање које стилове одлучивања менаџери запослени на финансијском тржишту доминантно користе, са акцентом на рационалан и интуитиван стил, као стилове које заступају стандардне теорије финансија и бихејвиористичке теорије. Поред наведеног проблем истраживања је да утврди да ли се на основу емоционалне компетентности и вредности менаџера може утврдити који стил доношења одлука ће менаџер формирати.

У **осмом поглављу** је дат приказ резултата који су добијени истраживањем. Анализа је показала да су карактеристике менаџера значајно повезане са рационалним и интуитивним стилем одлучивања. Рационалан стил доношења одлука користе менаџери којима је важно да буду успешни у свом послу. Менаџери који су усмерени на резултат постизање објективних резултата су склонији да доносе одлуке служећи се логиком, прикупљеним информацијама и проценом алтернатива. Резултати показују да се прилоком доношења одлука на интуицију ослањају пре свега менаџери којима је пословни успех веома важан, а који притом имају способност регулације и управљања сопственим емоцијама. Према добијеним резултатима менаџери запослени у финансијама доминантно користе рационалан стил одлучивања. Овакви резултати не иду у прилог бихејвиористичкој теорији финансија, која полази од тога да се финансијски учесници не воде само рационалним чиниоцима при одлучивању, већ и ирационалним, односно да на доношење одлука утичу и психолошки фактори, који нису увек под нашом контролом. Истраживање је показало и да они менаџери који не прате трендове и нису уопште упознати са постулатима бихејвиористичке теорије финансија, у ситуацији у којој процене да немају довољно компетенција избегаваће да донесу одлуку.

Резултати истраживања приказани су интерпретацијом сумираних налаза истраживања у **деветом поглављу**. Полазећи од теоријских сазнања, као и сазнања стечених досадашњим емпиријским истраживањима, задатак овог поглавља је да пружи одређене смернице у погледу могућег унапређења квалитета доношења финансијских одлука свих учесника на финансијском тржишту, уз указивање на

значај укључивања бихејвиористичког приступа за унапређење одлучивања у савременим финансијама.

У закључним разматрањима као последњем десетом поглављу, истакнут је значај комплексност и актуелност примене бихејвиористичког приступа у финансијама, менаџменту и пословном одлучивању.

У наставку је дата структура садржаја.

1 УВОД

- 1.1 Проблем
- 1.2 Предмет истраживања
- 1.3 Циљеви истраживања
- 1.4 Хипотезе у истраживању
- 1.5 Преглед литературе
- 1.6 Начини истраживања
- 1.7 Научна и друштвена оправданост истраживања
- 1.8 Очекивани научни допринос

2 БИХЕЈВИОРИСТИЧКЕ ФИНАНСИЈЕ НАСУПРОТ КЛАСИЧНИМ ФИНАНСИЈАМА

- 2.1 Концепт класичних финансија
 - 2.1.1 Кратак историјат и специфичности модела хомо економицуса
 - 2.1.2 Основни економски модели – претпоставка о рационалном доношењу одлука
 - 2.1.3 Програмски модел објашњења теорије рационалног избора
- 2.2 Бихејвиористичке финансије као одговор на недостатке класичних финансија
 - 2.2.1 Ограничена рационалност – прва критика претпоставке о рационалном доношењу одлука
 - 2.2.2 Историјат бихејвиористичких финансија
 - 2.2.3 Појам бихејвиористичких финансија
 - 2.2.4 Специфичности бихејвиористичких финансија
 - 2.2.4.1 Први стуб бихејвиористичких финансија – ограничења арбитраже
 - 2.2.4.2 Други стуб бихејвиористичких финансија – психологија
 - 2.2.5 Понашање појединаца
 - 2.2.5.1 Сарадња и алтруизам
 - 2.2.5.2 Давање понуда и проклетство победника
 - 2.2.5.3 Ефекат поседовања, склоност ка статусу quo и аверзија лишавања
 - 2.2.5.4 Ментално рачуноводство
 - 2.2.5.5 Магијско размишљање
 - 2.2.5.6 Квазимагијско размишљање
 - 2.2.5.7 Културална и друштвена контаминираност
 - 2.2.5.8 Глобална култура
- 2.3 Елементи психологије у бихејвиористичким финансијама
 - 2.3.1 Когнитивна психологија
 - 2.3.2 Перцепција
 - 2.3.3 Херустике
 - 2.3.4 Мишљење
 - 2.3.5 Очекивање

- 2.4 Бихејвиористичко објашњење доношења важних финансијских одлука на бази ирелевантних информација
- 2.5 Бихејвиористичка анализа финансијске кризе
- 2.6 Бихејвиористичка анализа волатилности финансијских цена и корпорацијских инвестиција
- 2.7 Осетљивост инвеститора на кретања на тржишту хартија од вредности – теоријско-емпиријска анализа
- 2.8 Бихејвиористичке финансије и извори Алфа
- 2.9 Веровања и ставови инвеститора као фактор понашања на тржишту
- 2.10 Одлучивање у условима неизвесности
- 2.11 Поверење и његови мултипликатори
- 2.12 Правичност као доминантнији фактор насупрот рационалности
- 2.13 Корупција и злонамерност
- 2.14 Рационално непоштење и „склоност ка варању”
 - 2.14.1 Рационално непоштење
 - 2.14.2 Ирационално непоштење
 - 2.14.3 Смањивање и ширење „фактора мекоће”
 - 2.14.4 Експериментални примери и доказивање смањивања и ширења „фактора мекоће”
 - 2.14.5 Склоност ка варању у афери „Енрон“
- 2.15 Приче као фактор утицаја на економско понашање појединаца
- 2.16 Парадокс избора – више избора значи мање
- 2.17 Питање свесности у доношењу одлука и проблем одсуства контроле у одлучивању – експерименти

3 ПРИМЕНА БИХЕЈВИОРИСТИЧКИХ ФИНАНСИЈА

- 3.1 Приноси активе и бихејвиористичка објашњења
 - 3.1.1 Календарски ефекти
 - 3.1.2 Дивиденде у готовини
 - 3.1.3 Претерана реакција и регресија према средњој вредности
- 3.2 Бихејвиористичка објашњења са контроверзном емпиријском основом
 - 3.2.1 Затворени фондови
 - 3.2.2 Аверзија према губитку и самостални трговци на Чикашкој берзи
- 3.3 Техничка анализа
- 3.4 Чартирање
 - 3.4.1 Дауова теорија
 - 3.4.2 Друге чартистичке технике
- 3.5 Алокација средстава
- 3.6 Бихејвиористичка портфолио теорија
- 3.7 Технички показатељи
 - 3.7.1 Показатељи расположења
 - 3.7.1.1 Трин статистика
 - 3.7.1.2 Трговина непотпуним лотовима
 - 3.7.1.3 Индекс поверења
 - 3.7.1.4 Пут / Кол стопа
 - 3.7.1.5 Готовинске позиције отворених инвестиционих фондова
 - 3.7.2 Показатељ средстава
 - 3.7.2.1 Интерес за продају на кратко

- 3.7.2.2 Стање на рачунима код брокера
- 3.7.3 Структура тржишта
 - 3.7.3.1 Покретни просеци
 - 3.7.3.2 Ширина тржишта
 - 3.7.3.3 Релативна снага
- 3.8 Валуе лине систем
- 3.9 Питање успешности техничке анализе на ефикасним тржиштима
- 3.10 Инвестициони програми засновани на личности и полу
- 3.11 Промене у финансијском понашању - улога финансијске едукације

4 АНАЛИЗА И ОЦЕНА МЕНАѢМЕНТА СА БИХЕЈВИОРИСТИЧКОГ АСПЕКТА

- 4.1 Специфичности корпоративног управљања
- 4.2 Утицај корпоративног управљања на стварање претераног самопоуздања
 - 4.2.1 Модели управе у упоредном праву
- 4.3 Управљање директорским самопоуздањем
- 4.4 Психолошки профил менаѢера
 - 4.4.1 Психометријски метод утврђивања личности менаѢера
- 4.5 Бихејвиористички аспекти циљаног понашања
- 4.6 Корпоративна култура као детерминанта понашања
- 4.7 Способност менаѢера да увећа профит
- 4.8 Савремене области деловања менаѢера
 - 4.8.1 МенаѢери и управљање ризиком
 - 4.8.2 Избор метода при управљању ризиком
 - 4.8.3 Способности менаѢера да прихвати пословни ризик
- 4.9 Задовољство које производи богатство код менаѢера
- 4.10 Конфликт интереса између управе и топ менаѢмента
- 4.11 Оцена рада менаѢера и награђивање кадрова
- 4.12 МенаѢерски оптимизам и корпоративне финансије
- 4.13 Самооправдавање као сегмент ефекта неповратног трошка и организациона култура
- 4.14 Управљање утисцима и организациона култура
- 4.15 Редуковање пристрасности – импликације за менаѢерску праксу
- 4.16 Неке методолошке и економистичке критике
- 4.17 Интериндивидуалне разлике
- 4.18 Социоекономски положај и неетичко понашање – етичност богатих насупрот средњој и нижој класи
- 4.19 Друштвена класа и саосећајност
- 4.20 Себичлук богатих
- 4.21 Ситуацијски притисци као фактор који подстиче зло у човеку
- 4.22 Корелација висине прихода и среће менаѢера и запослених
- 4.23 МенаѢерске перформансе у бихејвиористичким финансијама

5 ПОСЛОВНО ОДЛУЧИВАЊЕ

- 5.1 Одлучивање
- 5.2 Теорије одлучивања
 - 5.2.1 Нормативне теорије одлучивања
 - 5.2.2 Дескриптивне теорије одлучивања

- 5.2.3 Прескриптивне теорије одлучивања
- 5.3 Одлука – појам и врсте
 - 5.3.1 Врсте одлука
- 5.4 Фактори одлучивања
 - 5.4.1 Објективни фактори одлучивања
 - 5.4.2 Субјективни фактори одлучивања
- 5.5 Врсте одлучивања
 - 5.5.1 Приватно одлучивање
 - 5.5.2 Пословно одлучивање
 - 5.5.3 Менаџерско одлучивање
- 5.6 Индивидуално и групно одлучивање
 - 5.6.1 Индивидуално одлучивање
 - 5.6.2 Групно одлучивање
 - 5.6.2.1 Технике групног одлучивања
- 5.7 Методе одлучивања
 - 5.7.1 Хеуристичке методе доношења одлука
 - 5.7.2 Сложене методе вишекритеријумског одлучивања
 - 5.7.3 Методе вишекритеријумског одлучивања
 - 5.7.4 Методе доношења одлука у условима неизвесности и ризика
- 5.8 Модели одлучивања
 - 5.8.1 Одлучивање на основу модела економског човека
 - 5.8.2 Одлучивање на основу модела административног човека
- 5.9 Нови трендови у одлучивању
- 5.10 Финансијски извештаји као основа за пословно одлучивање
- 5.11 Психолошки аспекти одлучивања
 - 5.11.1 Личност, појам и особине
 - 5.11.2 Интелигенција и видови интелигенције
 - 5.11.3 Пословна интелигенција
 - 5.11.4 Улога емоција у одлучивању
 - 5.11.5 Емоционална интелигенција у менаџменту
 - 5.11.6 Интуиција у пословном одлучивању
 - 5.11.7 Грешке при одлучивању
- 5.12 Хеуристике у одлучивању и њихова ограничења
- 5.13 Регресиона анализа

6 ИСТРАЖИВАЊЕ ПРИМЕНЕ БИХЕЈВИОРИСТИЧКОГ ПРИСТУПА У ПОСЛОВНОМ ОДЛУЧИВАЊУ НА ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТУ

- 6.1 Циљеви фокус групе
- 6.2 Начин спровођења
- 6.3 Узорак
- 6.4 Преглед тема фокус групног интервјуа
- 6.5 Резултати
 - 6.5.1 Тема 1. Перформансе менаџера са финансијског тржишта
 - 6.5.2 Тема 2. Доношење одлука менаџера са финансијског тржишта
 - 6.5.3 Тема 3. Систем вредности менаџера са финансијског тржишта
 - 6.5.4 Тема 4. Познавање бихејвиористичких финансија
- 6.6 Дискусија и закључак

7 ИСТРАЖИВАЊЕ

7.1 Методолошки део рада

7.1.1 Проблем истраживања

7.1.2 Предмет истраживања

7.1.3 Циљеви истраживања

7.1.3.1 Научни циљ истраживања

7.1.3.2 Друштвени циљ истраживања

7.1.4 Хипотезе истраживања

7.1.4.1 Генерална хипотеза

7.1.4.2 Општа хипотеза

7.1.4.3 Посебне хипотезе

7.1.5 Варијабле истраживања и њихова дескрипција

7.2 Методолошки део резултата

7.2.1 Узрок

7.2.2 Инструменти

7.2.3 Поступак истраживања

7.2.4 Обрада

8 АНАЛИЗА РЕЗУЛТАТА ИСТРАЖИВАЊА

9 ДИСКУСИЈА И ЗАКЉУЧНА РАЗМАТРАЊА ИСТРАЖИВАЊА

10 ЗАКЉУЧАК

11 ЛИТЕРАТУРА

5. ОСТВАРЕНИ РЕЗУЛТАТИ И НАУЧНИ ДОПРИНОСИ

Комисија констатује да су у раду остварени следећи **научни доприноси**:

- Указано је на значај и потребу примене бихејвиористичког приступа у савременим финансијама приликом анализе понашања инвеститора, менаџера, акционара и клијената и указано је на степен неупућености финансијских стручњака запослених у финансијским институцијама у овој области.

- Доказано је да приликом доношења пословних и финансијских одлука велики утицај на одлучивање имају бихејвиористички елементи, који су садржани у већ изграђеним ставовима, односно да је неопходно поћи од чињенице да је човек биће, које поред разума располаже емоцијама, има одређени систем вредности, искуство, знање и ментални склоп, те да сви наведени аспекти личности опредељују и предодређују његов стил деловања.

- Следећи научни допринос дисертације садржан је у провери постулата бихејвиористичких финансија, као и у детаљном објашњењу и анализи улоге коју имају емоционална компетентност и вредности у начину доношења пословних одлука менаџера запослених у финансијама.

- Резултат овог рада и истраживања јесте и научни допринос који се огледа у извршеној сегментацији менаџера у односу на ниво који заузимају у менаџерској структури. Наиме, утврђено је да менаџери на највишим позицијама менаџерске лествице (који су најчешће старији, искуснији и имају већи квантум специјалистичких знања), своје одлуке заснивају више на бихејвиористичким елементима, а мање на коришћењу елемената финансијске анализе и финансијског одлучивања. Код менаџера на средњем и нижем нивоу доминантан је рационални стил одлучивања, који подржава веће

ослањање на макроекономску анализу и анализу финансијских података из организације, засновану на примени квантитативних метода одлучивања.

- Истраживање које је спроведено даје свеобухватан преглед стања у финансијском сектору у Србији и Црној Гори с аспекта бихејвиористичког приступа финансијама и пословном одлучивању.

- Дефинисање „профила„ пожељног финансијског менаџера за организацију са аспекта пожељног микса бихејвиористичких и рационалних особина, елемената и приступа у одлучивању, јесте исто тако значајан научни допринос.

Стручни доприноси:

- Садржан је у могућности примене добијених резултата истраживања у пракси одлучивања финансијских менаџера у Србији и Црној Гори. Ово из разлога што се ретко ко у Србији и Црној Гори бави бихејвиористичким финансијама, тако да су власници, односно акционари компанија, као и менаџери, недовољно информисани, што консеквентно наводи на закључак да управо креатори финансијских одлука доносе одлуке лошијег квалитета, будући да се у одлучивању користе моделима који више нису одрживи. Тиме се долази до практичног економског значаја одабране теме.

- Врло интересантан и употребљив стручни допринос дат је кроз резултате истраживања базираних на оцени перформанси портфолио менаџера отворених инвестиционих фондова у Црној Гори. Нагпросечне резултате, односно приносе који су знатно изнад раста берзанског индекса, остварили су они менаџери који су при доношењу одлука поред финансијске анализе у значајној мери користили своје знање, претходно искуство и интуицију.

- Значајан стручни допринос односи се на економски значај примене резултата истраживања, кроз потенцијалне уштеде или превенцију губитака, или пак повећање добитка, захваљујући примени сазнања и резултата из ове докторске дисертације.

Друштвени допринос: Само истраживање у докторској дисертацији и резултати тог истраживања, имају и шири друштвени значај. Он се огледа у могућности унапређења система одлучивања у организацијама у Србији и Црној Гори, ради избора и селекције „менаџмента„ ових организација (поготово јавни сектор).

- Друштвени циљ истраживања јесте да покаже који приступи доношења одлука имају менаџери који себе перципирају као успешне у свом послу. Истраживањем је утврђен доминантан стил доношења одлука успешних менаџера; добијене су информације о томе које карактеристике личности доприносе да менаџери користе функционалнији приступ у доношењу одлука. Ова сазнања дају прилику да се већ при професионалној селекцији испита да ли будући менаџери поседују емоционалне компетенције и систем вредности који доприносе успешнијим приступима у доношењу одлука.

- Наравно, треба узети у обзир и то да се сматра да у пословању нема места за емоције и да је пожељно водити се искључиво рационом, што је давно напуштена идеја у економски развијеним земљама. Резултати овог истраживања указују да на формирње рационалног, интуитивног и избегавајућег стила одлучивања доприноси емоционална компетентност и вредности, што у одређеној мери поткрепљује бихејвиористичку теорију финансија, која наглашава да на одлучивање, поред информација које владају на тржишту, утичу и карактеристике личности, систем вредности, претходна искуства доносилаца одлука, као и емоције, ставови, мотивација и остали психолошки фактори.

Кандидаткиња је у раду показала да влада материјом која је предмет истраживања, критички се освртала на релевантне димензије истраживачких питања и давала је своје предлоге и решења у циљу „моделовања„ профила квалитетног менаџера у савременим финансијама, што представља оригинални допринос дисертације.

6. ЗАКЉУЧАК

Према мишљењу Комисије, докторска дисертација „Значај бихејвиористичког приступа за унапређење одлучивања у савременим финансијама” урађена је самостално и у свему према одобреној пријави. Дисертација, по предмету истраживања, садржају и оствареним резултатима представља савремени и оригинални допринос научном сазнању из уже научној области Финансијски менаџмент, како са теоријског, тако и с аспекта примене у пракси. Постављени задаци и циљ истраживања су у потпуности остварени и истраживачке хипотезе научно тестиране. Резултати ове докторске дисертације представљају јако добру основу и за даља истраживања у домену бихејвиористичких приступа у одлучивању у савременим финансијама.

На основу свега наведеног, Комисија предлаже Наставно-научном већу Факултета организационих наука да се рад кандидаткиње мр Милене Вучинић под насловом „Значај бихејвиористичког приступа за унапређење одлучивања у савременим финансијама” прихвати као докторска дисертација, изложи на увид јавности, упути на коначно усвајање Већу научних области правно – економских наука Универзитета у Београду и да се кандидаткињи одобри усмена одбрана.

Чланови Комисије:

1. **др Невенка Жаркић Јоксимовић, редовни професор ФОН - а**

2. **др Добривоје Михаиловић, редовни професор ФОН - а**

3. **др Милија Сукновић, редовни професор ФОН - а**

4. **др Слађана Барјактаровић Ракочевић, ванредни професор ФОН-а**

5. **др Марко Бацковић, редовни професор Економског факултета,
Универзитета у Београду**

У Београду, 04. јул 2016. године