

Универзитет у Београду
Проф. др Стипе Ловрета
Председник Већа научних области
правно-економских наука

Студентски трг 1
11 000 Београд



Поштовани,

У прилогу Вам достављамо Извештај комисије поводом одбрањене докторске дисертације кандидата Сенише Малог, у вези са писањем Саше Карапанџе на сајту www.pescanik.net.

На седници Наставно научног већа Факултета одржаној 15.10.2014. године, разматран је Извештај комисије поводом одбрањене докторске дисертације Сенише Малог. На седници Наставно научног већа је присуствовало 118 чланова од укупно 154 члана. Наставно научно веће је са 117 гласова „за“, и једним уздржаним, усвојило Извештај комисије.

У прилогу Вам достављамо:

- одлука Наставно научног већа;
- Извештај комисије поводом одбрањене докторске дисертације кандидата Сенише Малог
- Допис са чињеницама у циљу утврђивања испуњености услова за одбрану докторске дисертације кандидата Сенише Малог
- Документа везана за комуникацију са издавачком кућом „De Gruyter“

Декан Факултета

проф. др Милан Мартић

45-01 7.3/103
21.10.2014

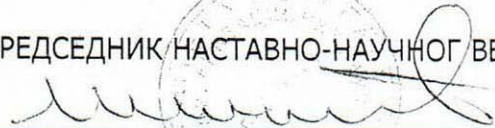
На основу члана 56. Статута Факултета, Наставно-научно веће је на седници одржаној 15.10.2014. године доноси следећу

ОДЛУКУ

Усваја се Извештај о одбрањеној докторској дисертацији кандидата Сенише Малог, који је Комисија сачинила на основу закључка проширеног Ректорског колегијума.

Саставни део одлуке чини Извештај из става 1. ове одлуке.

ПРЕДСЕДНИК НАСТАВНО-НАУЧНОГ ВЕЋА



Проф. др Милан Мартић

Доставити:

- Секретару органа управљања
- Архиви

Univerzitet u Beogradu
- Rektor u Univerziteta –
Ul. Studentki trg br. 1
11 000 Beograd

Poštovani,

Na osnovu zaključka proširenog Rektorskog kolegijuma podnosimo Izveštaj o odbranjenoj doktorskoj disertaciji kandidata Siniše Malog, a u vezi sa pisanjem Saše Karapandže na sajtu www.pescanik.net, želimo da ukažemo na neke značajne činjenice koje je Komisija uzela u razmatranje u vezi sa davanjem pozitivnog mišljenja na sadržaj disertacije.

BIOGRAFIJA KANDIDATA

- diplomirao (1994) i magistrirao (1998) na Ekonomskom fakultetu;
- proglašen za najboljeg studenta tokom treće godine studija;
- magistarske studije završio je 1998. godine sa prosečnom ocenom 10,00;
- magistrirao je 1998. godine na temu "Trgovinske izložbe kao instrument promocije preduzeća"
- na Washington University u St. Louis-u, SAD, je stekao zvanje *Master of Business Administration* diploma), smer finansije, 1999. godine;
- nagrađen kao najbolji student u oblasti finansija i svrstan među 10% najboljih studenata na top 20 poslovnih škola u SAD te godine.
- radio u jednoj od najvećih investicionih banaka na svetu, *Credit Suisse First Boston* u New Yorku, gde je bio zadužen za poslove kupovine i prodaje preduzeća (1999/2000g.).
- rukovodilac u *Deloitte & Touche*, dve godine u Pragu i dve godine u Beogradu (2000/2001);
- imenovan za pomoćnika ministra u Ministarstvu za privredu i privatizaciju (2001.g);
- imenovan za Direktora Centra za privatizaciju u okviru kojeg vodi tendersku i aukcijsku privatizaciju, restrukturiranje i tržište kapitala (2001.g).
- nosilac zvanja *Chartered Financial Analyst* (CFA); nosilac je licence portfolio menadžera koju izdaje Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije.; član *Fulbright* asocijacije.
- formirao sopstvenu konsultantsku kuću u oblasti kupovine i prodaje preduzeća (*mergers & acquisitions*), finansijskog restrukturiranja, konsolidacije poslovanja, i savetovanja kompanija (2005);
- sve radnje do odbrane doktorske disertacije je završio u statusu vlasnika privatne konsultantske kuće.

PROCEDURA PRIJAVE I ODBRANE DISERTACIJE

- **Prijava teme:** 21. jun 2011. Godine;
- **Naslov:** "KREIRANJE VREDNOSTI KROZ PROCES RESTRUKTURIRANJA I PRIVATIZACIJE – TEORIJSKE KONCEPCIJE I OSTVARENI REZULTATI U SRBIJI";
- **Određena Komisija za ocenu prijavljene teme i podobnosti kandidata:** 21.09.2011.g;
- **Komisija u sastavu:**
 1. dr Ondrej Jaško, red. prof. FON-a, mentor
 2. dr Slađana Barjaktarović Rakočević, vanr. prof. FON-a
 3. dr Dragan Đuričin, red. prof. Ekonomskog fakulteta u Beogradu
- **Pozitivna odluka Veća naučnih oblasti pravno-ekonomskih nauka Univerziteta u Beogradu:**21.02.2012. godine;
- **Određena Komisija za ocenu završene doktorske disertacije:** 06.03.2013. godine;
- **Uvid javnosti** u temu i izveštaj: od 28.03.2013. godine;
- Nije bilo primedbi na izloženu doktorsku disertaciju;
- **Saglasnost Veća naučnih oblasti pravno-ekonomskih nauka Univerziteta u Beogradu** na izveštaj Komisije: 05.06.2013. godine;
- **Naučno-nastavno veće FON-a je odobrilo javnu odbranu doktorske disertacije** za 12.jun 2013. godine.

OSTVARENI REZULTATI I NAUČNI DOPRINOSI – PREUZETO IZ IZVEŠTAJA O OCENI ZAVRŠENE DOKTORSKE DISERTACIJE

Tokom izrade doktorske disertacije kandidat je objavio dva naučna rada, koja su proizašla iz samog sadržaja rada, i objavio ih u međunarodnim časopisima:

1. "*Value Creation Through Restructuring - Key Value Drivers and Value Creation Models*", Siniša Mali, Slađana Barjaktarević Rakočević, Gheorghe Savoiu, Organization and Management, Volume 4, Issue 173, February 2013, str. 109-120.
2. "*Privatization Through the Sale of Equity - Conceptual Framework and Achieved Results in Serbia*", Siniša Mali, Ekonomika preduzeća, januar - februar 2013. godine, str. 149-162

Izradom ove disertacije ostvareni su sledeći naučni doprinosi:

a. Osnovni naučni doprinosi

1. Sistematizacija dosadašnjih dostignuća u radovima relevantnih autora u oblasti restrukturiranja i privatizacije preduzeća.
2. Formalizacija postupka restrukturiranja privrednih subjekata, u vidu deskriptivnog i algoritamskog modela.

3. Identifikacija pokretača vrednosti preduzeća, intenziteta njihovog uticaja, kao i faktora destrukcije vrednosti preduzeća.
4. Prenosenje znanja i isustava o postupcima restrukturiranja i privatizacije iz zemalja koje su uspešno okončale proces tranzicije (tzv. „najbolja praksa“) na Srbiju, sa predlogom odgovarajućih modela kreiranja vrednosti.
5. Predlog petofaznog modela kreiranja vrednosti i predlog načina implementacija u uslovima tranzicionog perioda.
6. Sistematizacija i analiza podataka dobijenih o postupcima i rezultatima privatizacije u Srbiji, sa posebnim akcentom na razlike u efektima tenderske i aukcijske prodaje.
7. Unapređenje procesa donošenja poslovnih odluka tokom tranzicije.

b. Dodatni doprinosi

Kako se deo istraživanja odnosi na validaciju predložene metodologije za kreiranje vrednosti privrednih subjekata, ova disertacija daje i dodatne doprinose, s obzirom da iz različitih perspektiva posmatra analizirani problem

1. Izvršena je analiza uticaja privatizacije na podizanje konkurentnosti preduzeća u privredama Jugoistočne Evrope, uz poređenja sa ostvarenim rezultatima u Srbiji.
2. Uvećanje fonda znanja o restrukturiranju preduzeća, pre svega kao metoda uvećanja vrednosti preduzeća, a ne samo kao metoda određivanja prave veličine (kapitala, sredstava i broja zaposlenih) i likvidacije, što se obično dovodi u vezu sa destrukcijom vrednosti.

Na osnovu navedenih doprinosa, Komisija je zaključila da je disertacija pod naslovom **“Kreiranje vrednosti kroz proces restrukturiranja i privatizacije – teorijske koncepcije i ostvareni rezultati u Srbiji ”** ispunila sve postavljene zahteve, te da se može odobriti njena javna odbrana. Odbrana je uspešno sprovedena 12. juna, 2013. godine.

ANALIZA NAVODA KOJI SE TIČU ORIGINALNOSTI DELOVA DISERTACIJE

Za iznošenje tvrdnji u vezi sa plagiranjem delova disertacije korišćeni su savremeni alati veštačke inteligencije, kakvi na Fakultetu organizacionih nauka nisu ni do danas dostupni. Usled toga su neke od daljih ocena date samo na osnovu korišćenja ponuđenog sadržaja na već pomenutom sajtu.

Postupak i metod analize koji su koristili autori navoda u medijima:

1. Teza je najpre podeljena po stranama koristeći Adobe Acrobat Pro.

2. Izvršeno je i prevođenje delova disertacije na engleski jezik, a zatim je izvršeno poređenje sa delovima teksta drugih radova.
3. Svaka strana zasebno je postavljena na web sajtove tri različita servisa za detekciju podudarnosti tekstova:
 1. *ithenticate.com*
 2. *turnitin.com*
 3. *grammarly.com*.
4. Interaktivni grafikon je kreiran pomoću biblioteke *d3js.org*.

Na osnovu toga je izneseno tvrđenje da "Na gotovo svim stranama disertacije postoji određeni procenat neoriginalnog teksta, a na više od jedne trećine strana svoje doktorske teze gospodin Siniša Mali je prepisao čak 33% ili više teksta."

Detaljnijom analizom raspoloživog materijala, i dalje bez mogućnosti korišćenja softverske podrške, dolazi se do zapažanja do kojih primena veštačke inteligencije ne može da dovede:

- a. Softver identifikuje svako preklapanje teksta sa sadržajima koji se nalaze na Internetu, čak i to da je neka knjiga citirana i u drugim radovima, tako da je u necitirane delove teksta uvrstio i sadržaj iz fus nota gde se nalaze naslovi citiranih članaka ili knjiga (str.: 14, 48, 65, ..., 197).
- b. Analizom obeleženih delova teksta na nekim stranicama zaključuje se da je za pisanje relativno opštih delova disertacije korišćeno i po osam izvora, uključujući takve primere da je u jednoj rečenici tekst preuzet iz jednog, a od pola iz drugog izvora (str.: 129, 151, 197 i druge).
- c. Softveri identifikuju kao necitirane delove teksta i kada su u pitanju greške u citiranju ili kada se koristi više različitih standarda citiranja (APA; AMA; MLA; HARVARD, CHICAGO). Usled toga, softver identifikuje, kao preuzete bez citata, delove teksta za koje je jasno navedeno iz kog zvaničnog izvora se preuzeti, na primer: Službeni glasnik, Uredba Vlade, dokumentacija Agencije za privatizaciju i sl. (str.: 149, 155, 156 i druge).
- d. Neki delovi teksta koji su preuzeti nisu adekvatno referencirani na mestu gde su korišćeni, ali se izvor iz koga su preuzeti navodi u prijavi disertacije, kao i u referencama završene disertacije (str. 125, 126).
- e. Kada su delovi teksta koji su označeni kao necitirani uzeti kao osnova za pretraživanje široko dostupnim pretraživačima (na primer, Google) i ukoliko se odnose na najopštije pojmove (privatizacija, tender, aukcija, procena vrednosti, tranzicija i sl.), dobija se duga lista web sajtova na kojima se, u manjoj ili većoj meri, može naći preklapanje. Međutim, ovo ne govori ništa o neautentičnosti teksta, budući da se radi o opšteprihvaćenim definicijama koje ogromna većina autora iz ove oblasti koristi na isti način, na primer, *besplatna podela kapitala* (str 129), *privatizacija metodom tendera* (130), *program privatizacije* (151).

- f. Određeni izvori, koji se odnose na pregled literature, preuzeti su bez citiranja, ali je njihov sadržaj bez značaja za postavljene hipoteze istraživanja i predloženi model restrukturiranja, a samim tim i za ostvareni naučne doprinose disertacije.

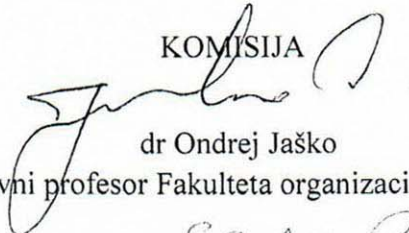
ZAKLJUČCI ANALIZE I OCENA DISERTACIJE

Na osnovu svega može se zaključiti sledeće:

- a. U postupku prijave, ocene i odbrane disertacije u potpunosti je poštovana procedura koju utvrđuje Pravilnik o doktorskim studijama Univerziteta u Beogradu;
- b. Doktorska disertacija sadrži originalne naučne doprinose koji su neophodni za njenu pozitivnu ocenu, što je jasno navedeno u izveštaju Komisije;
- c. U postupku ocene završene doktorske disertacije nije predviđeno, niti omogućeno, korišćenje softverskih paketa za utvrđivanje podudarnosti disertacija sa drugim sadržajima koji su dostupni na Internetu;
- d. Naknadnom analizom delova disertacije zbog iznetih tvrdnji o neoriginalnosti rada, iznetih isključivo na osnovu korišćenja softverskih paketa za utvrđivanje podudarnosti tekstualnih sadržaja, utvrđeno je da suštinski deo navoda u medijima nije verodostojan;
- e. Tvrdnje autora teksta na navedenom sajtu u određenom broju slučajeva mogu se dovesti u vezu samo sa načinom citiranja, ali ne i sa naučnim doprinosom disertacije.

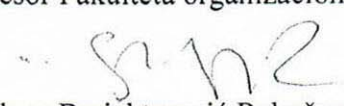
Nakon sagledavanja svih činjenica sa kojima je naknadno upoznata, Komisija i dalje stoji pri stanovištu da doktorska disertacija ima naučne doprinose koji se ne mogu dovesti u pitanje načinom korišćenja literature.

KOMISIJA



dr Ondrej Jaško

Redovni profesor Fakulteta organizacionih nauka



dr Slađana Barjaktarović Rakočević

Vanredni profesor Fakulteta organizacionih nauka



dr Dragan Đuričin

Redovni profesor Ekonomskog fakulteta u Beogradu

15.10.2014. godine

Poštovani,

Obaveštavamo vas o sledećim činjenicama u cilju utvrđivanja ispunjenosti uslova za odbranu doktorske disertacije kandidata mr Siniša Malog.

1. Kandidat je stekao pravo na odbranu disertacije objavljivanjem sledećih radova:
 - "Value Creation Through Restructuring – Key Value Drivers and Value Creation Models", Siniša Mali, Slađana Barjaktarević Rakočević, Gheorghe Savoiu, Organization and Management, Volume 4, Issue 173, February 2013, str. 109-120.
 - "Privatization Through the Sale of Equity – Conceptual Framework and Achieved Results in Serbia", Siniša Mali, Ekonomika preduzeća, januar – februar 2013. godine, str. 149-162"
2. Na sajtu www.pešcanik.net u tekstu Natalije Miletić¹ od 09.09.2014, izneta je tvrdnja o pokrenutom postupku uklanjanja rada „Value Creation Through Restructuring – Key Value Drivers and Value Creation Models”, Siniša Mali, Slađana Barjaktarević Rakočević, Gheorghe Savoiu, Organization and Management, Volume 4, Issue 173, February 2013, str. 109-120.“ sa liste objavljenih radova u časopisu Organization and Management čiji je izdavač 2012 bio „De Gruyter“.
3. Povodom tog tvrđenja, 11.09.2014. ostvaren je kontakt sa izdavačkom kućom De Gruyter u cilju utvrđivanja statusa u kome se rad nalazi i oznake „unauthenticated“ uz rad. Odgovor izdavačke kuće je bio da pomenuta oznaka nema nikakve veze sa samim sadržajem rada i njegovom autentičnošću, već sa ovlašćenjem konkretnog korisnika da rad preuzme u celosti sa sajta. Svaki drugi zaključak izveden iz pomenute oznake predmetnog rada na sajtu, stoga, nije adekvatan. Radi ilustracije, u prilogu se nalazi celokupna prepiska sa izdavačkom kućom De Gruyter.
4. Dana 19.11.2014. godine, ponovo je izvršen pristup sajtu izdavačke kuće De Gruyter. (<http://degruyteropen.com/subject/management-business-finance/>) Utvrđeno je da i dalje postoji link ka elektronskom izdanju časopisa u kome je objavljen rad, međutim da na adresi na koju vodi pomenuti link ne postoji nikakav sadržaj, niti bilo kakva informacija o statusu radova u tom časopisu, što nas je navelo da proverimo pretpostvku da li je časopis promenio izdavača.

¹ <http://pescanik.net/iz-nemacke-s-ljubavlju/>



УНИВЕРЗИТЕТ У БЕОГРАДУ
ФАКУЛТЕТ ОРГАНИЗАЦИОНИХ НАУКА

5. Predmetni rad se i dalje u celosti i bez ikakvih dodatnih napomena u vezi sa autentičnošću nalazi u elektronskoj formi izdanja časopisa na adresi:
[http://kolegia.sgh.waw.pl/pl/KZiF/publikacije/koik/numery/Documents/2012 NR 4%28153%29.pdf](http://kolegia.sgh.waw.pl/pl/KZiF/publikacije/koik/numery/Documents/2012_NR_4%28153%29.pdf)
Časopis je nastavio da objavljuje „Warshaw School of Economics“
<http://kolegia.sgh.waw.pl/pl/KZiF/publikacije/koik/numery/Strony/default.aspx>
6. Predmetni rad je objavljen u časopisu „*Organization and Management*“ i celokupna procedura utvrđivanja autentičnosti i originalnosti do današnjeg dana nije dovedena u pitanje nijednim dopisom ili obraćanjem redakcije časopisa nekom od navedenih autora rada.

Na osnovu svega prethodno iznetog može se zaključiti da je kandidat, Siniša Mali, ispunjavao sve uslove za odbranu doktorske disertacije koji su zahtevani kriterijumima rada Veća za pravno-ekonomske nauke Beogradskog Univerziteta, i da ih i dalje ispunjava. To do danas nije osporeno nigde, osim na sajtu „Peščanik“, što se ni na koji način ne može smatrati relevantnim izvorom informacija za donošenje zaključaka o naučnim radovima i dostignućima na Univerzitetu u Beogradu.

Univerzitet u Beogradu,
Fakultet organizacionih nauka

Milan Martić,
dekan



Iva Vuksanovic <iivvaa@gmail.com>

Information

1 message

Iva Vuksanovic <iivvaa@gmail.com>

Thu, Sep 11, 2014 at 7:46 PM

To: info@degruyter.com

Dear Sirs,

I have downloaded a paper published by one of your journals and I find it useful as a source for the paper I am currently working on, but I have noticed the "unauthenticated" stamp. I would appreciate it if you could tell me if that means that I should not use it as a source or it has some other meaning.

Yours sincerely,

Iva Vuksanovic



Iva Vuksanovic <iivvaa@gmail.com>

RE: #update# 1489470 Information [ref:_00DD0qhxc._500D0hqVbY:ref]

6 messages

service@degruyter.com <service@degruyter.com>

Fri, Sep 12, 2014 at 3:16 PM

To: "iivvaa@gmail.com" <iivvaa@gmail.com>

Dear Iva Vuksanovic,

Thank you for your request. In order to help you asap please let us know the title of this article. And if possible send a screenshot of the "unauthenticated stamp".

Thank you in advance.

Please let me know if there are any further questions.

Best regards

Darina Guenther
DE GRUYTER
Genthiner Str. 13
10785 Berlin, Germany
T +49 (0)30.260 05-102
service@degruyter.com
www.degruyter.com

Walter de Gruyter GmbH. Genthiner Str. 13. 10785 Berlin.
Sitz Berlin. Amtsgericht Charlottenburg HRB 143490 B. Rechtsform: GmbH.
Managing Director: Dr. Sven Fund (Vorsitzender), Dr. Anke Beck, Carsten Buhr
Chairman of the advisory board: Rüdiger Gebauer

Find us on Facebook: www.facebook.com/degruyter.publishers
Register for our free Newsletters and Alerts: www.degruyter.com/newsletter

----- Original Message -----

From: "Iva Vuksanovic" <iivvaa@gmail.com>

Date: 11.09.14 19:46

To: <info@degruyter.com>

Subject: Information

Body:

Dear Sirs,

I have downloaded a paper published by one of your journals and I find it useful as a source for the paper I am currently working on, but I have noticed the "unauthenticated" stamp. I would appreciate it if you could tell me if that means that I should not use it as a source or it has some other meaning.

Yours sincerely,

Iva Vuksanovic

ref:_00DD0qhxc._500D0hqVbY:ref

Iva Vuksanovic <iivvaa@gmail.com>

Fri, Sep 12, 2014 at 4:05 PM

To: "service@degruyter.com" <service@degruyter.com>

Thank you for the quick response. Attached please find the screenshot of the paper title as well as the stamp.

Best regards,
Iva Vuksanovic
[Quoted text hidden]

 **paper.docx**
195K

service@degruyter.com <service@degruyter.com>
To: "iivvaa@gmail.com" <iivvaa@gmail.com>

Mon, Sep 15, 2014 at 11:48 AM

Dear Iva Vuksanovic,

Thanks for your reply. This "unauthenticated" stamp only has to do with the Login Data while the article was downloaded, and nothing with the content. Attached please find the article again with another "stamp".

Please let me know if there are any further questions.

Best regards

Darina Guenther
DE GRUYTER
Genthiner Str. 13
10785 Berlin, Germany
T +49 (0)30.260 05-102
service@degruyter.com
www.degruyter.com


Walter de Gruyter GmbH. Genthiner Str. 13. 10785 Berlin.
Sitz Berlin. Amtsgericht Charlottenburg HRB 143490 B. Rechtsform: GmbH.
Managing Director: Dr. Sven Fund (Vorsitzender), Dr. Anke Beck, Carsten Buhr
Chairman of the advisory board: Rüdiger Gebauer

Find us on Facebook: www.facebook.com/degruyter.publishers
Register for our free Newsletters and Alerts: www.degruyter.com/newsletter

----- Original Message -----

From: iivvaa@gmail.com
Sent: 12.09.2014
To: service@degruyter.com
Cc:

Re: #update# 1489470 Information [ref:_00DD0qhxc._500D0hqVbY:ref]
[Quoted text hidden]

 **v10166-012-0037-3.pdf**
469K


Iva Vuksanovic <iivvaa@gmail.com>
To: "service@degruyter.com" <service@degruyter.com>

Mon, Sep 15, 2014 at 2:32 PM

Dear Darina Guenther,

You have been very helpful. I don't have further questions.

Best wishes,
Iva Vuksanovic
[Quoted text hidden]



Switching between applications

Move your mouse pointer all the way into the corner, then click to go back to the last app you were using.

VALUE CREATION THROUGH RESTRUCTURING – KEY VALUE DRIVERS AND VALUE CREATION MODELS

Introduction

As a process of improving business efficiency, restructuring is nowadays widely implemented in both the developed and the developing countries. Companies and economies undergo restructuring processes in order to achieve a higher level of performance and survive when the existing business structures become ineffective.

The goal of the restructuring process is to transform the company into an enterprise that creates value for the shareholders. In that respect, the key activity in value creation is identification of the strategies that will improve cash flows and reduce business risks in a most effective manner. Every strategy has to be quantified regarding its effects on the cash flows and the business risk, as well as regarding the capability of its implementation given the competitive forces in the market.

In order to create a framework for effective creation and implementation of the above mentioned strategies, it is necessary that a concept of value-based management be adopted for the purpose of value maximization. Value drivers are variables which the management can have influence on and, through the restructuring process, increase the value of the company. Implementing the restructuring process through the management of these value drivers increases the company's cash flow by increasing sales, reducing costs, and increasing total assets turnover, on the one hand, and by reducing the business risk and the cost of capital, on the other. The very notion of

* Sinisa Mali, MSc – Chartered Financial Analyst
** Sladana Barjaktarovic Rakočević, PhD, Associate Professor – Faculty of Organizational Sciences, University of Belgrade, Serbia
*** Gheorghe Savoiu, PhD – Senior Lecturer, University of Pitesti, Romania

value creation refers to the increase in the rate of return on invested capital through a combination of increasing cash flows and reducing risk.

Unauthenticated

You can notice the stamp on the bottom of the page.

VALUE CREATION THROUGH RESTRUCTURING – KEY VALUE DRIVERS AND VALUE CREATION MODELS

Introduction

As a process of improving business efficiency, restructuring is nowadays widely implemented in both the developed and the developing countries. Companies and economies undergo restructuring processes in order to achieve a higher level of performance and survive when the existing business structures become ineffective.

The goal of the restructuring process is to transform the company into an enterprise that creates value for the shareholders. In that respect, the key activity in value creation is identification of the strategies that will improve cash flows and reduce business risks in a most effective manner. Every strategy has to be quantified regarding its effects on the cash flows and the business risk, as well as regarding the capability of its implementation given the competitive forces in the market.

In order to create a framework for effective creation and implementation of the above mentioned strategies, it is necessary that a concept of value-based management be adopted for the purpose of value maximization. Value drivers are variables which the management can have influence on and, through the restructuring process, increase the value of the company. Implementing the restructuring process through the management of these value drivers increases the company's cash flow by increasing sales, reducing costs, and increasing total assets turnover, on the one hand, and by reducing the business risk and the cost of capital, on the other. The very notion of

* Siniša Mali, MSc – Chartered Financial Analyst.

** Sladana Barjaktarović Rakočević, PhD, Associate Professor – Faculty of Organizational Sciences, University of Belgrade, Serbia.

*** Gheorghe Savoiu, PhD – Senior Lecturer, University of Pitesti, Romania.



value creation refers to the increase in the rate of return on invested capital through a combination of increasing cash flows and reducing risk.

Definition and calculation of value

The concept of value creation in the organization has been the subject of interest for many authors. McTaggart, Kontes and Mankins define value creation as managing performances of individual business units with respect to the realized money flows and the returns on investment rate¹.

Having in mind that value creation is one of the most important organizational goals from the shareholders' perspective, the concept of value-based management is a prevailing one in both theory and practice. Rappaport advocates the implementation of value-based management for the purpose of creating value in business². In addition, Copeland, Koller and Murrin plead for the transformation of the entire organization in order to maximize the value, using the same value-based management³ approach. These authors maintain that an important component of the value-based management is an in-depth understanding of which business factors actually affect value creation. These factors, known as the value drivers, affect the company's financial performance and their management creates value in business operations.

Clark and Allen claim that shareholders do not consider value to be a function of accounting data but are rather of the opinion that it entails the image that the market has about the organization regarding its qualitative features, such as risk or perceived growth. These qualitative attributes cannot be found in quarterly reports but can increase financial results and contribute to shareholder value creation in a manifold way⁴.

Jensen⁵, however, maintains that it needs much more to create value in the organization than merely set maximization of value as an organizational goal. In order that the organization be successful and become a leader in a competitive environment, maximization of value as a measure of success should be complemented by vision, strategy and tactics that integrate all the participants in the organization towards achieving a mutual goal.

¹ McTaggart J., Kontes P., Mankins M., *Managing for Superior Shareholder Returns – The Value Imperative*, The Free Press, New York 1994, p. 56.

² Rappaport A., *Creating Shareholder Value*, Macmillan, Inc., New York 1986, p. 32.

³ Copeland T., Koller T., Murrin J., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley and Sons Inc., New York 1996, p. 96.

⁴ Clark T., Allan D. (2012), Shareholder Value from Sustainability Leadership: Comparing Valuation Ratios within Industry Groups, *International Research Journal of Finance and Economics*, Iss. 89, pp. 108–117.

⁵ Jensen M.C. (2001), Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 14, No. 3, pp. 8–21.