

УНИВЕРЗИТЕТ У БАЊОЈ ЛУЦИ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ
Универзитета у Бањој Луци

ПРИМЉЕНО: 23. 10. 2013.			
ОРГ. ЈЕД	БРОЈ	ПРИЛОГ	ВРИЈЕДНОСТ
13/11	2498	13	



ИЗВЈЕШТАЈ

о оцјени подобности теме и кандидата за израду докторске тезе

ПОДАЦИ О КОМИСИЈИ

Одлуком Наставно-научног вијећа Економског факултета Универзитета у Бањој Луци број: 13/3.1849-IX-12.3/13, а на основу члана 31. Правилника о научнонаставном раду за стицање звања магистра и доктора наука, те приједлога Комисије за постдипломски студиј и докторате, Наставно-научно вијеће на сједници одржаног 11.09.2013. године именовало је Комисију за оцјену подобности кандидата и теме докторске дисертације под насловом: **"Избор модела процјене вриједности предузећа у условима кризе и неактивног тржишта капитала"** кандидаткиње **мр Тајане Сердар**, у саставу:

1. **Др Драган Микеревић**, редовни професор, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, ужа научна област: *Пословне финансије*, председник;
2. **Др Горан Радивојац**, ванредни професор, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, ужа научна област: *Рачуноводство и ревизија*, члан;
3. **Др Милорад Иванишевић**, редовни професор, Економски факултет Универзитета у Београду, ужа научна област: *Пословне финансије*, члан.

Комисија је детаљно размотрила биографске податке о кандидаткињи, њене стручне квалификације, досадашњи научно-истраживачки рад, објављене научне и стручне радове, оцијенила је оригиналност, значај и научни допринос истраживања које кандидаткиња намјерава провести. Након разматрања подобности кандидаткиње мр Тајане Сердар и теме са насловом **"Избор модела процјене вриједности предузећа у условима кризе и неактивног тржишта капитала"** комисија у пуној међусобној сагласности подноси Наставно-научном вијећу Економског факултета овај Извјештај.

1. БИОГРАФСКИ ПОДАЦИ, НАУЧНА И СТРУЧНА ДЈЕЛАТНОСТ КАНДИДАТА

1.1. Основни биографски подаци

Мр Тајана Сердар рођена је 22.06.1983. године у Загребу, Хрватска. Основну школу и гимназију похађала је у Приједору, гдје је и завршила гимназију 2002. године. Исте године уписала је Економски факултет Универзитета у Бањој Луци. У току редовног студија на смјеру финансијски менаџмент кандидаткиња је остварила просјек оцјена 9,31. Дипломирала је 2006. године на Економском факултету Универзитета у Бањој Луци дипломским радом на тему: „Проблематика цијена новца – капитала у предузећу“. Постдипломски студиј на истом факултету завршила је са просјечном оцјеном 9,89 (смјер финансијски менаџмент). Магистарски рад под називом "Утицај развојних фондова на ефикасност инвестиција" одбранила је 22.07.2011. године на Економском факултету Универзитета у Бањој Луци.

Након дипломирања кандидаткиња се запошљава у „Интеграл Инжињерингу“ д.о.о. Бања Лука, у сектору финансија, гдје је одрадила приправнички стаж. На рачуноводствено-финансијским пословима као помоћник главног рачуновође радила је у периоду: 2006 - 2007. година.

У звање асистента на Економском факултету Универзитета у Бањој Луци изабрана је у априлу 2007. године, на предмету Економска глобализација. У сталном радном односу на Економском факултету је од јуна 2007. године. Од академске 2007/2008. године до данас држала је вјежбе из седам предмета сврстаних у три катедре: Катедра за економску теорију, анализу и политику, Катедра за међународне економске односе и Катедра за рачуноводство и пословне финансије. У јануару 2012. године изабрана је у звање вишег асистента на предмету Економика Европске уније.

Кандидаткиња је члан Организационог одбора Међународне научне конференције REDETE 2012 и REDETE 2014, те члан Стручне редакције за финансије и фискалну политику, ангажоване на изради Енциклопедије Републике Српске. Економски факултет у Бањој Луци у сарадњи са Академијом наука и умјетности Републике Српске, а на основу Закона о енциклопедији од 08.05.2007. године ради на изради Енциклопедије Републике Српске.

1.2. Научно – истраживачки и стручни рад

У периоду од 2007. године до данас кандидаткиња мр Тајана Сердар објавила је десет научних радова (пет радова је са међународних научних конференција, а пет је објављено у научним часописима од националног значаја), те један стручни рад у часопису од националног значаја. У наставку се даје преглед научних и стручних радова.

Радови објављени након стицања звања магистра економских наука:

Научни (прегледни радови):

1. Topić-Pavković, Branka. **Serdar, Tajana**. Financial Crisis and the Banking Sector in Bosnia and Herzegovina: Impact of the Crisis and New Challenges. // *Conference Proceedings from EBES 2011* (Eurasia Business and Economics Society Conference). Zagreb: Faculty of Economics, 13 - 14th October, 2011.

2. **Serdar, Tajana.** Topić-Pavković, Branka. The Importance of Corruption Suppression for Approaching Bosnia and Herzegovina to the European Union. // *Conference Proceedings from REDETE 2011* (International Scientific Conference: Researching Economic Development and Entrepreneurship in Transitional Economies). Banja Luka: 27 - 29th October, 2011, pp. 104 – 112.
3. Топић-Павковић, Бранка. **Сердар, Тајана.** Финансијска криза и нови изазови у банкарству. // Зборник радова са Међународног научног скупа „Економска теорија и пракса у савременим условима“. Брчко: Економски факултет у Брчком, Универзитет у Источном Сарајеву, 25 - 26 новембар 2011.
4. Средић, Дијана; **Сердар, Тајана.** Модел савременог корпоративног управљања са аспекта финансијског управљања. // *Financing*. 3, 3 (2012), стр. 33 - 44.
5. **Serdar, Tajana;** Sredić, Dijana. The Cost of Capital in the Republic of Srpska. // *Conference Proceedings from REDETE 2012* (International Scientific Conference: Researching Economic Development and Entrepreneurship in Transitional Economies). Banja Luka: October 2012, pp. 469 - 483.
6. Sredić, Dijana; **Serdar, Tajana.** Financial Benchmarking: Value Drivers Analysis. // *Conference Proceedings from EBM 2012* (International Scientific Conference: Contemporary Issues in Economic Business and Management). Kragujevac: December 2012, pp. 539 - 558.
7. **Сердар, Тајана;** Врањеш, Свјетлана. Откривање и спречавање финансијских превара у циљу јачања финансијских перформанси предузећа у Републици Српској. // *Acta Economica*. 11, 19 (2013), стр. 179 - 200.
8. Вујичић Радисављевић, Дражена; **Сердар, Тајана.** Утицај ревалоризационих резерви на финансијске показатеље предузећа. // *Financing*. 4, 3 (2013), стр. 18 – 28.

Радови објављени прије стицања звања магистра економских наука:

Научни (прегледни радови):

1. **Сердар, Тајана.** Специфичности међународног капиталног буџетирања. // *Financing*, 2, 1 (2011), стр. 53-60.
2. **Сердар, Тајана.** Улога регулатора у креирању тржишта осигурања Републике Српске. // *Acta Economica*, 9, 15 (2011), стр. 181-201.

Стручни радови:

1. **Сердар, Тајана.** Финансијска оцјена иностраних инвестиционих пројеката. // *Acta Economica*, 8, 13 (2010), стр. 225-245.

Објављене књиге и монографије:

Монографија:

Брендирање и капитал брэнда. // *Нематеријална имовина као потенцијал раста у Републици Српској.* / Жабкар, Весна; **Сердар, Тајана.** / Уредници: Драган Микеревић и Новак Кондић. Бања Лука: Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, 2013, стр. 61 – 69.

Издање за Словенију. / Уредници: Јанез Прашникар и Љубица Цвелбар Кнежевић. Љубљана: Економски факултет у Љубљани, 2012, стр. 77 – 89.

Учешће у научно-истраживачким пројектима:

Кандидаткиња је до данас учествовала у пет научно-истраживачких пројеката, чији преглед је дат у наставку.

2010 - 2011: „*Методологија израде пословног плана*“, вођа пројекта проф. др Здравко Тодоровић. Економски факултет Универзитета у Бањој Луци и Министарство науке и технологије Владе Републике Српске.

2010 – 2011: „*Понашање предузећа у посттранзиционом периоду у државама бивше Југославије*“, вође пројекта проф. др Драган Микеревић и проф. др Јанез Прашникар. Економски факултети из Бања Луке, Љубљане, Подгорице, Суботице и Тиране.

2012 – 2013: „*Улога нематеријалног капитала у привредном расту и реструктурирању земаља Западног Балкана и Словенији*“, вође пројекта проф. др Драган Микеревић и проф. др Јанез Прашникар. Економски факултет Универзитета у Бањој Луци и Економски факултет из Љубљане.

2012 – 2014: „*Рјешавање проблема незапослености у Републици Српској и Босни и Херцеговини помоћу програма и фондова Европске уније: рефлексије Стратегије ЕУ 2020*“, вође пројекта проф. др Новак Кондић и проф. др Горан Поповић. Економски факултет Универзитета у Бањој Луци Министарство науке и технологије Владе Републике Српске.

2013 – 2015: „*Улога корпоративног реструктурисања, генеричког материјала, материјалних и нематеријалних инвестиција у савладавању кризе у Босни и Херцеговини*“, вође пројекта проф. др Драган Микеревић и проф. др Јанез Прашникар. Економски факултет Универзитета у Бањој Луци и Економски факултет из Љубљане.

Како се може закључити из прегледа објављених радова и списка научно-истраживачких пројеката кандидаткиње, већина радова након стицања звања магистра економских наука директно или индиректно је повезана са темом докторске дисертације. На основу наведеног може се дати позитивна оцјена стручног и научног рада кандидата и њене посвећености рјешавању проблема избора модела процјене вриједности предузећа.

2. ЗНАЧАЈ И НАУЧНИ ДОПРИНОС ИСТРАЖИВАЊА

2.1. Значај истраживања

Глобални трендови, колапс америчког хипотекарног тржишта, проблеми у банкарским и финансијском сектору, брзе промјене и текућа свјетска финансијска и економска криза, доводе у питање многе постулате савремених финансијских теорија. Бојазан од непријатељског преузимања, потреба за што бољим позиционирањем на тржишту и остварењем виших финансијских резултата доводе у центар пажње проблематику процјене вриједности предузећа. Кандидаткиња исправно констатује да је кључно питање како процијенити предузеће и на који начин искористити

информације добијене у процесу процјене вриједности да би се донијеле мудрије стратешке пословне одлуке.

Процјена вриједности предузећа је поступак који треба да резултира мишљењем овлашћеног процјењивача о вриједности предузећа на одређени дан. При томе процјена треба да буде независно и објективно експертско мишљење о вриједности предузећа, при чему се од процјењивача очекује да одрже висок стандард поштовања компетентности и јавности рада. Међутим, прије приступања овом поступку, веома је важно знати сврху процјене вриједности предузећа. Сврха процјене предузећа условљава избор приступа (приносни, тржишни, трошковни) и метода његове процјене. Не постоји формула којом би се могла утврдити само једна тачна вриједност, вриједност предузећа зависи од тога ко га процјењује, у које сврхе и на који начин. Кандидаткиња истиче да је посебан фокус истраживања на процјени вриједности предузећа у сврху доношења стратешких пословних одлука у сврху куповине и продаје предузећа и за потребе билансирања, те које методе преферирати у условима кризе и неактивног тржишта капитала.

Кандидаткиња наводи да постоји на десетине модела за процјену вриједности предузећа, али је мали број њих примјенљив код предузећа која послују с губитком и у условима неактивног тржишта капитала. Имајући у виду неактивно тржиште капитала, стање у привреди и губитке с којима послује преко 50% предузећа у Републици Српској, јављају се потешкоће при примјени класичних метода процјене вриједности. Наиме, како се приносне методе заснивају на дисконтовању нето готовинског тока, веома је осјетљиво питање утврђивања дисконтне стопе и предвиђања будућих готовинских токова у предузећима која послују с губитком. Такође, негативан резултат знатно отежава процјену стопе раста која ће се користити за предвиђање будућих приноса. Тржишне методе, с друге стране, не резултирају реалним подацима на неактивним тржиштима капитала. Модели које релевантни аутори предлажу за процјену вриједности предузећа у неприликама односе се искључиво на активно тржиште капитала.

Значај истраживања огледа се у чињеници да у Републици Српској не постоји конзистентност у примјени одређених модела процјене код различитих предузећа, чак и када је сврха процјене иста. Модели за процјену вриједности предузећа посебно оних која послују с губитком нису адекватни, нити се врши темељна анализа свих кључних параметара вриједности предузећа. Често се врши произвољно мијењање кључних варијабли. Већина модела које се баве процјеном вриједности посматрају предузећа која позитивно послују.

Циљ истраживања који је кандидаткиња поставила односи се на процјену вриједности предузећа која послују у условима кризе, а која захтијевају прилагођавање модела за процјену вриједности у зависности од узрока оваквог пословног резултата (предузећа са привременим проблемима, предузећа са дугорочним финансијским проблемима или презадужена предузећа). Остварење овог циља значајно компликује непостојање активног тржишта капитала у Републици Српској, што представља највећи изазов у истраживању кандидаткиње. Наведени проблеми могу се превазићи увођењем прилагођених модела као што су: модел дисконтованих готовинских токова са укључивањем специфичних ризика у готовинске токове предузећа, модел са анализом сценарија вјероватноће и модел са премијом за ризик земље укљученом у цијену капитала, који дају прихватљивије резултате приликом процјене вриједности предузећа која послују у условима кризе и неактивног тржишта капитала.

2.2. Преглед истраживања

Концептуални дио овог рада бавиће се теоријско – методолошким поставкама истраживања. У овом дијелу рада кандидат ће дефинисати проблем, предмет и циљ истраживања, као и хипотетички оквир (истраживачке хипотезе, методе и технике истраживања). Вриједност предузећа неупитно треба да буде повезана са стратешким одлучивањем у предузећу, у сврху куповине и продаје предузећа или за потребе билансирања. Општеприхваћен је став да је висока вриједност предузећа не само показатељ успјешног пословања у претходном периоду, већ и индикатор добрих пословних резултата предузећа у будућности. Са ширењем тржишта, глобалним кретањима у свјетској привреди, трендовима у области финансијског управљања и пословног права извјесно је да досадашњи модели траже испитивање, уз отклањање недостатака и активно унапређење. Стога главни истраживачки проблем може да се изведе из сљедећег питања:

Који модел за процјену вриједности преферирају у условима кризе и неактивног тржишта капитала да би се дошло до реалне вриједности предузећа?

Своје истраживање кандидаткиња је ограничила на област финансијског менаџмента, а једним дијелом се дотиче и области корпоративног управљања. Ужи истраживачки фокус усмјерен је на процјену вриједности предузећа. Концепт на ком ће се заснивати истраживање јесте фер тржишна вриједност имајући у виду њене предности и генералну прихваћеност у складу са Међународним стандардима вредновања.

Научну подлогу за истраживање чиниће досадашњи доприноси релевантних свјетских аутора из ове области, нарочито оних које се баве процјеном вриједности предузећа која послују у условима кризе, у условима неактивних и неразвијених тржишта капитала и прилагођеним моделима за процјену вриједности. Основу за стицање нових научних сазнања чиниће емпиријско истраживање које ће се спровести на узорку од предузећа из Републике Српске која котирају на Бањалучкој берзи.

У *теоријском приказу* рада кандидаткиња ће представити појмовно-концептуалне аспекте вриједности предузећа. Даће се појмовна разграничења вриједности и употребне вриједности, дефинисати концепти вриједности, покретачи и кључни параметри вриједности предузећа. Сагледаће се теоријско-методолошки инструментариј процјене вриједности предузећа, уз осврт на регулаторни оквир и историјски развој праксе процјене вриједности предузећа. Анализираће се фактори од утицаја на избор одговарајућег приступа и метода процјене у условима неактивних тржишта капитала. Наредни дио фокусиран је на приступе и методе процјене вриједности предузећа. Анализираће се приносни, тржишни и трошковни приступ процјени вриједности предузећа, проблематика дисконата и премија, те детаљно обрадити прилагођени модели процјене вриједности.

Емпиријско истраживање односи се на процјену вриједности предузећа у Републици Српској. Кандидаткиња ће извршити операционализацију истраживачких варијабли и дефинисати индикаторе за мјерење датих варијабли. Након тога утврдиће се модел и методолошки аспекти истраживања. Обрадиће се студија случаја на изабраном узорку - процјена вриједности предузећа у условима кризе и неактивног тржишта капитала. Приступиће се компаративној анализи резултата процјене вриједности предузећа у нашој земљи и резултата процјене из других земаља које се сусрећу се са сличним проблемима и налазе у сличним макроекономским условима. Напослјетку, тестираће се предложени модел за процјену вриједности предузећа у

земљама са неактивним тржиштима капитала. На основу резултата истраживања, кандидаткиња ће тестирати постављене хипотезе.

У дијелу рада који се односи на дискусију кандидаткиња ће презентовати резултате потврђених хипотеза и упоредити их са резултатима сличних истраживања других аутора са циљем утврђивања оригиналности научног истраживања. Навешће се ограничења истраживања и указати на научне и практичне доприносе дисертације. Напосљетку, навешће се препоруке и смјернице за предузимање активности у циљу превазилажења постојећих проблема у предузећима и предложити правци даљих истраживања.

2.3. Радна хипотеза са циљем истраживања

Након дефинисања проблема и предмета истраживања кандидаткиња је поставила научне и прагматичне циљеве истраживања.

Научни циљеви истраживања

Научне и прагматичне циљеве кандидаткиња је дефинисала у складу са темом, предметом и проблемом истраживања. Циљ овог истраживања јесте утврђивање којим се од постојећих модела за процјену вриједности може утврдити реална вриједност предузећа у земљама са неактивним тржиштима капитала, посебно оних која послују с губитком, која су у кризи, те како добијене резултате примијенити при доношењу стратешких пословних одлука (у сврху куповине и продаје предузећа или за потребе билансирања). Поред главног, кандидаткиња наводи и сљедеће циљеве истраживања:

- Утврђивање веза између изабраног модела и вриједности предузећа;
- Утврђивање интензитета веза између изабраног модела и процијењене вриједности;
- Утврђивање да општи модели за процјену вриједности примјенљиви у економијама са активним тржиштем капитала не могу да се примијене у земљама у развоју са неактивним тржиштима капитала;
- Изналажење рјешења за процјену вриједности предузећа која послују с губитком;
- Истраживање разлика између вриједности већинског власника и вриједности мањинских акционара;
- Утврђивање значаја примјене контролне премије при утврђивању вриједности већинског акционара и примјене дисконта за недостатак контроле, те дисконта за недостатак утрживости код вриједности мањинских акционара;
- Израчунавање висине контролних премија и висине дисконата за недостатак контроле и недостатак утрживости на узорку предузећа из Републике Српске;
- Истраживање модела за процјену који се тренутно користе у земљама са неактивним тржиштима капитала, њихових предности и недостатака;
- Изналажење рјешења за недостатке постојећих модела и давање приједлога за примјену прилагођених модела у пракси (модел са укључивањем специфичних ризика у готовинске токове предузећа, модел са анализом сценарија и модел са премијом за ризик земље укљученом у цијену капитала, уз анализу узрока проблема);

- Утврђивање начина на који информације добијене примјеном прилагођеног модела могу да се употребе за превазилажење проблема у предузећу и доношење стратешких пословних одлука.

Научним циљем долази се до одређеног нивоа научног сазнања о проблему истраживања, путем научног описивања, научне класификације, научног објашњења и научног предвиђања. Научни допринос у теоријском смислу огледа се у развоју теоријско-методолошких приступа код процјене вриједности предузећа.

Научно описивање је прва фаза истраживања, у којој кандидаткиња прикупља емпиријску грађу о проблему и предмету истраживања. Кроз анализу ће се сагледати теоријски ставови везани за проблематику вриједности предузећа, предности и недостатке ових теорија и њима својствених модела процјене.

Научна класификација подразумева утврђивање експлицитних и имплицитних обиљежја проблема истраживања. Класификоваће се сви релевантни фактори (параметри) који се користе у поступку процјене и утичу на висину вриједности предузећа.

Научним објашњењем кандидаткиња ће утврдити узрочно-последичну зависност резултата који ће се добити у процесу процјене вриједности примјеном одговарајућих модела и доношења стратешких одлука у предузећу.

Научно предвиђање наступа након што су реализовани дескрипција и објашњење. На основу стечених теоријских и емпиријских спознаја о области истраживања кандидаткиња ће дати смјернице за примјену сврсисходних модела за процјену вриједности предузећа у условима кризе и неактивног тржишта капитала.

Прагматични циљеви истраживања

Прагматични циљеви истраживања огледају се у ефектима утврђивања зависности између прилагођених модела за процјену вриједности предузећа и стратешких пословних одлука, те идентификовању користи од познавања и примјене адекватних модела за процјену вриједности предузећа, а које ће имати власници и менаџери, овлашћени процјењивачи, инвестициони пројектанти, и др. Стварање полазне основе за даља истраживања из ове области такође представља значајан друштвени циљ.

У складу са дефинисаним предметом и циљевима истраживања изведена је основна и помоћне хипотезе.

Основна и помоћне хипотезе

Према моделу од којег кандидаткиња полази у истраживању, са дефинисаним односом зависне и независне варијабле и комбинацијом подваријабли и индикатора које ће се користити у истраживању, дефинисана је основна и помоћне хипотезе.

Основна хипотеза гласи:

X1: Избор модела процјене директно утиче на висину процијењене вриједности предузећа. Примјена модела дисконтованих готовинских токова са укључивањем специфичних ризика у готовинске токове и анализом узрока проблема даје најбоље резултате при процјени вриједности предузећа у условима кризе и неактивног тржишта капитала.

Помоћне хипотезе помоћу којих се конкретизује главна хипотеза гласе:

X2: Промјене инпута у моделу дисконтованих будућих токова готовине утичу на висину процијењене фер тржишне вриједности.

X3: Модел дисконтованих новчаних токова код процјене вриједности за исход има различите процијењене вриједности контролног и мањинског интереса предузећа.

X4: Метод ликвидационе вриједности не мијења фер тржишну вриједност већ има улогу контролног параметра као индикатора минималне процијењене вриједности предузећа.

2.4. Материјал и метод рада

У процесу израде докторске дисертације кандидаткиња ће користити различите методе, које ће пружити одговор на проблем истраживања. Метода анализе употребљаваће се приликом анализе метода, правила и појмова предмета истраживања, а метода синтезе код описивања и повезивања аналитичких појмова и сазнања о предмету истраживања. Користиће се и друге методе од којих су најзначајније: метода индукције и дедукције, метода апстракције и конкретизације, метода спецификације и генерализације, метода доказивања и оповргавања, метода класификације, метода компарације, метода моделирања, те комбинација претходних метода.

Како би се остварили циљеви истраживања и тестирале постављене хипотезе извршиће се прикупљање, анализа и обрада одговарајућих података из: примарних извора (теренско истраживање) и секундарних извора (истраживање за деск столом).

Прикупљање података из примарних извора вршиће се емпиријским истраживањем, помоћу анкетног упитника, структурираног интервјуа, анализе финансијских извјештаја, те претрага релевантних интернет страница на којима се налазе подаци о предузећима из узорка. Базу за емпиријско истраживање и извођење нових закључака чини узорак предузећа која послују на бањалучкој берзи. У овом узорку налазе се предузећа која послује са добитком, предузећа која послују с губитком, предузећа са позитивним и предузећа са негативним нето готовинским током, а све у циљу вршења компаративне анализе.

Основни истраживачки инструмент који ће се користити је анкетни упитник са шефовима финансијских одјељења и директорима финансија узоркованих предузећа. Методе испитивања кандидаткиња ће вршити лично, телефонском анкетом и електронским путем. Циљ упитника је утврђивање које методе за процјену вриједности се користе, које нове методе би се користиле и којима се даје предност, те на који начин се интерпретирају и употребљавају добијени резултати процјена у сврху одређивања будућих праваца пословних политика. Већина питања биће затвореног типа: директна питања, дихотомна питања, питања са понуђеним одговорима набрајања, питања са понуђеним одговорима интензитета. Поред прикупљања података анкетним упитником, за прикупљање података кандидаткиња ће користити скалирање, односно Ликертову скалу, графичке и нумеричке скале.

У циљу бољег разумијевања истраживане појаве и провјере података користиће се структурирани интервју за менаџерима предузећа из узорка. Улога интервјуа ће бити знатно сложенија и одговорнија, јер ће његов задатак бити да се подстиче, тумачи и усмјерава научни разговор не одступајући од основног концепта садржаја и циљева истраживања.

За израчунавање цијена капитала користиће се CAPM и модел зидања. CAPM је најпогоднији будући да се надограђује на модел зидања додавањем бете, као процијењеног систематског ризика.

Прикупљање података из секундарних извора укључиће анализу превасходно стране литературе из области процјене вриједности предузећа и уопште пословних финансија, сагледавање различитих теорија у овим областима, преглед стручних и научних истраживања, истраживачких пројеката, тематских чланака и пословних публикација. На овај начин стећи ће се шири увид у предмет и проблем истраживања, те утврдити научне правилности између вриједности предузећа, избора модела процјене и доношења стратешких одлука у предузећу.

Тестирање модела за процјену вриједности и његове употребљивости за доношење стратешких одлука кандидаткиња ће спровести израчунавањем показатеља и компаративном анализом са тржишним цијенама. Као улазне варијабле служиће информације прикупљене анкетним упитником и другим техникама, финансијски извјештаји, подаци из базе АПИФ-а, извјештаји са Бањалучке берзе, те подаци тржишту, привреди и привредним гранама.

Обрада прикупљених података ће се извршити коришћењем статистичких метода и техника, односно статистичког софтвера. Анализа података ће се извршити у SPSS (*Statistical Package for Social Studies*) систему. За сагледавање узрочно-последичне зависности између зависних и независних варијабли примјениће регресивна и корелациона статистичка анализа. Обрађени подаци ће се анализирати и интерпретирати у сврху добијања информација потребних за коначно разматрање рада и закључке проведеног истраживања.

2.5. Научни допринос истраживања

На основу постављених научних циљева и методологије истраживања очекује се одређени научни и прагматични допринос, како од емиријског истраживања тако и од дисертације у цјелини. Иако постоје бројне иностране публикације и радови који се баве тематиком процјене вриједности предузећа, исти су врло ријетки у домаћој литератури. Прегледом литературе установљена је оригиналност предложеног рада који се огледа у изношењу нових чињеница и утврђивању који то модели за процјену вриједности доводе до утврђивања реалне вриједности предузећа уважавајући проблеме са којима се суочавају и услове пословања предузећа.

Од посебне је важности приступање недовољно истраженој корелацији између избора модела за процјену вриједности, с једне, и вриједности предузећа, стратешких пословних одлука и финансијских перформанси које из њих произилазе, с друге стране. Темелно ће се обрадити начин утврђивања и врсте дисконата и премија, што досада није била тема научних ни стручних истраживања у нашој земљи. На основу закључака, биће предложени модели процјене вриједности са укључивањем специфичних ризика у готовинске токове и уважавањем узрока проблема у предузећу, који показују најприхватљивије резултате код предузећа која послују у условима кризе и неактивног тржишта капитала.

Резултати истраживања и рад који из њих произилази могу се сматрати научним изазовом који омогућава стварање комплетније представе о вриједности предузећа и употпуњује фонд научног знања из области финансија. На овај начин дисертација ће пружити допринос академској заједници и створити полазну основу за даља истраживања у овој области, те отворити нова подручја истраживања.

Прагматични допринос истраживања

Као и код сваког другог истраживања овог типа, поред научног, очекује се да дисертација пружи и извјестан прагматичан допринос. Стечене емпиријске спознаје

послужиће као основа за увођење у праксу прилагођених модела процјене вриједности, у циљу утврђивања реалне вриједности уважавајући специфичности и услове пословања предузећа у земљама са неактивним тржиштима капитала. Кандидаткиња ће навести приједлоге за примјену прилагођених модела процјене вриједности предузећа и утврдити ограничавајуће факторе који се јављају у предузећима приликом избора модела и током спровођења процјене вриједности. Напоследку, даће се смјернице за предузимање активности у циљу превазилажења постојећих проблема у предузећима. Фокусирање на вриједност предузећа створиће здрава предузећа која у коначници воде вишем животном стандарду, знатно већем броју пословних прилика за појединце и јакој економији земље у цјелини, од чега ће корист имати не само привредни субјекти, већ и цјелокупна јавност.

3. ОЦЈЕНА И ПРИЈЕДЛОГ

Комисија је, на основу прегледане документације и расположиве грађе, јединствена у оцјени да кандидаткиња мр Тајана Сердар испуњава све законом предвиђене услове за израду докторске дисертације и да је предложена тема погодна и пожељна да се истражује као докторска дисертација.

Позитивну оцјену о подобности кандидата Комисија доноси имајући у виду:

- да је кандидаткиња мр Тајана Сердар стекла звање магистра економских наука;
- да је магистарским радом и објављеним научним радовима, који су добили позитивне оцјене од стране квалификованих рецензента, показала своју способност за бављење научно-истраживачким радом;
- да је радом као сарадник на факултету стекла педагошко и истраживачко искуство;
- да располаже личним и професионалним квалитетима за даље усавршавање у научном раду.

Позитивну оцјену о погодности предложене теме докторске дисертације под називом: „Избор модела процјене вриједности предузећа у условима кризе и неактивног тржишта капитала“ Комисија заснива, између осталог, и на овим чињеницама:

- предложена тема до сада није била предлагана нити обрађивана као докторска дисертација на Економском, а колико је Комисији познато, ни на другим факултетима Бањалучког и других универзитета у БиХ;
- тема је недовољно истражена и то како са теоријског, тако и са практичног аспекта;
- тема је изузетно актуелна имајући у виду проблеме повезане са процјеном вриједности предузећа;
- приједлог теме по свом укупном концепту – од дефинисања проблема, предмета и циља, метода научно-истраживачког рада, структуре дисертације, хипотеза и библиографије, па до очекиваних закључака – наговјештава да ће кандидат дати свој оригинални научни допринос економској теорији и пракси.

Имајући у виду наведено, и оцјене о подобности кандидата и теме докторске дисертације мр Тајане Сердар, **Комисија предлаже Наставно – научном вијећу Економског факултета Универзитета у Бањој Луци: да прихвати овај извјештај и одобри мр Тајани Сердар израду докторске дисертације под насловом: " Избор модела процјене вриједности предузећа у условима кризе и неактивног тржишта капитала".**

У Бањој Луци, 10.10.2013. године

ПОТПИС ЧЛАНОВА КОМИСИЈЕ

1. Др Драган Микеревић, редовни професор, Економски факултет
Универзитета у Бањој Луци, ужа научна област: *Пословне финансије*,
предсједник



1. Др Горан Радивојац, ванредни професор, Економски факултет Универзитета
у Бањој Луци, ужа научна област: *Рачуноводство и ревизија*, члан



3. Др Милорад Ивановевић, редовни професор, Економски факултет
Универзитета у Београду, ужа научна област: *Пословне финансије*, члан

