

УНИВЕРЗИТЕТ У БАЊОЈ ЛУЦИ  
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ  
Универзитета у Бањој Луци

ПРИМЉЕНО: 20. 9. 2016.			
Орг. јед.	Број	Пристај	Врнеб. јед.
B/1	1668	16	



### ИЗВЈЕШТАЈ

*о оцјени подобности теме и кандидата за израду докторске дисертације*

#### ПОДАЦИ О КОМИСИЈИ

Одлуком број: 13/3.1277-IX-7.2/16 од 15.7.2016. године, Наставно-научно вијеће Економског факултета Универзитета у Бањој Луци именовало је Комисију за оцјену подобности кандидата и теме докторске дисертације и одобрило израду докторске дисертације под насловом: *Улагање у кредитне деривате с циљем смањења кредитног ризика на тржиштима у развоју*, кандидата мр Милоша Грујића.

Комисија за оцјену подобности кандидата и теме докторске дисертације именована је Одлуком Наставно-научног вијећа Економског факултета Универзитета у Бањој Луци број: 13/3.1277-IX-7.2/16 од 15.7.2016. године, у саставу:

1. Др Горан Радивојац, ванредни професор, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, ужа научна област *Пословне финансије*, председник,
2. Др Мирослав Тодоровић, ванредни професор, Економски факултет Универзитета у Београду, ужа научна област *Рачуноводство и пословне финансије*, члан,
3. Др Дејан Микеревић, ванредни професор, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, ужа научна област *Пословне финансије*, члан.

Именована Комисија је, у складу са својим овлашћењем, стручном експертизом из уже научне области, достављеном потребном документацијом сачинила Иновирани извјештај о оцјени подобности теме и кандидата за израду предметне докторске дисертације.

# 1. БИОГРАФСКИ ПОДАЦИ, НАУЧНА И СТРУЧНА ДЈЕЛАТНОСТ КАНДИДАТА

## Основни биографски подаци

Мр Милош Грујић рођен је 12.11.1984. године у Бањој Луци. На Економском факултету, Универзитета у Бањој Луци, дипломирао је у марту 2008. године, на којем је уписао и постдипломске студије, смјер Финансијски менаџмент. У априлу 2016. године, одбранио је магистарску тезу под насловом: *Примјена модела диверзификације на портфељ дужничких хартија од вриједности*, чиме је стекао научно звање магистра економских наука.

Од априла 2006. године, кандидат је волонтирао а потом био стално запослен у Друштву за управљање инвестиционим фондовима „*Advantis Capital Management*“ као финансијски аналитичар, а касније као инвестициони менаџер. Од новембра 2011. године радио је у брокерско-дилерском друштву „Авантис Брокер“ као финансијски аналитичар.

Од јуна 2013. запослен је у Народној скупштини Републике Српске. Радио је на радном мјесту координатор међународних активности. Од септембра 2015. је на позицији секретара Одбора за ревизију, а радио је и као секретар Одбора за финансије и буџет.

У новембру 2015. кандидат је добио лиценцу за обављање послова сталног судског вјештака економске струке, а у октобру 2008. лиценцу за обављање послова инвестиционог менаџера.

Од априла 2014. је потпредсједник Надзорног одбора Друштва за управљање Пензијским резервним фондом Републике Српске а.д. Бања Лука. Био је члан неколико управних одбора, надзорних одбора и одбора за ревизију акционарских друштава која су листирана на Бањалучкој берзи.

## Научно-истраживачки и стручни рад

Кандидат мр Милош Грујић објавио је укупни четрнаест (14) научних радова. Од тога једанаест (11) радова који су категорисани као прегледни научни радови, два (2) који су категорисани као стручни радови и један (1) рад који је категорисан као претходно саопштење. У наставку се даје преглед објављених **научних радова** који су категорисани као „прегледни чланак“.

1. Грујић М. (2012). *Организација, финансирање и власништво спортских клубова на берзи*. Зборник радова Четврти међународни научни конгрес - Антрополошки

аспекти спорта, физичког васпитања и рекреације. 2012. (2013), Vol 4, ISSN 1986-8146, стр. 52 – 64

Рад се бави представљањем ефеката изласка спортског клуба на берзу. Аутор показује да власници и менаџери клубова који имају амбиције да прибаве новац за клуб или да значајно повећају његову вриједност, треба да размотре могућности које им нуди иницијална јавна понуда акција. Тим потезом клуб постаје вриједнији, шири власничку структуру и излази у јавност. Предност емитовања акција је да овако прикупљена средства немају рок доспијећа и каматну стопу јер инвеститори који купују акције у јавној понуди очекују принос по основу дивиденде или добит кроз раст цијена акција на берзи. Друга важна околност је да финансирањем на овај начин клуб не зависи само од једног кредитора. Осим тога, треба имати у виду да се на овај начин поправља имиџ клуба у случају будућих преузимања од стране других компанија или клубова. Аутор је показао искуства са развијених тржишта капитала која показују да се након преласка у отворено акционарско друштво спортски клуб организационо дисциплинује. Долази до раздвајања власничке и управљачке функције а, осим интерне, обавезна је и екстерна ревизија што пословање клуба чини транспарентнијим. Менаџери који воде клуб мотивишу се менаџерским уговорима да управљају клубом као предузећем и у најбољем интересу свих акционара. При томе, сви власници, сразмјерно свом учешћу у капиталу, учествују у доношењу свих одлука. Аутор је показао како процес изласка на берзу добија велику пажњу јавности што има и синергетски ефекат - промовисање спортског клуба кроз редовно објављивање свих информација важних за пословање клуба јер је интерес за пословање акционарских друштава увијек већи у односу на приватна предузећа

**Комисија сматра да истраживачки фокус овог рада, у ширем смислу, корелира са предметом истраживања докторске дисертације.**

2. Грујић М. (2012). *Развој, тренутно стање и перспективе тржишта муниципалних обвезница у Републици Српској*. Финрар. 12/12, стр. 52 – 64

Рад се бави актуелном проблематиком емисије муниципалних обвезница и трговине њима у Републици Српској. Аутор показује да је пракса на домаћем тржишту да се муниципалне обвезнице емитују на дужи рок и да носе камату по фиксној стопи на остатак дуга. Он подјећа на такозвано „златно правило“ финансирања, које дозвољава задуживање само за капиталне пројекте и захтјева јасно раздвајање текућег и капиталног буџета, дозвољава задуживање за покриће текућих издатака само у

ријетким случајевима - због покривања текућег дефицита произашлог из неуједначеног новчаног прилива током буџетске године. Аутор показује да се муниципалне обвезнице сматрају мање ризичним од других врста улагања те да је током последњих деценија у свијету примјетан раст интересовања за муниципалне обвезнице са тенденцијом даљег повећања. У осврту на стање на домаћем тржишту аутор наглашава да је процес транзиције и преласка на тржишну економију принудио локалне власти да траже нове изворе за финансирање раста и развоја локалних заједница. У складу са тим, издавање муниципалних обвезница је један од начина да локалне власти на тржишту капитала прикупе новац за: изградњу, санацију и модернизацију или проширење путева, мостова, болница, спортско-рекреативних центара, изградњу и проширење капацитета за производњу и дистрибуцију топлотне енергије или школа; унапређење водоснабјевања; прераду отпадних вода или за рециклажу отпада, за финансирање изградње обновљивих извора енергије и сл.

**Комисија је мишљења како је актуелизирање увијек актуелне проблематике задуживања општина и потребе проналазка ефикасних солуција за овај сектор економије, у складу са предметом истраживања докторске дисертације.**

3. Грујић, М. (2012). *Врсте, ризици и тржишта муниципалних обвезница*. Бања Лука: Научни часопис Факултета политичких наука у Бањој Луци - Политеиа 2. стр 331-348

Циљ овог рада је да се укаже на важност, могућности и ефекте емитовања обвезница у Републици Српској с циљем обезбјеђивања новца за финансирање и развој локалних заједница. Аутор указује на добре примјере у којима се емисијом обвезница локалне самоуправе може унаприједити развој локалних заједница. У истраживању наводи примјере тржишта капитала држава које су била у социјалистичком систему уређења, слична тржишту Републике Српске, попут Пољске, Словачке, Мађарске и Хрватске. Аутор је закључио да су емисије општинских обвезница у Републици Српској успјеле највише захваљујући Инвестиционо-развојној банци РС. Указао је да у даљим емисијама општинских обвезница треба очекивати веће интересовање других институционалних инвеститора, прије свега инвестиционих фондова и осигуравајућих друштава али и кориговање отплатних планов аобвезница.

**У складу са наведеним, Комисија је мишљења како је предмет истраживања овог рада у блиској вези са предметом истраживања докторске дисертације; рад потенцира проблематику неликвидности и иновативности при задуживању у**

домаћим условима и прави паралеле са другим тржиштима док докторска дисертација, кроз очекиване резултате истраживања, треба да пружи допринос превазилажењу ових проблема, са могућношћу системског аплицирања понуђених рјешења.

4. Грујић, М. (2013). *Показатељи и правац развоја тржишта капитала у Републици Српској*. Бања Лука: Финрар 7/13.

Рад показује да је већина тржишта капитала у земљама Источне Европе настала процесом приватизације бивших државних предузећа и транзиције крајем прошлог вијека. У раду се указује на чињеницу да актуелна финансијска криза и њене последице на финансијска тржишта могу послужити као основа за утврђивање стања и правца развоја на регионалним тржиштима капитала. Аутор, осим упоређивања показатеља на регионалним и европским берзама, осјећује тренутно стање тржишта капитала Републике Српске и представља правац развоја тржишта капитала Републике Српске и регије.

**Комисија је мишљења да истраживачки фокус овог рада, како у ширем тако и у ужем смислу, корелира са предметом истраживања докторске дисертације. Рад на основу анализе најзначајнијих показатеља на посматраним тржиштима даје очекивани правац развоја како на домаћем тако и на тржиштима у развоју. С тим у вези, комисија сматра да истраживачки фокус корелира са предметом истраживања докторске дисертације.**

5. Грујић, М. (2013). *Стање и могући правац развоја надзора над финансијским сектором у Републици Српској*. Бања Лука: Финрар 10/13.

У овом раду аутор указује на процесе у развоју регулације и надзора финансијског сектора започетих крајем прошлог вијека с прелазом са традиционалне секторске супервизије на интегрисани и консолидовани приступ супервизији. Такав модел прихватио је велики број држава ЕУ, али и свијета. Аутор наглашава да је финансијска криза пољуљала повјерење у овај модел и нуди нове аргументе за и против успостављања јединственог супевизора у финансијском сектору. Наиме, аутор уз добијене лекције и уочене слабости постојећих надзорних оквира преиспитује могућу реформу и изградњу нове архитектуре надзорне функције финансијских тржишта. Будући да је финансијска супервизија важан елемент одржавања финансијске стабилности, а да домаћа литература не посвећује довољну пажњу питању надзора и

регулације, рад приказује актуално стање супервизије у Републици Српској с фокусом на могућности, те предности и недостатке обједињавања агенција за надзор и регулацију у овом ентитету.

**У складу са наведеним, Комисија сматра да је предмет истраживања овог рада у блиској вези са предметом истраживања докторске дисертације. Рад се фокусира на актуално стање супервизије у Републици Српској с фокусом на могућности, те предности и недостатке али и посљедице обједињавања агенција за надзор и регулацију у овом ентитету.**

6. Грујић, М. (2013). *Могућности које нуди IPA II - (Не)спремност институција за пројекте које суфинансира ЕУ*. Бања Лука: Финрар 12/13.

У раду аутор указује на то да могућности искориштавања средстава које нуди Европска унија зависе од политичке воље да се задовоље захтјеви постављени за прикључење Европској унији али и од развоја техничких капацитета потребних да се та средства искористе. Инструмент предприступне помоћи (IPA) нуди велике могућности институционалног и социоекономског развоја друштва у областима у којима наша земља заостаје у процесу европских интеграција. Аутор доказује да досадашњи резултати у повлачењу и кориштењу IPA средстава потврђују тврдњу да институције на свим нивоима у БиХ морају осигурати већу подршку и ангажованост у политичком и у техничком смислу. Сличне проблеме су имале и друге земље кориснице IPA средстава, а то се најбоље уочава по односу одобрених и искориштених средстава IPA дефинисаних Вишегодишњим индикативним финансијским оквиром (MIFF) за период 2007-2013. Рад показује преглед досадашње искориштености IPA средстава у земљама регије и нуди критику на задуживања и кориштења посуђених средстава за различите намјене које су могле бити финансиране новцем из IPA фондова.

**Комисија је мишљења да је предмет истраживања овог рада у широј вези са предметом истраживања докторске дисертације. Наиме, рад се фокусира на пропуштене прилике и могућности искориштавања новца из IPA фондова чиме би дуговања и кредитни ризик Републике Српске били смањени.**

7. Стевановић, С., Грујић, М. (2014). *Теорије, типови и дефинисање дивидендне политике у функцији раста цијена акција*. Бања Лука: *Financing* 2/14.

Аутори приказују различите теорије о политици дивиденди: Модернистичку (ММ) теорију, традиционалну теорију, теорију пореске преференције, агенцијске трошкове,

теорију преференције текућег дохотка и смањења неизвјесности, теоријз преношења информација (сигнализирања) и ефекат клијентеле. На примјерима на домаћем тржишту капитала истражују могућности откупа акција и диобе акција и дивиденде у акцијама с циљем да представе дефинисање и представљање типова политике дивиденди на домаћем тржишту. У складу са тим нуде модел за процјену вриједности акција. Аутори показују да већина компанија у регији није усвојила конкретну политику дивиденди. Да би дефинисала конзистентна политика дивиденди неопходна је профитабилност и перспективност компанија, те задовољавајућа ликвидност. Такође, при осмишљавању политике дивиденди потребно је водити рачуна о стабилности дивиденди како у приватним тако и у јавним предузећима с циљем повећавања прихода ентитета.

**Комисија је мишљења како је актуелизирање увијек актуелне проблематике расподјеле профита и потребе проналазка ефикасних рјешења у складу са предметом истраживања докторске дисертације.**

8. Стевановић, С. Грујић, М.(2014). *Тестирање модела за процјену банкрота у Републици Српској*. Бања Лука: Финрар 8/14.

Аутори су се за потребе рада били опредјељени за следеће моделе: ЕМ скор модел, Мертонов модел, КМВ модел и модел који користи кључне рачуно показатеље. Из наведених тестова аутори закључују да уз дате претпоставке највећу моћ предвиђања има ЕМ скор модел (прилагођени 3 скор) код којег за класификацију ризика пословног субјекта као високо ризичног постоји вјероватноћа од 30% да ће бити блокиран рачун у наредном периоду. Аутори наглашавају да за даљу кариблацију модела потребно је извршити додатна тестирања предвиђених модела и на основу тестова извршити даља прилагођавања, како би се грешке у моделирању свеле на оптималан ниво.

**Комисија је става да истраживачки фокус овог рада, у ширем смислу, корелира са предметом истраживања докторске дисертације.**

9. Грујић, М. (2015). *Развој секундарног тржишта трезорских записа - Стање и перспективе на тржишту Републике Српске*. Бања Лука: Financing 2, 2015.

У раду се аутор фокусира на основе карактеристике секундарног тржишта трезорских записа. Користећи искуства са развијених тржишта, понудио је рјешења за развој тржишта секундарног тржишта трезорских записа у Републици Српској. С тим у вези, анализирао је трговине трезорским записима на Бањалучкој берзи. У раду је показао да

маркет макери могу битно придонијети развоју секундарног тржишта трезорским записима. Аутор је обрадио законску регулативу у Републици Српској, интерес за инвестирање у трезорске записе у Републици Српској и секундарну трговину.

Анализирајући секундарну трговину скренуо је пажњу на улогу Пензијског резервног фонда Републике Српске у секундарној трговини. С тим у вези представио је домете увођења маркет мејкинга на секундарном тржишту државних хартија од вриједности.

У истраживању је користио концепте развоја секундарног тржишта трезорским записима у Шпанији и у Словенији. Након истраживања, понудио је могућности развоја секундарне трговине у Републици Српској.

**Комисија је мишљења да је актуелизирање актуелне проблематике задуживања ентитета и потребе проналаска ефикасних рјешења за смањивање каматне стопе, у великој корелацији са предметом истраживања докторске дисертације.**

10. Стевић Љ., Грујић, М. (2016). *Босна и Херцеговина на Новом путу свиле. Стратегија, стање, перспективе и позиционирање у складу са новом кинеском стратегијом у земљама СІЕ*. Бања Лука: Политеиа, 10.

Циљ рада је да путем анализе вањске политике и односа НР Кине са ЕУ и земљама Централне и Источне Европе и економских показатеља, да предочи значај нове кинеске стратегије отварања и појачане сарадње у земљама ЦІЕ и реализације Новог пута свиле те да понуди објективан приказ појединачних питања и прилика које се отварају за БиХ на том путу. Рад анализира важност нове стратегије према земљама Централне и Источне

Европе у оквиру реализације Новог пута свиле. Осим тога, аутори се баве односима НР Кине и БиХ, реализацијом досадашњих пројеката и кредита, те економском анализом утицаја истих на привредни раст у БиХ.

**У складу са закључцима рада Комисија сматра да рад указује на нове прилике и могућности земљама Балкана, па и БиХ да се укључе у различите пројекте у области финансирања инфраструктуре и енергије и да добију приступ новим средствима. С тим у вези, Комисија сматра да истраживачки фокус овог рада, у ширем смислу, корелира са предметом истраживања докторске дисертације**

11. Грујић, М. (2016). *Метода дисконтовања новчаних токова и њена примјена на акционарско друштво на Бањалучкој берзи*. Бања Лука: Финрар, 5/16.



Аутор критички обрађује једну од најчешће кориштених метода дисконтовања новчаних токова. Он указује да постоји велика могућност грешке како при процјени будућих резултата привредног друштва и у планирању новчаних токова тако и при узимању одређених компоненти за WACC – бета, безризична стопа, премије. Ова ограничења су још већа на малим берзама на којима је много хартија са којима је ријетко или никако тргује. Зато се предлаже кориштење анализе осјетљивости. Фокус рада је на процјени, избору и вриједностима које се узимају за дисконтну стопу WACC. **У складу са наведеним, Комисија сматра да је истраживачки фокус овог рада, у ширем смислу, у вези са предметом истраживања докторске дисертације.**

### **Стручни радови**

1. Ђого, М., Грујић, М. (2014). *Биткоин грозница. Алтернатива новцу, прилика за улагање или интернет превара*. Бања Лука: Финрар 2/14.

Аутори представљају Биткоин као иновацију на финансијским тржиштима тј. као криптографско-виртуелну валуту. Анализирају кретање вриједности ове валуте и запажају да кретање вриједности биткоина подсећа на кретање цијене злата - расте што је већа неизвјесност на финансијским тржиштима. У складу са тим, ову валуту представљају као “сигурну луку” у кризи. Аутори показују како примјена ове валуте већ нуди историјске доказе. Ако је заиста укупан број биткоина 21 милион, то значи да се неће појавити ауторитет који би “штампао новац” очекујући од корисника да вјерују да ће све више створеног новца имати исту вриједност. Даље аутори доказују како биткоин валута има двије од три функције правог новца. Најважније, аутори доказују да “невладина” валута без контроле централне банке одлично служи и за исказивање вриједности и радо прихваћен као средство размјене.

**Комисија сматра да рад третира тему која је значајна и актуелна. Наметнули су је одређени кругови који не подносе никакво ангажовање државе – јавног сектора у економском домену па ни у монетарном, без обзира што су пропали сви досадашњи покушаји стварања тзв. „приватног новца“. У вези са наведеним Комисија сматра да су аутори квалитетно обрадили ризике и препоруке Европске централне банке узимајући у обзир спекулације са финансијским производима и дериватима те да је обрађена тема у складу са предметом истраживања докторске дисертације.**

2. Стевановић, С. Грујић, М. (2014). *Ограничења и могућности развоја дужничких инструмената у Републици Српској – обвезница као алтернатива кредиту*. Источно Сарајево: Зборник радова Економског факултета у Источном Сарајеву.

Аутори у раду анализирају карактеристике обвезница на Бањалучкој берзи и приказују развој тржишта обвезница у Републици Српској. Емисију обвезница представљају као класичан кредитни однос између емитента и купца обвезнице. Аутори, након стављања у однос промета свих обвезница и укупног промета на Бањалучкој берзи, показују да обвезнице чине све важнији тржишни материјал. Такође показују да су, у поређењу са ризиком улагања у акције, су мање ризичне. У складу са тим закључују како ће интерес за овакав вид улагања и прикупљања средстава расти у будућности.

Осим тога, показују да банке као емитенти обвезница на овај начин могу обезбиједити дугорочне изворе средстава за финансирање својих дугорочних активности.

**Комисија сматра да су аутори обрадили изазове и прилике за задуживање и показали да ће се емитовањем обвезница у наредном периоду пружити додатни импулс за раст домаћег тржишта капитала. С тим у вези, Комисија сматра да истраживачки фокус овог рада, како у ширем тако и у ужем смислу, корелира са предметом истраживања докторске дисертације.**

#### **Претходна саопштења**

1. Радивојац, Г. Грујић, М. (2016). *Ограничења оптимизације портфолија акција на Бањалучкој берзи*. Бања Лука: *Acta Economica*, 5, 2016.

Аутори у раду истичу да се у радовима домаћих или страних аутора, анализе и критике углавном базирају на примјеру развијених тржишта капитала. Према њима, ријетки су случајеви примјене портфолио анализе на домаће тржиште капитала. У раду се фокусирају на примјену диверзификације на акције на Бањалучкој берзи. Користећи Марковицев метод портфолио селекције доказали су да је ефекат диверзификације, уз сва ограничења, на домаћем тржишту могућ и примјенљив.

**У складу са закључцима рада Комисија сматра да рад указује на нове прилике и могућности на домаћем тржишту капитала. С тим у вези, Комисија сматра да истраживачки фокус овог рада, у ширем смислу, корелира са предметом истраживања докторске дисертације**

#### **Остали радови**

У припреми монографија.

***Учесће у значајнијим пројектима***

Кандидат је од 2014. до 2016. био члан Управног одбора *Twinning* пројекта "Јачање улоге парламената у Босни и Херцеговини у интеграцији у ЕУ".

Кандидат мр Милош Грујић својим укупним дјеловањем и понашањем показује веома амбициозан приступ бављењу економском науком, упуштајући се у разматрање сложене и захтјевне економске проблематике. Својим професионалним ангажовањем, као и објавом научних и стручних радова потврдио је познавање методологије научног рада и добро познавање области из које пријављује докторску дисертацију.

Имајући у виду формално образовање кандидата, познавање методологије економске анализе, искуство у научно-истраживачком раду и добро познавање предмета истраживања, Комисија је једногласна у мишљењу да је кандидат мр Милош Грујић подобан за израду докторске дисертације на Економском факултету Универзитета у Бањој Луци под насловом: *Улагање у кредитне деривате с циљем смањења кредитног ризика на тржиштима у развоју.*

## ЗНАЧАЈ И НАУЧНИ ДОПРИНОС ИСТРАЖИВАЊА

### 2.1. Значај истраживања

Све земље пролазе кроз различите фазе развоја које укључују не само процесе који доводе до њиховог економског раста, побољшања привреде и конкурентске способности, већ и периоде стагнације и појаву кризних стања. Финансијска криза најчешће се дефинише као непланирана и непожељна појава (процес) која негативно утичу на ефикасност ентитета или државе и успјешност у испуњењу постављених циљева, са амбивалентним исходом, опоравак или банкрот (*Bedenik Osmanagić, 2007*). Дакле, ради се о поремећајима који доводе до нарушавања конкурентске способности и пада свих економско-финансијских показатеља. Уколико се узроци кризе не открију и на вријеме не елиминише њихово негативно дејство, долази до стварања и кумулирања губитака (отворених и/или скривених) што узрокује повећану несолвентности и неликвидност. Имајући у виду да је појава, развој и ескалација кризе процес који траје у одређеном периоду, предузимање корективних мјера доступно је током свих фаза, осим у посљедњој - фази банкротства. С тим у вези, однос и структура дугова у одређеној земљи непосредно утичу на рефинансирање дугова с циљем смањивања укупног дуга али и на трансфер ризика или смањену изложеност ризику а, у крајњој линији, на банкротство. Отуда је и разумљива потреба за правовременим идентификовањем те оцјеном доступних алтернатива, мјера и активности, за опоравак на дуги рок, уколико је санирање, у таквим околностима још увијек проводиво (*подобност рефинансирања*), али и прихватљиво за повјериоце (*субјективна претпоставка реорганизације*).

Научни приступи предвиђању настанка, развоја и ескалације кризних стања резултовали су успостављањем низа модела, изведних коришћењем статистичких и математичких метода, почевши од дискриминацијске анализе, па све до комплексних математичких и симулацијских техника које укључују употребу најсофистицираније информационе технологије и достигнућа. Предвиђању трансфера ризика, у почетку се приступало разматрањем појединачних индикатора и њиховим поређењем са референтним вриједностима на основу чега су извођени одређени закључци. Примјеном статистичких и математичких метода у сврху трансфера ризика развијени су модели за предвиђање који су се заснивали на финансијским индикаторима, а

значајан напредак је учињен у смислу одређивања важности појединачних индикатора те прецизности (поузданости) аплицираног модела.

У основи, највећа пријетња за трансфер или смањивање ризика, уз праћење валуте или валутне клаузуле у којој се емитент задужује, потиче од актуелног момента задуживања или емисије одређених хартија. Теоријска и практична искуства упућују на то како управо различити модели уз праћење прилика и опција за трансфер ризика сигнализирају кретање емитента-државе по „неповољној спирали задуживања“. Модели сугеришу да уколико изостане правовремена и адекватно конципирана реакција, емитент може да западне у велике проблеме па и да прогласи банкрот. Током кретања по поменутој спирали настају многобројни други проблеми и нежељене појаве попут појаве неликвидности или чак потпуне платежне неспособности. Поменути модели треба да укажу на могућности избјегавања неочекиваног пораста створених обавеза емитента.

Модел који има потенцијал да правовремено, и са високим степеном поузданости индикује присуство и испољавање ризика свако доприноси стварању претпоставки за правовремено покретање реструктурирања дугова или посезање за опцијама или улагањем у кредитне деривате с циљем трансфера ризика, под околностима и у стању државе које је још увијек подобно рефинансирање дугова или трансфер ризика. Претходним се, међутим не ограничава употребљивост оваквог модела у односу на обликовање и предузимање мјера и активности из домена „раног упозорења“ за које су очекивања да ће превентивно дјеловати и преокренути „неповољни ток развојне спирале“, а самим тим и елиминисати изложеност државе ризику (вјероватноћи) западања у проблеме неликвидности или банкрота.

Из доступних информација за сагледавање и извођење оцјене о могућности за трансфер ризика улагањем у кредитне деривате евидентно је како проблематици трансфера ризика у Републици Српској до сада није посвећивана пажња коју ова тема завређује. У томе, свакако треба тражити и разлоге непостојања модела за предвиђање изложености Републике Српске, као тржишта у развоју, кредитном ризику. Претходно речено уједно одражава и главни научни проблем којим ће се кандидат бавити у овом истраживању, а који је формулисан кроз следеће питање: *да ли се, у условима задуживања карактеристичним за Републику Српску, на основу улагања у кредитне деривате може успоставити модел за трансфер ризика?*

Значај теме огледа се у чињеници да проблематика улагања у кредитне деривате с циљем смањења кредитног ризика на тржиштима у развоју, а посебно антиципирање

кључних показатеља који омогућавају трансфер и смањивање ризика представља увијек актуелну, међутим у нашим условима недовољно истраживану и обрађивану тему. Стога се може закључити како постоји научна утемељеност и оправданост предложеног истраживања.

## 2.2. Преглед истраживања

У концептуалном дијелу истраживања биће елабориран научни проблем и постављен фокус истраживања, односно представљен предмет истраживања. Предмет истраживања је кандидат дефинисао као *стратегијско управљање кредитним ризиком на тржиштима у успону*. Овај процес обухвата веома сложен процес анализе, планирања и контроле свих активности емитента, Републике Српске, у циљу смањивања или трансфера кредитног ризика. У том контексту, емитента можемо посматрати као институционалног инвеститора који би улагао у деривате с циљем смањивања ризика. Након тога, кандидат ће образложити научне и прагматичне циљеве истраживања и тестирати основну и помоћне хипотезе. Излагање основних методолошких поставки биће употпуњено прегледом (образложењем) методолошког приступа који се намјерава користити у поступку израде докторске дисертације. У циљу рјешавања проблема кандидат ће уакзати на стање на финансијским тржиштима одабраних земаља у успону (Босни и Херцеговини, Хрватској, Црној Гори, Србији и Словенији) као и на прилике за трансфер ризика на поменутим тржиштима. Посебан на емисију хартија од вриједности.

Истраживањем ће кандидат настојати да се утврди:

- квантификација утицаја појединих ризика на остварење циљаног резултата,
- специфичности инвестиционих портфолиа институционалних инвеститора одабраних земаља у успону и
- како постићи ефикасније инвестиционе портфолије институционалних инвеститора одабраних земаља у успону.

У теоријском дијелу рада биће представљене кључне одреднице атрактивних инструмената на домаћем и страним тржиштима односно чињенице да је, за сада, могуће улагати само у акције, обвезнице и трезорске записе. Теоријски дио дисертације биће заокружен својеврсном теоријском припремом за методологију истраживања, кроз обраду најзначајнијих статистичко-математичких метода (Value at Risk, дискриминацијска анализа, нелинеарни регресијски модели, метода вишедимензионалних скала) те осталих, у мањој мјери заступљених метода. Поред

тога, овај дио дисертације кандидат ће употпунити и анализом карактеристика и резултата домаће јурисдикције као и извођењем оцјене о квалитету исте у Републици Српској у компарацији са другим тржиштима у развоју. У научном смислу, истраживање ће бити утемељено на резултатима и доприносима свјетских аутора, који су релевантни са становишта постављеног предмета и проблема истраживања. Превасходно се ту мисли на дјела и научне доприносе аутора: *Banks, Baker, Beaver, Cummins, Fabozzi, Graham, Miskhin* и др.

Ради ефикасног провођења *емпиријског истраживања*, а након операционализације идентификованих варијабли и одређивања индикатора путем којих ће бити извршено њихово мјерење, кандидат ће представити модел процјене ризика базираног на VaR (*Value at Risk*) методологији приликом формирања оптималних портфолиа и имунизације портфолија, односно трансфера ризика, емитената одабраних земаља у успону, сагледавајући у којој мјери модели процјене ризика базирани на VaR методологији могу бити кључни фактор ефикаснијег смањивања ризика. Такође, након што представи финансијске деривате за које очекује да ће се ускоро улагати у њих на поменути тржиштима, понудиће моделе за улагање у њих, тестирање постављених хипотеза и приједлоге за измјене законских рјешења на домаћем тржишту капитала.

Приказ методологије биће употпуњен приказом метода истраживања, у оквиру којег ће укратко бити представљени истраживачки узорак (популација), алати и технике, као и истраживачки поступци. Емпиријски дио рада подразумијева прикупљање података – одлука о задуживању Републике Српске и емисија хартија од вриједности од њеног оснивања. Поред тога, кандидат ће представити потенцијалне прилике за осигурање од ризика или за његов трансфер с циљем креирања модела за лакше одлучивање у будућности.

Након презентовања резултата истраживања до којих се дошло примјеном претходно описане методологије, биће тестиране постављене хипотезе, основна и помоћне. Дакле, према основном научном циљу истраживања, кандидат ће представити модел раног упозорења на изложеност емитента ризику и за трансфер ризика према што повољнијим условима поштујући унапријед задате критеријуме.

У посљедњем дијелу рада, након тестирања и провјере хипотеза, биће *дискутовани* резултати до којих се дошло током истраживања. На овом мјесту кандидат ће образложити научни и прагматични допринос докторске дисертације те представити правце даљег истраживања у овој области.

У закључним разматрањима, на самом крају рада, још једном ће бити сумарно и прегледно приказани закључци произашли из резултата, како теоријског, тако и емпиријског истраживања.

### **2.3. Радна хипотеза са циљем истраживања**

У складу са темом, проблемом и предметом истраживања, кандидат је поставио сљедећи основни циљ истраживања, а то је: *дефинисање и развој новог концептуалног модела који ће бити у функцији смањивања изложености ризику емитента, истовремено уважавајући специфичности пословања и управљања на тржиштима у развоју*

Из претходног циља произилазе конкретни научни и прагматични (друштвени) циљеви истраживања.

#### **2.3.1. Научни циљеви истраживања**

*Описивање.* У дисертацији ће бити описан развој и значај појединих ризика с нагласком на кредитни ризик и биће приказане основне методе које се користе у циљу ефикасног елиминисања или избјегавања излагања ризику. Кроз критичку анализу биће сагледане најпознатије методе за мјерење ризика улагања финансијске деривате и утврдиће се њихове предности и недостатци. Кроз критичку анализу кандидат ће сагледати у литератури најзаступљеније моделе за предвиђање и дефинисање врсте ризика и финансијских иновација, те њиховог ефекта на перформансе инвестиционог портфолија.

*Класификација.* На основу резултата емпиријског истраживања, биће извршена класификација врста ризика и финансијских деривата према врсти базичних производа из којих се изводе.

*Објашњење.* У дисертацији ће бити објашњен начин на који примјена адекватног модела управљања ризицима утиче на заштиту од ризика. На основу сагледавања нивоа и начина примјене појединих пракси и њиховог утицаја на заштиту од ризика, кандидат ће образложити потребу креирања новог управљачког модела који би био у функцији побољшања успјешности задуживања или емисија хартија од вриједности.

*Предвиђање.* На основу стечених теоријских и емпиријских спознаја до којих кандидат дође током истраживања биће конструисан нови модел који би био примјењив у реалним околностима. Основне елементе предложеног модела чиниће они за које се



утврди да имају највећи значај за трансфер ризика. Такође, биће пружене конкретне препоруке и смјернице за ефикасније управљање ризицима.

### 2.3.2. Прагматични циљеви истраживања

У односу на постављени предмет и проблем истраживања, реално је очекивати прагматични допринос дисертације за *доносиоце одлука о задуживању (decision makers)*; *повјериоце (кредиторе, инвеститоре и сл.)*, *академску заједницу и ширу јавност*.

*За доносиоце одлука о задуживању (decision makers):*

- Упознавање власника и купаца хартија од вриједности са значајем модела који омогућавања смањивање илзагања ризику и његовим прогностичким донетима у односу на потенцијална кризна стања која, по својој природи и интензитету, могу резултовати губицима уложеног капитала.
- Побољшање перформанси емитента-Републике Српске захваљујући благовременом предвиђању проблема чиме се омогућава предузимање адекватних мјера за превенирање и санирање проблема.
- Образовање о различитим квантитативним и квалитативним приступима предвиђању.
- Унапређење инструментаријума кризног менаџмента, у складу са потребама и специфичностима услова у Републици Српској.
- Јачање свијести о неопходности и значају припреме за емисију хартија од вриједности или задуживање у складу са релевантним законским оквиром, укључујући и предвиђање стања и дугорочних перспектива емитента.
- *За повјериоце (добављачи, кредитори, инвеститори и сл.):*
- Осигуравање квантитативног „алата“ (модела) за предвиђање будућег стања и перспектива емитента – дужника.

*За академску заједницу:*

- Допринос у сагледавању и објашњавању карактеристика и прогностичких домета појединачних модела за предвиђање кризних стања и изложености ризику.
- Стварање полазне основе за даља истраживања у области финансијског менаџмента.

- Допринос домаћој академској заједници у објашњењу значаја и улоге појединих пракси за побољшање резултата институционалних инвеститора и постизање конкурентске предности.

*За ширу јавност:*

- Очекивани допринос овог истраживања је проширити досадашња сазнања о праћењу ризика и улагању у деривате, улагању и емисији истих те имунизацији портфеља у Републици Српској.

Посебни аспект прагматичних циљева које кандидат жели постићи овим истраживањем тиче се доприноса „ромјени перцепције заштите од ризика или трансфера ризика улагањем у кредитне деривате у домаћим условима.

**У складу са наведеним, констатујемо да је кандидат, поред научних, јасно дефинисао и прагматичне циљеве истраживања и докторске дисертације у цјелини.**

### **2.3.3. Главна и помоћне хипотезе**

На основу постављеног проблема, предмета и циљева истраживања овог рада, као и резултата претходно проведених сличних истраживања, кандидат је поставио основну и помоћне хипотезе. Основна хипотеза непосредно произилази из проблема истраживања, и гласи:

**Уколико се изврши примјена модела процјене ризика базираних на VaR (Value at Risk) методологији, комбиноване са улагањем у финансијске деривате, може се креирати оптималан портфолио који подразумијева минималан ризик.**

Основна хипотеза конкретизује се путем четири помоћне хипотезе:

**X1. Квалитет процеса избора инструмената који се емитују у складу са прилагођавањем потребама тржишта, позитивно утиче на успјешност задуживања.**

**X2. Квалитет анализе ризика и управљања њима има позитиван утицај на успјешност задуживања емитента и заштите од ризика.**

**X3. Квалитетан избор деривата у које се улаже с циљем смањења кредитног ризика има позитиван утицај на заштиту од ризика и на перформансе портфолија.**

**X4. Квалитет регулативе изражен кроз разноврсност финансијских инструмената на финансијском тржишту, има позитиван утицај како на емитенте хартија од вриједности тако и на инвеститоре.**

У досадашњим релевантним истраживањима постигнута је готово општа сагласност о важности правовременог уочавања знакова који указују на присуство кредитног ризика. Евидентно је како њихово игнорисање или неадекватно управљање кредитним ризиком води до потпуне ескалације нестабилности и настанка кризе и, у крајњем случају, може довести до банкрота емитента. Дакле, трансфер ризика има своје специфичне узроке и последице чије објективно сагледавање омогућава извођење релевантних закључака о карактеристикама, те међусобним сличностима и разликама које постоје између појединачних модела и инструмената за трансфер ризика.

Анализом индивидуалне и кумулативне дискриминацијске снаге независних подваријабли у односу на предвиђање (не)успјешности смањења излагања ризику емитента, у складу са постављеним хипотезама истраживања, стварају се претпоставке за сагледавање смањивања изложености ризику. Према томе, очекивања кандидата су да ће резултати теоријског и емпиријског истраживања омогућити извођење закључака о карактеристикама модела смањивања или трансфера ризика.

#### **2.4. Материјал и метод рада**

Методе истраживања које кандидат намјерава користити омогућиће увид у посматрану проблематику, те пружити одговор на постављено истраживачко питање, односно основни проблем овог рада.

У оквиру теме истраживања, биће извршено прикупљање, анализа и обрада релевантних података. Прикупљање података укључиваће анализу, у првом реду стране литературе о методологији и развијеним моделима за трансфер ризика, преглед научних и стручних истраживања, тематских чланака и осталих релевантних публикација. То ће омогућити стицање ширег увида у посматрану појаву и утврђивање научне правилности између приносног и финансијског положаја емитента (државе или ентитета), исказаног путем релевантних финансијских показатеља - независних (под)варијабли и вјероватноће банрота, тј. вјероватноће да ће емитент доспјети у великвидност.

За приказ научних коријена, развоја и тренутног стања научне мисли, релевантне за посматрану проблематику биће коришћена историјска метода. Аналитички приступ кандидат ће примјенити у интерпретацији података и тестирању хипотеза, док ће синтеза бити коришћена у извођењу и генерализацији (уопштавању) закључака.

У складу са научним приступом кандидат ће анализирати моделе који се примјењују за мјерење ризика. Послије тога, анализираће могућности и инструменте трансфера

кредитног ризика. С тим у вези, анализираће и рејтинговаће с фокусом на развој, методологију и основна обиљежја рада рејтинг агенција. Ове радње претходе постављању *теоријског модела* на основу достигнутих теоријских спознаја из економске и финансијске теорије. У сљедећем кораку биће *прикупљене информације* релевантне за развој модела; емпиријско истраживање, као што је већ истакнуто, спровешће се на „укупној популацији“ свих одлука о задуживању и емисија хартија од вриједности у Републици Српској.

У трећем кораку биће *одабране методе процјене* прикладне за предложени теоријски модел у првом кораку. На основу резултата сличних проведених истраживања, за извођење оцјене о узрочно-последичној зависности и интезитету повезаности између зависних и независних варијабли, кандидат се определио за примјену *методе вишеструке дискриминацијске анализе и логит методе - логистичка регресија*.

Четврти корак обухватиће *статистичку процјену*, односно вредновање модела кроз примјену претходно одабраних метода процјене, у смислу његове прикладности односно релевантности у оквиру чега ће бити утврђени одговарајући параметри. Као резултат кориштења претходних методолошких приступа биће конструисана два модела (примјеном *метода дискриминацијске анализе и логистичке регресије*). Поређење добијених резултата омогућиће извођење релевантних закључака о прецизности конструисаних модела у односу на предвиђање изложености ризику. У случају да један модел буде оцијењен статистички неприкладним, кандидат ће приступити прикупљању додатних информација, одабиру неке друге, прикладније методе процјене или евентуалној реформулацији теоријског модела.

У статистичком смислу релевантан модел, у петом кораку, биће *протумачен са теоријског аспекта*. То ће подразумијевати разматрање добијених вриједности и предзнака појединачних варијабли укључених у модел те њихово поређење са постављеним теоријским претпоставкама у првом кораку.

Непосредно прије саме употребе за анализу, у посљедњем кораку, кандидат ће извести *оцјену усклађености* емпиријског модела са постављеним теоријским премисама моделирања.

## **2.5. Научни допринос истраживања**

Из постављених научних циљева и истраживачке методологије коју кандидат намјерава примјенити очекују се конкретни научни и прагматични доприноси, како од проведеног емпиријског истраживања, тако и од докторске дисертације у цјелини.

У литератури су доступна бројна научна истраживања која се баве избјегавањем ризика или смањивања изложености ризику улагањем у кредитне деривате. Највећи број до сада проведених истраживања и, на основу њих успостављених модела за улагање у кредитне деривате с циљем смањења кредитног ризика, прилагођени су специфичностима и потребама у развијеним тржишним економијама за које су карактеристични значајно другачији друштвено-економски, институционални и остали услови привређивања у поређењу са условима транзицијских економија, нижег развојног степена, попут домаће. Отуда управо произилази **оригиналност предложеног истраживања**, која се огледа у избору комбинације финансијских показатеља (квантитативних варијабли) која обезбијеђује најбоље кумулативне карактеристике модела за дискриминацију између ентитета и држава које су изложене ризику и оних која то нису, а у условима пословања карактеристичним за Републику Српску. Дакле, модел ће бити конструисан према домаћим специфичностима, за разлику од других, у литератури доступних (тзв. „увозених“) модела који су конструисани и прилагођени значајно другачијим условима што, само по себи ограничава њихову прогностичку снагу и чини је упитном у контексту сагледавања перспектива тржишта у развоју попут нашег.

Допринос овог емпиријског истраживања и дисертације која ће произаћи из њега, огледа се и у томе што је ово **прво истраживање и рад у домаћој литератури** који ће се на научно утемељеним принципима бавити проблематиком улагања у кредитне деривате с циљем трансфера ризика емитента који је земља у развоју или ентитет у њој. Кроз резултате истраживања и дискусију која ће затим услједити биће представљене **нове чињенице и емпиријске спознаје** о варијаблама које на најбољи начин описују финансијску стабилност и задуженост у Републици Српској. Осим изношења нових чињеница и спознаја о дискриминацијској снази појединачних независних (под)варијабли биће оцијењен начин на који исте дјелују у међусобној интеракцији, будући да је циљ постићи високу кумулативну дискриминацијску снагу варијабли у моделу који се намјерава успоставити. У складу са тим, резултати истраживања и рад који ће произаћи из њих пружиће **допринос академској заједници** и створити полазну основу за даља истраживања у овој области, те **отворити нова подручја истраживања** која, по мишљењу кандидата, у првом реду треба усмјерити у правцу сагледавања и оцјене могућности комбиновања новоуспостављеног (квантитативног) модела са квалитативним варијаблама чиме би се постигла даља побољшања на подручју предвиђања улагања у кредитне деривате.

На крају, очекивања су како ће стечене емпиријске спознаје послужити као релевантна основа за **успостављање новог концептуалног модела кризног менаџмента** на домаћем тржишту који промовише проактивно управљање кризним стањима. Очекивања су како ће резултати спроведеног истраживања пружити поуздану основу за успостављање „система континуираног праћења дуга и потенцијалне изложености ризику.“

## 2. ОЦЈЕНА И ПРИЈЕДЛОГ

На основу увида у достављену документацију коју је кандидат мр Милош Грујић приложио Економском факултету Универзитета у Бањој Луци приликом пријаве докторске дисертације под насловом: *Улагање у кредитне деривате с циљем смањења кредитног ризика на тржиштима у развоју*, Комисија је јединствена у оцјени да кандидат испуњава неопходне услове за израду докторске дисертације и да је предложена тема прихватљива да се истражује као докторска дисертација.

**Позитивну оцјену о подобности кандидата** Комисија доноси имајући у виду:

- да је кандидат, Милош Грујић, стекао звање магистра економских наука у научној области пословне финансије што је, уједно и област из које жели стећи звање доктора економских наука;
- да је кандидат, као аутор или коаутор, објавио 14 научних радова који, по позитивној оцјени од стране квалификованих рецензата, потврђују његову способност и квалификованост за коришћење научне методологије у истраживању економских појава, односно способност бављења научно-истраживачким радом;
- да је, радећи на различитим позицијама, стекао практично искуство које му може бити од користи и када је у питању рјешавање изузетно захтјевних истраживачких задатака;
- да посједује личне и професионалне квалитете, неопходне за даље усавршавање у научном раду.

**Позитивну оцјену о подобности предложене теме** докторске дисертације под насловом: *Улагање у кредитне деривате с циљем смањења кредитног ризика на тржиштима у развоју*, поред осталог, Комисија изводи и на основу слједећих чињеница:

- предложена тема, до сада није била предлагана нити обрађивана као докторска дисертација на Економском факултету Универзитета у Бањој Луци, а према сазнањима Комисије, ни на другим факултетима универзитета у Босни и Херцеговини;
- према радном наслову, основним садржајним елементима и постављеним циљевима истраживања, тема је довољно широка да се, као таква може сматрати подобном за самостално научно истраживање;
- ради се о, у нашим условима недовољно истраженој теми, како у теоријском, тако и у практичном смислу;

- тема је изузетно актуелна, а посебно у контексту свеprisутне проблематике задуживања и осигурања од ризика и значаја правовременог покретања поступка трансфер ризика;
- постоје неопходни услови за реализацију предвиђеног програма истраживања;
- према укупном концепту предложене теме, од дефинисаног проблема, предмета и циљева истраживања, метода научно-истраживачког рада, структуре дисертације, хипотеза, основне и помоћних, и библиографских јединица, па до очекиваних резултата и закључака истраживања, очекивања су да ће кандидат дати свој оригинални научни допринос економској теорији и пракси.

**Имајући у виду претходно наведено, позитивну оцјену о подобности кандидата мр Милоша Грујића за израду докторске дисертације и позитивну оцјену о прихватљивости предложене теме докторске дисертације, Комисија предлаже:**

Наставно-научном вијећу Економског факултета и Сенату Универзитета у Бањој Луци да прихвати овај иновирани извјештај и одобри кандидату мр Милошу Грујићу израду докторске дисертације под насловом: *Улагање у кредитне деривате с циљем смањења кредитног ризика на тржиштима у развоју.*

У Бањој Луци, 31.08.2016. године

#### ПОТПИС ЧЛАНОВА КОМИСИЈЕ

1. Др Горан Радивојац, ванредни професор, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, ужа научна област *Пословне финансије*, предсједник



2. Др Мирослав Тодоровић, ванредни професор, Економски факултет Универзитета у Београду, ужа научна област *Рачуноводство и пословне финансије*, члан



3. Др Дејан Микеревић, ванредни професор, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, ужа научна област *Пословне финансије*, члан

