

УНИВЕРЗИТЕТ У БАЊОЈ ЛУЦИ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ
НАСТАВНО-НАУЧНО ВИЈЕЋЕ БАЊА ЛУКА

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ
Универзитета у Бањој Луци

ПРИМЉЕНО: 12. 5. 2016			
ОРГ. ЈЕД.	БРОЈ	ПРИЛОГ	СРЕДСТВО
13/1	896	16	



ИЗВЈЕШТАЈ

*о оцјени урађене докторске тезе кандидата
 mr Тајане Сердар Раковић*

ПОДАЦИ О КОМИСИЈИ

На основу члана 149. Закона о високом образовању („Службени гласник Републике Српске“, бр. 73/10, 104/11, 84/12, 108/13 и 44/15), члана 54. Статута Универзитета у Бањој Луци и члана 20. Статута Економског факултета, Наставно-научно вијеће Економског факултета Универзитета у Бањој Луци, на V сједници одржаној 13.04.2016. године, донијело је Одлуку број: 13/3.660-V-5.3/16, о именовању Комисије за оцјену урађене докторске дисертације кандидата **mr Тајане Сердар Раковић** под насловом: „*Избор модела процјене вриједности предuzeћа у условима кризе и неактивног тржишта капитала*“.

Састав Комисије је слједећи:

1. Проф. др Драган Микеревић, редовни професор, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, ужа научна област *Пословне финансије*, предсједник;
2. Проф. др Горан Радивојац, ванредовни професор, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, ужа научна област *Рачуноводство и ревизија*, члан;
3. Проф. др Бранко Крсмановић, редовни професор, Факултет пословне економије Бијељина Универзитета у Источном Сарајеву, ужа научна област *Информационе науке (друштвени аспекти)*, члан.

Комисија је у предвиђеном року прегледала и оцијенила докторску дисертацију под наведеним насловом, те о томе Наставно-научном вијећу Економског факултета и Сенату Универзитета у Бањој Луци подноси следећи извјештај.

1. УВОДНИ ДИО ОЦЈЕНЕ ДОКТОРСКЕ ТЕЗЕ

Докторска дисертација кандидата мр Тајане Сердар Раковић, магистра економских наука, под насловом: „Избор модела процјене вриједности предузећа у условима кризе и неактивног тржишта капитала“ има 306 страница, од чега 266 страница чистог текста, компјутерски сложеног и форматираног, формата А4, прореда 1,25, маргина 2 см, осим лијеве 3,5 см, укупно 102.592 ријечи са 638.694 карактера, на 40 страница сажетак, преглед садржаја, списак коришћене литературе из 312 извора, списак скраћеница, списак са 28 хронолошких пописаних табела и 56 хронолошких пописаних графика и прилог (анкетни упитник).

Предметна докторска дисертација подијељена је на осам међусобно усклађених цјелина. У првој цјелини садржана су уводна разматрања у вези са темом докторске тезе, праћена са пет радних дијелова који чине теоријско-аналитички и емпиријски дио докторске тезе. Седми дио обухвата дискусију резултата истраживања, а посљедњи дио представља закључна разматрања. На крају рада дат је попис литературе, списак скраћеница, табела, графика и прилог.

Након Увода, који дефинише предмет, циљ, хипотезе и методе истраживања, наслови осталих поглавља предметне докторске дисертације су следећи:

1. Појмовно-концептуални аспекти вриједности предузећа;
2. Теоријско-методолошки инструментариј процењене вриједности предузећа;
3. Фактори од утицаја на избор одговарајућег приступа и метода процењене у условима неактивног тржишта капитала;
4. Приступи и методе процењене вриједности предузећа;
5. Емпиријско истраживање: процењена вриједности предузећа у Републици Српској;
6. Дискусија о резултатима истраживања;
7. Закључак.

Рад је у основи, садржајно и концептуално, компонован од следећих дијелова.

У уводном дијелу докторске тезе кандидат образлаже тему научног истраживања и представља актуелност, значај и погодност теме за истраживање. Даје се преглед

досадашњих истраживања из ове области. Јасно се дефинишу проблем, предмет, сврха и циљеви, хипотезе истраживања, као и методе којима се дошло до постављених хипотеза у раду. Дата је методологија истраживања и презентована структура докторске дисертације. Рад је структуриран тако да садржи увод, шест поглавља и закључак, који заједно представљају цјелину докторске тезе.

Прво поглавље се заснива на појмовно-концептуалним аспектима вриједности предузећа. Прво је дат осврт на појмовна разграничења вриједности и употребне вриједности, те су дефинисани сам појам и концепти вриједности, у складу са сврхом процјене. Кандидат детаљно анализира основне концепте вриједности нарочито се осврћући на фер тржишну и фер вриједност чији је однос и начин примјене од значаја на неактивном тржишту капитала. Затим су обрађени покретачи и кључни параметри вриједности предузећа: способност предузећа да оствари новчане токове, очекивана стопа раста, трошак капитала и период достизања стабилног раста. Детаљно су анализирани степен корелације између вриједности и (не)активности тржишта капитала. Кандидат разматра потешкоће у процесу процјене на неактивним тржиштима и недостатак кључних инпута, као и неатрактивност предузећа на овим тржиштима за инвеститоре што утиче на смањење вриједности предузећа у поређењу са активним тржиштима капитала. Ефекат ликвидности као кључна карактеристика неактивних тржишта капитала и њен утицај на вриједност предузећа анализирају се на крају поглавља.

Друго поглавље односи се на теоријско-методолошки инструментариј пројене вриједности предузећа. Даје се преглед историјског развоја праксе процјене вриједности предузећа и анализирају теорије вриједности предузећа: субјективна, објективна и функционална. Кандидат образлаже процесе који су се одвијали и утицали на прелазак са статичког на динамички концепт процјене, упоредо са развојем тржишта капитала. Потом се разматра регулаторни оквир процјене у Републици Српској, односно закони, директиве и уредбе, са освртом на одређена кључна питања у Европској унији које се тичу ове области. Анализирајући и тумачећи Међународне стандарде (MSV, MRS и MSFI) у функцији процјене вриједности предузећа, кандидат је спознао значај рачуноводствених и прописа из области вредновања за дефинисање и избор концепата вриједности, као и за одмјеравање и признавање појединачних ставки у процесу процјене вриједности. Напосљетку се даје приказ америчких, европских и међународних професионалних организација из области процјене.

У **трећем поглављу** обрађују се фактори од утицаја на избор одговарајућег приступа и метода процјене у условима неактивног тржишта капитала. Овдје је фокус на оцјени стања привредних кретања, тржишних ризика и курентне способности предузећа. Кандидат долази до спознаје о важности свих претходних анализа (предузећа, стања и кретања привреде, привредне гране и тржишта) да би

се стекла слика о окружењу у ком послује предузеће и његовим конкурентима што је битно ради одлучивања о примјени и избору метода процјене. Опсежно се разрађује квалитет финансијских извјештаја и креативно рачуноводство у финансијским извјештајима, посебно се осврћуји на сваки од финансијских извјештаја: биланс стања, биланс успјеха и извјештај о токовима готовине. У оквиру анализе финансијских извјештаја, кандидат проучава Међународне стандарде, те врши поређење са праксом у САД, односно указује на разлике између MRS/MSFI и америчких стандарда FAS и GAAP. Кандидат потом приступа разради финансијске анализе за потребе процјене, као важном алату за спознавање предности, снага и слабости предузећа које се процјењује. Посебна пажња је посвећена алтернативним моделима процјене у условима неподобности финансијских извјештаја за анализу. Наведено се огледа у прилагођавању ставки у финансијским извјештајима заснованих на аналитичкој процјени, искуству процјенивача, здраворазумском приступу и познавању рачуноводствених стандарда у циљу долaska до што објективнијег суда о вриједности предузећа.

Приступи и методе процјене вриједности предузећа тема су **четвртог поглавља**. Кандидат на почетку поглавља даје уопштен преглед приступа процјени вриједности предузећа, односно презентује карактеристике приносног, тржишног и трошковног приступа. Фокус приносног приступа је на методама заснованим на дисконтовању, где су детаљно обрађене: пројекција новчаних токова, пројекција дисконтне стопе, пројекција резидуалне вриједности те методе дисконтовања очекиваног нето новчаног тока, методе дисконтовања очекиваног добитка и EVA (економска дodata вриједност). Посебна пажња усмерена је на утврђивање дисконтне стопе где се обрађује бета као мјера систематског ризика, модели за утврђивање трошка сопственог капитала те просјечног пондерисаног трошка капитала. Потом су анализиране статичке приносне методе: капитализација стабилизованог нето добитка и капитализација новчаних токова. У оквиру тржишног приступа тема су метода мултипликатора на основу упоредних трансакција и метода мултипликатора на основу упоредивих предузећа. Трошковни приступ бави се методом вриједности нето имовине, методом капитализованог вишкадобити и методом ликвидационе вриједности. Потом се разрађују остале вриједности у трошковном приступу, књиговодствена и коригована књиговодствена вриједност. Кандидат је појаснио проблематику дисконата и премија у процјени вриједности предузећа с освртом на квантитативни модел утрживости дисконата.

Наредни дио поглавља тиче се прилагођених модела процјене вриједности предузећа. Обрађена је процјена вриједности предузећа која послују с губитком (са привременим или дугорочним проблемима), предузећа пред банкротом и предузећа која не котирају на тржишту капитала (приватна предузећа). Затим се фокус усмерава на предузећа на тржиштима капитала у развоју/неактивним тржиштима и

њима својствене моделе процјене: DCF модел са премијом за ризик земље укљученом у трошак капитала, DCF моделе са укљученим специфичним ризицима у новчани ток (стандартни модел и анализа сценарија вјероватноће) те релативну процјену. Кандидат на крају излагања о приносном, тржишном и трошковном приступу процјени вриједности обухвата и сумира предности и недостатке сваког од наведних приступа.

Пето поглавље посвећено је емпиријском истраживању, односно анализи процјене вриједности предuzeћа у Републици Српској. На почетку истраживања постављају се методолошки аспекти емпиријског истраживања, те даје теоретски оквир за модел истраживања. Слиједи операционализација варијабли кроз теоријску анализу из које су екстраховане основне подваријабле и индикатори. Након осврта на методе и инструменте истраживања, кандидат прелази на резултате истраживања. У уводном дијелу прегледа резултата урађена је компаративна анализа процјена вриједности предuzeћа у Републици Српској и започета анализа резултата истраживања на основу анкетног упитника. Остали дио разраде резултата из анкетног упитника односи се на тестирање истраживачких хипотеза. Након детерминисања квантитативних и квалитативних фактора кључних за доказивање постављених хипотеза, кандидат користи статистичку анализу у тестирању помоћних хипотеза, а логичним слиједом и основне хипотезе.

Шесто поглавље представља дискусију о резултатима истраживања. Кандидат сумарно презентује и коментарише резултате до којих се дошло у истраживању и упоређује их са резултатима других емпиријских истраживања и анализама релевантних аутора. Кандидат износи свој став у вези са проблемом истраживања, односно избором модела за процјену вриједности у условима кризе и неактивног тржишта капитала да би се дошло до реалне вриједности предuzeћа. Значајно је што се потврђује постојање корелације између избора метода процјене и висине процијењене вриједности, с тим што неактивно тржиште неоспорно одређује извор и примјену одређених метода и концепата вриједности. Кандидат је утврдио значајну заинтересованост процјењивача за примјену прилагођаних DCF модела будући да процјена вриједности предuzeћа на неактивним тржиштима капитала носи бројне додатне проблеме и ризике. Потом се на крају поглавља наводе ограничења спроведеног истраживања, те предлажу правци даљих истраживања.

У **седмом дијелу** представљена су закључна разматрања. Кандидат је на свеобухватан, концизни и језгровит начин изложио синтезу свих релевантних спознаја и научних чињеница изнесених у дисертацији, којима су доказане главна и помоћне хипотезе. Сви закључци су образложени.

2.УВОД И ПРЕГЛЕД ЛИТЕРАТУРЕ

Сврха истраживања јесте научно сагледавање и повезивање свих кључних детерминанти и фактора који утичу на вриједност предузећа како би се расвијетлила проблематика избора модела за процјену у условима кризе и неактивног тржишта капитала. Истраживање исходује утврђивањем на који начин се прилагођени модела процјене могу примјенити за превазилажење проблема у процјенама предузећа на у кризи и на неактивним тржиштима капитала.

Кандидат је кроз рад успјешно дао одговор на постављени *проблем истраживања*, који је гласио:

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

Циљеви истраживања огледају се у утврђивању којим се од постојећих модела за процјену вриједности може утврдити реална вриједност предузећа на неактивном тржишту капитала и у кризи. Са ширењем тржишта, глобалним кретањима у свјетској економији, трендовима у области финансијског управљања и пословног права извјесно је да досадашњи стандардни модели процјене траже испитивање, уз отклањање недостатаца и активно унапређење. Проблеми које се јављају у процјенама вриједности на неактивном тржишту капитала одражавају се на сваки корпоративни сектор, а тиме и на цјелокупну привреду земље. Најчешће грешке у процјенама везују се за изостављање дефинисања сврхе и концепата на којима се процјена заснива, те неконзистентности у примјени одређених модела процјене. У пракси, стандардни модели за процјену вриједности предузећа која послују у условима кризе и с губицима нису адекватни, нити се врши темељна анализа свих кључних параметара вриједности предузећа. На основу претходне анализе и опсежног прегледа досадашњих истраживања (Copeland, Koller & Murrin, 2000; Damodaran, 2012; Fernández, 2011; Grabowski, 2005; Higgins, 2009; Koller, Goedhart & Wessels, 2010; Pereiro, 2002; Pratt, 2009; Roll, 2005; Ross et al., 2012, и др.), за превазилажење проблема у процјенама на неактивним тржиштима капитала, кандидат образлаже прилагођене моделе процјене, засноване на методи дисконтованих новчаних токова: DCF модел са премијом за ризик земље укљученом у трошак капитала и DCF моделе који специфичне ризике укључују у новчане токове (стандардни модел и модел са анализом сценарија вјероватноће).

На основу изложеног, кандидат издваја основни и споредне циљеве истраживања. Основни циљ истраживања је:

- * долажење до модела за процјену вриједности који показује најбоље резултате уважавајући проблеме са којима се суочавају предузећа и услове пословања (неактивно тржиште капитала, текућа криза, непостојање рејтинг

агенција, недостатак неопходних инпута у анализи и сл.);

Из основног произилазе и споредни циљеви истраживања:

- * утврђивање веза између изабраног модела и вриједности предузећа;
- * утврђивање интензитета веза између изабраног модела и процијењене вриједности;
- * утврђивање да стандардни модели за процјену вриједности примјенљиви на 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, те примјене дисконта за недостатак контроле и дисконта за недостатак утрживости код вриједности мањинских акционара;
- * анализу контролних премија и дисконата за недостатак контроле и недостатак утрживости у Републици Српској;
- * истраживање модела за процјену који се тренутно користе у Републици Српској, њихових предности и недостатака;
- * изналажење рјешења за недостатке постојећих модела и давање приједлога за примјену прилагођених модела у пракси (DCF модели са укљученим специфичним ризицима у новчани ток и DCF модел са премијом за ризик земље укљученом у трошак капитала, уз анализу узрока проблема);
- * утврђивање начина на који информације добијене примјеном прилагођених модела могу да се употребије за превазилажење проблема у предузећу и доношење стратешких одлука.

Главна хипотеза гласи: Избор модела процјене директно утиче на висину процијењене вриједности предузећа. Примјена DCF модела са укључивањем специфичних ризика у новчане токове или у дисконтну стопу уз анализу узрока проблема даје најбоље резултате при процјени вриједности предузећа у условима кризе и неактивног тржишта капитала.

Кандидат у раду полази од, у савремено доба прихваћеног, субјективног становишта вриједности по ком не постоји једна апсолутно тачна или права вриједност. Важна чињеница која се узима у обзир јесте да сврха процјене вриједности и избрани концепт вриједности на неактивним тржиштима одређују поступак процјене, али и коначну вриједност предузећа. Два стандардна проблема који се јављају у случају неактивних тржишта су непостојање или ирелевантност тржишних цијена било за дуг, било за сопствени капитал и неажурирани

финансијски извјештаји који садрже мање важних детаља и више пропуста. У оваквим условима фер тржишна вриједност као основни концепт вриједности у процјени предuzeћа не може да се користи на исти начин као на активним тржиштима капитала. Поред тога, неактивно и неликвидно тржиште знатно отежава коришћење концепта фер вриједности, те се тада користе модели процјене - нивои II и III за утврђивање фер вриједности. Тада је од велике важности за сам поступак процјене управо сврха процјене вриједности предuzeћа.

Са тог полазиша формулисане су главна и помоћне хипотезе. Кроз *прву помоћну хипотезу* кандидат је дескриптивном статистиком и статистичким закључивањем преко χ^2 теста доказао да промјене инпута у моделу дисконтованих будућих новчаних токова утичу на висину процијењене фер тржишне вриједности. Резултати показују да се у највећем броју случајева уочава највећи степен корелације између детерминанти DCF модела и резултата процјене вриједности. Поред новчаних токова, дисконтна стопа се сматра инпутом чија промјена драстично утиче на висину процијењене вриједности предuzeћа. Оваква опредијељеност ка формирању релевантне дисконтне стопе одражава схватање важности детерминанти модела DCF за резултат процјене.

Друга помоћна хипотеза показује да модел дисконтованих новчаних токова код процјене вриједности за исход има различите процијењене вриједности контролног и мањинског интереса предuzeћа. Кандидат је доказао да постоји велика зависност између ставова у смислу да испитаници који су процјењивали вриједност контролног интереса, процјењивали су и вриједност мањинског интереса, али и обрнуто. Резултати статистичке анализе недвосмислено указују на то да примјена контролне премије и дисконата има за резултат различите процијењене вриједности за већинске и мањинске акционаре.

У *трећој помоћној хипотези* се доказује да метод ликвидационе вриједности не мијења фер тржишну вриједност већ има улогу контролног параметра као индикатора минималне процијењене вриједности предuzeћа. Статистичко тестирање доказује да се ликвидациона вриједност као концепт користи веома често, само нешто мање од фер, тржишне и кориговане књиговодствене вриједности што одражава њен значај у пракси. Код испитивања утицаја сврхе на примјену концепата, ликвидациона вриједност је у првој категорији где је овај однос означен као веома битан, те произилази да ликвидациона вриједност има третман као и основни концепти вриједности у процјенама - фер вриједност и тржишна вриједност, те да се примјењује и код предuzeћа под претпоставком трајности пословања, чиме је хипотеза доказана.

Четврта помоћна хипотеза гласи да је тржиште капитала у Републици Српској неактивно и недовољно развијено. У циљу утврђивања стања на тржишту капитала у земљи, кандидат је извршио анализу коришћених метода чија се учесталост

примјене доводи у везу са стањем на тржишту капитала у земљи. У процјенама вриједности у пракси уочава се доминантност трошковних метода. Статистичким тестирањем је доказано да тржиште капитала у Републици Српској одликују све карактеристике неактивности, с тим што је различит степен очитовања поједињих аспеката. С обзиром на слабу заступљеност тржишних метода, велики степен коришћења концепата вриједности везаних за трошковне методе, недостатке у примјени приносних метода који се очитују у недовољно конкретном дефинисању инпута, као и присутне аспекте неликвидности, прихваћена је четврта помоћна хипотеза.

Тестирање главне хипотезе, поред индиректног тестирања преко помоћних хипотеза, извршено је и директно преко статистичке анализе. Анализа доказује да тржишне методе не резултирају најбољом процијењеном вриједношћу предузећа у условима неактивног тржишта капитала. Такође, тржишне цијене акција на неактивном тржишту капитала нису мјерило фер вриједности предузећа. Неактивност тржишта капитала утицаје и на примјењене концепте и методе вриједности, али и на висину вриједности акција односно вриједности самог предузећа. Напосљетку, очигледно је да на неактивном тржишту капитала, методе процјене захтијевају одређена прилагођавања. У Републици Српској се у највећој мјери користе трошковне методе па потом методе приносног приступа и тек напосљетку тржишне методе. Коришћени концепти као што су фер и коригована књиговодствена вриједности које доминирају такође одражавају стање на тржишту капитала. Доказано је да постоји свијест о томе да многи модели који су у употреби нису прилагођени неактивном тржишту капитала и да је у таквим условима потребно укључити специфичне ризике било у новчане токове било у дисконтну стопу. Испитаници су показали веома велики степен интересовања за прилагођене моделе процјене и њихову примјену у циљу утврђивања реалне вриједности предузећа у условима неактивног тржишта капитала. Из свега овог, утемељења на теоријским спознајама као и чињенице да су све четири помоћне хипотезе доказане, кандидат потврђује и главну хипотезу.

Преглед релевантне литературе указује на чињеницу да је кандидат користио релевантну литературу која је везана за проблем истраживања и у раду наводи 312 библиографских јединица. У литератури се налазе новија, али и класична теоријска истраживања вриједности предузећа, неактивности и неликвидности тржишта капитала, утврђивања дисконтне стопе, процјене вриједности предузећа те емпиријска истраживања водећих институција: IASB, ASA, FASB, IVSC, IFAC, IACVA, Morningstar-а и сл. која су актуелна и релевантна за постављени предмет истраживања и испитивање постављених хипотеза. Литература је коректно у раду наведена и цитирана.

3. МЕТОД РАДА И ПРИМИЈЕЊЕНА ИСТРАЖИВАЊА

Рад се заснива на теоријско-аналитичком и емпиријском приступу, кроз анализу различитих и мултидимензионалних фактора везаних за проблематику процјене вриједности предузећа у условима кризе и неактивног тржишта капитала. Примјењене методе су адекватне, довољно тачне и савремене, имајући у виду свјетска достигнућа у области која се истражује.

Методе синтезе и анализе које доприносе дубљем схватању проблема и предмета истраживања, објашњењу правилности и законитости, коришћене су у теоријском дијелу истраживања, приликом описивања и повезивања аналитичких појмова и сазнања о предмету истраживања. Надаље, метода индукције користи се за формирање мишљења и изношење општих тврђњи, док се метода дедукције користи за извођење конкретних спознаја о вриједности и процјени вриједности предузећа. У раду се уочавају елементи методе класификације у процесу класификовања појава које су предмет истраживања и одређивања њиховог мјеста у оквиру других појава.

За емпиријски дио истраживања веома су значајне методе спецификације и генерализације, методе апстракције и конкретизације, те метода доказивања која је од важности код тумачења резултата анкетног упитника и доношења закључака. Метода моделирања има за циљ да се што тачније и дубље спозна предмет истраживања, постављањем модела као идеализованог одраза стварности. Компаративна анализа је коришћена код упоредних процјењених вриједности предузећа из Републике Српске те у анализи коришћених концепата вриједности у овим процјенама: књиговодствене, кориговане књиговодствене, приносне, тржишне, имовинске и ликвидационе вриједности.

Статистичке методе коришћене у раду прилагођене су методама прикупљања и обраде података и њиховим карактеристикама. Методе су изабране с обзиром на специфичност теме истраживања, неизбјежну субјективност у процјенама, немогућност повезивања резултата више процјена због различитих коришћених концепата и сврха за које су сачињене, те потешкоће у процјени предузећа на неактивном тржишту капитала, имајући у виду теоријска сазнања и закључке других научних истраживања. Коришћене методе су из области корелационе анализе, дескриптивне статистике - пропорције и графичко приказивање података и статистичког закључивања - χ^2 тест, који је посебно погодан за квантификовање и обраду података те извођење поновних квалитетитивних закључака. Наведеним методама се показује узрочно-посљедична веза у оквиру постављених

хипотетичких тврђњи, те доказује оправданост истих.

Циљ статистичког тестирања у емпиријском дијелу истраживања јесте утврђивање везе и између изабраног модела и вриједности предузећа те утврђивање да општи модели за процјену вриједности примјенљиви на активним тржиштима не могу без прилагођавања да се примијене на неактивним тржиштима капитала. Прикупљање података извршено је поштујући принцип репрезентативности, методом анкетног упитника с карактеристикама квантитативног и квалитетативног истраживања и компаративном анализом резултата процјена вриједности предузећа из Републике Српске. Обрада прикупљених података интерпретирана је примјеном статистичких софтвера који одговарају потребама истраживања. Обраћени подаци јасно су приказани, анализирани и тумачени у сврху тестирања хипотеза те добијања информација потребних за коначна разматрања и закључке проведеног истраживања.

4. РЕЗУЛТАТИ И НАУЧНИ ДОПРИНОС ИСТРАЖИВАЊА

Резултати истраживања су изложени логичким редослиједом, јасно су графички и табеларно представљени, правилно и логично тумачени. У опису налаза истраживања кандидат испољава довољно критичности. Резултати су представљени на такав начин да се истраживање може поновити. Резултати истраживања су кроз дискусију поређени са резултатима других аутора који су обавили слична истраживања и највећим дијелом дисертација је конзистентна са резултатима других аутора. Анализа недовољно истражене везе између коришћених концепата, сврхе процјене, метода и неактивности тржишта, те корелације између висине вриједности предузећа и активности тржишта капитала, освјетљава бар у једној мјери могућности и кораке за побољшање стања у пракси процјене на неактивним тржиштима капитала.

Докторска дисертација указује на то да се у процјенама вриједности у пракси користе сва три приступа: приносни, тржишни и имовински, међутим, доминирају методе трошковног приступа. Значајан показатељ стања на тржишту капитала је што тржишне методе нису преовладавале као избор процјенице ни у једној од четири категорије процјена у зависности од сврхе процјене. Котиране цијене нису детерминантна фер вриједности на неактивном тржишту. Виши ниво значаја који се придаје трошковним у односу на тржишне методе као и доминантна примјена концепата фер вриједности и кориговане књиговодствене вриједности у односу на тржишну, уз присутне карактеристике неликвидности, свједоче о неактивности тржишта капитала у земљи. У таквим условима јавља се потреба за једном или више других метода као допуне или замјене за тржишне методе, при чemu прилагођени

модели најбоље могу да одговоре на захтјеве процјене на неактивним тржиштима капитала, у циљу утврђивања најрепрезентативније процјењене вриједности.

Кандидат је свеобухватно доказао да избор модела процјене директно утиче на висину процјењене вриједности предузећа те да примјена DCF модела са укључивањем специфичних ризика у новчане токове или у дисконтну стопу уз анализу узрока проблема даје најбоље резултате при процјени вриједности предузећа у условима кризе и неактивног тржишта капитала. Ово уједно представља и својевrstan оригинални научни допринос дисертације и спроведеног истраживања.

Представљена анализа у овој докторској дисертацији, уз синтезу досадашњих емпириских и теоријских истраживања из области вриједности, процјене вриједности и (не)активности тржишта капитала, резултирала је креирањем теоретског оквира модела у којем се оригиналност истраживања и допринос темељи на одабраној комбинацији фактора и варијабли, односима међу њима, те специфичном комбинацијом мјерних индикатора. Креирани теоријски модел представља узрочно-посљедичну повезаност варијабли и припадајућих индикатора, на чemu се заснива предност примјене прилагођених DCF модела у условима кризе и неактивних тржишта капитала. Практични допринос огледа се у ефектима утврђивања зависности између прилагођених модела за процјену и стратешких одлука, те идентификовању користи од познавања и примјене адекватних модела за процјену вриједности предузећа, а које ће имати власници и менаџери, процјењивачи, инвестициони пројектанти, и сл.

Кандидат научно и објективно доводи у везу све чиниоце предмета истраживања чиме су потврђене тврђење да неактивно тржиште капитала утиче на примјењене концепте вриједности и процјењену вриједност и захтијева прилагођавања метода. У складу с тим, постоји потреба за континираним едукацијама и продубљивању степена знања о појединим областима процјене, нарочито из области процјене већинског и мањинског интереса и примјене прилагођених DCF модела. DCF модел са укљученом премијом за ризик земље показује предност код процјена ради продаје улога иностраним инвеститорима, спајања, припајања или ако предузеће планира да изађе на међународно тржиште. DCF модели са анализом сценарија вјероватноће посебно су корисни на неактивним тржиштима капитала јер дозвољавају процјену вриједности предузећа у више сценарија, исходујући релевантном процјеном утемељеном на детаљној анализи инпута процјене и вјероватноће догађаја. На основу стечених теоријских и емпириских спознаја те спроведеног истраживања, представљени модели, њихова предност и искористивост на неактивним тржиштима капитала својевrstan су научни допринос у економској теорији и науци, што уједно представља повод за даља истраживања у овој области.

5. ЗАКЉУЧАК И ПРИЈЕДЛОГ

Докторска дисертација кандидата мр Тајане Сердар Раковић представља цјеловиту и садржајну анализу проблематике вриједности и процјене вриједности предузећа, посебно у контексту кризе и неактивних тржишта капитала. Потреба за процјеном предузећа која котирају на неактивним односно тржиштима капитала у развоју постаје много значајнија како ова тржишта расту и постају све софистициранија. За превазилажење проблема у који се јављају у процјенама на неактивним тржиштима капитала, развијени су прилагођени модели процјене, засновани на методи дисконтованих новчаних токова. Прилагођени модели у том смислу дијеле се на оне које специфичне ризике неактивних тржишта укључују у дисконтну стопу (DCF модели са премијом за ризик земље укљученом у трошак капитала) и оне које специфичне ризике укључују у новчане токове (стандардни модел и модел са анализом сценарија вјероватноће).

Сам појам вриједности је широк, опсежан и апстрактан будући да варира у зависности од околности у којима предузеће послује, карактеристика у погледу ризика и очекivanе добити, као циљева власника предузећа. Истраживање је показало да процјена вриједности предузећа, а нарочито оних која послују на неактивним тржиштима капитала, захтијевају опсежну анализу свих кључних параметара вриједности и прилагођавање модела процјене имајући у виду узроке одређеног пословног резултата. Без утврђивања параметара вриједности као што су новчани ток, стопа раста, дисконтна стопа и период достизања стабилног раста, избора адекватног концепта вриједности, те поставке сврхе процјене није могуће приступити процјени вриједности предузећа.

Кроз рад кандидат је указао на велики утицај и значај (не)активности тржишта капитала на избор концепата, приступа, метода процјене, као и на саму процијењену вриједност, не губећи из вида саму сврху процјене. У складу са глобалним кретањима у свјетској економији, трендовима у области финансијског управљања и пословног права, кандидат посебно издваја предузећа која се налазе у кризи, а која се веома често сусрећу на тржиштима капитала у развоју. Избор метода процјене код ових предузећа слиједи након анализе стања у предузећу, привредној грани и на тржишту да би се процијенило да ли се ради о предузећу с привременим или оном с дугорочним проблемима (стратешким, оперативним и проблемима финансијског левериџа). Чак и код предузећа која послују с губитком може се користити DCF метода под претпоставком привремености проблема који су узроковали губитке. За предузећа која су у дубокој кризи, постоје двије варијанте за процјену: ликвидациони метода или модел call опција, где се вриједност сопственог капитала посматра као

call опција. Значајан допринос дат је у разматрању процјене приватних предузећа односно предузећа која не котирају на тржишту капитала, где је одлучујући фактор у процјени сврха процјене.

Резултати истраживања у Републици Српској показују да се знатно виши ниво значаја придаје трошковним у односу на тржишне методе, које не преовладавају нити у једној од категорија процјена у зависности од сврхе. У нашим условима, тржишне методе сматрају се мање или средње битним, те нема битне разлике у примјени једне или друге тржишне методе. На неактивним тржиштима капитала недостатак база података, нередовност трансакција и одступање тржишних од фер вриједности доводе до превисоке или прениске процјењене вриједности предузећа, што је и разлог ниског степена примјене тржишних метода на нашем тржишту. Генерално, у Републици Српској се највише користе трошковне методе, нарочито метода вриједности нето имовине, а потом и ликвидациона метода, што опет доказује неактивност тржишта капитала јер се трошковне методе намјенски користе у условима немогућности примјене тржишних метода и утврђивања тржишних цијена. Приносном приступу који се сматра средиштем теорије процјене вриједности предузећа придаје се велики значај у процјенама имајући у виду да тржишне трансакције не могу да обезбиједе релевантан емпиријски доказ вриједности уколико не постоји активно тржиште капитала. Важност приносних метода огледа се и у чињеници да се највиши степен важности придаје управо методи дисконтовања новчаних токова на којој почивају прилагођени DCF модели.

Иако прилагођени модели засада нису значајније заступљени у процјенама, што би било за очекивати јер су намијењени за тржишта капитала у развоју, постоји велики интерес за њихову свеобухватнију примјену. Из овог разлога истиче се неопходност примјене специфичних и високо специјализованих знања из области процјене, што значи да је потребно повећати ниво знања везан за прилагођене моделе и пружити потребне информације процјењивачима како би се ови модели шире примјењивали у процјенама.

Полазећи од резултата истраживања спроведених у оквиру докторске тезе изводи се закључак да је полазна хипотеза потврђена. Резултати до којих је кандидат дошао одражавају стање у процјењивачкој професији у Републици Српској, детектују проблеме који се јављају при процјенама и изазове неодвојиве од праксе процјене у условима кризе и неактивног тржишта капитала. Евидентно је да је у случају неактивних тржишта процјена вриједности много комплекснија и мање прецизна због недостатка кључних инпута, а и сама вриједност предузећа је из разлога нетранспарентности и недоступности информација и других својствених ризика нижа него што би била на активним тржиштима капитала. Међутим, ако се води рачуна о одлучујућим факторима те примјени одговарајућих метода, ови проблеми могу се превазићи. На основу анализе емпиријских података кандидат је указао на

чињеницу да предложени прилагођени DCF модели који узимају у обзир узроке проблема у предузећу, сврху процјене, неактивност тржишта капитала и макроекономску ситуацију имају за исход реалну односно најрепрезентативнију вриједност у распону разумних процјена фер вриједности. Због утицаја интеграције свјетског тржишта и потребе за међународним поређењима, прилагођени модели за процјену вриједности предузећа доказују свој неупитан и растући значај на неактивним тржиштима капитала.

С обзиром на наведено, Комисија

Предлаже

Научно-наставном вијећу Економског факултета у Бањој Луци да прихвати овај извјештај и одобри јавну одбрану докторске дисертације кандидата mr Тајане Сердар Раковић, магистра економских наука, под насловом: „Избор модела процјене вриједности предузећа у условима кризе и неактивног тржишта капитала“.

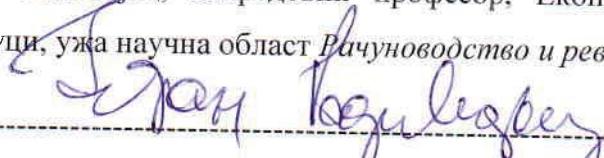
Бања Лука, 10.05.2016. године

ПОТПИС ЧЛАНОВА КОМИСИЈЕ

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



2. Проф. др Горан Радивојац, ванредовни професор, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, ужа научна област *Рачуноводство и ревизија*, члан



3. Проф. др Бранко Крсмановић, редовни професор, Факултет пословне економије Бијељина Универзитета у Источном Сарајеву, ужа научна област *Информационе науке (друштвени аспекти)*, члан

