



ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ
Универзитета у Бањој Луци

ПРИМЉЕНО: 21.5.2021			
ОРГ. ЈЕД.	БРОЈ	ПРИЛОГ	ВРЕМЕНОСТ
13/1	602	21	

ИЗВЈЕШТАЈ
*о оцјени подобности теме, кандидата и ментора за израду докторске
дисертације*

I ПОДАЦИ О КОМИСИЈИ

Орган који је именовао комисију: Економски факултет Универзитета у Бањој Луци

Датум именовања комисије: 14.4.2021. године

Број одлуке: 13/3.440-VI-6.2/21

Састав комисије:

1.	Др Срђан Лалић	Ванредни професор	Рачуноводство и ревизија
	Презиме и име	Звање	Научно поље и ужа научна област
	Факултет пословне економије у Бијељини		Предсједник
	Установа у којој је запослен-а		Функција у комисији
2.	Др Дејан Јакшић	Редовни професор	Рачуноводство и ревизија
	Презиме и име	Звање	Научно поље и ужа научна област
	Економски факултет у Суботици		Члан
	Установа у којој је запослен-а		Функција у комисији
3.	Др Кристина Мијић	Доцент	Рачуноводство и ревизија
	Презиме и име	Звање	Научно поље и ужа научна област
	Економски факултет у Суботици		Члан
	Установа у којој је запослен-а		Функција у комисији

II ПОДАЦИ О КАНДИДАТУ

1. Име, име једног родитеља, презиме: Драган (Синиша) Јањић
2. Датум рођења: 19.10.1989. год Мјесто и држава рођења: Бања Лука, Република Српска, БиХ

II.1 Основне студије

Година уписа: Година завршетка Просјечна оцјена током студија:
Универзитет: Универзитет у Бањој Луци
Факултет/и: Економски факултет
Студијски програм: Економија, (смјер: Рачуноводство и ревизија)
Звање: Дипломирани економиста

II.2 Мастер или магистарске студије

Година уписа: Година завршетка Просјечна оцјена током студија:
Универзитет: Универзитет у Бањој Луци
Факултет/и: Економски факултет
Студијски програм: Финансије, банкарство и осигурање, (смјер: Рачуноводство и ревизија)
Звање: Магистар економије
Научна област: Пословне финансије
Наслов завршног рада: „Могућност примјене модела вредновања капиталне имовине приликом одређивања цијene властитог капитала код предузећа“

II.3 Докторске студије

Година уписа:
Факултет/и: Економски факултет
Студијски програм: Економија, (модул: Пословне финансије, банкарство и осигурање)
Број ЕЦТС до сада остварених: Просјечна оцјена током студија:

II.4 Приказ научних и стручних радова кандидата

P. бр.	Аутори, наслов, издавач, број страница	Категорија ¹
1.	Janjić, D., <i>Mogućnost primjene portfolio teorije na tržištima kapitala Srednje i Jugoistočne Evrope</i> , Financing 03/13, Banja Luka, 2013, str. 53-64, UDK 336.763.1:330.14(4) 10.7251/FIN1303053J.	Друга
<p><i>Кратак опис садржине:</i> Развој портфолио теорије започео је Harry Markowitz још почетком 50 – их година 20. вијека, објављивањем чланка под називом "Портфолио селекција" и као таква, портфолио теорија се налази у самом средишту економске и финансијске теорије и праксе. Harry Markowitz је 1990. године за достигнућа из области економије, као и за допринос развоју економске теорије добио Нобелову награду за економију. Све до 70-их година прошлог вијека, добар инвестициони портфолио је чинио инвеститори на располагању имају велики избор различите активе, на основу које могу да конструишу веома сложене портфолије хартија од вриједности. Један од проблема са средстава која ће бити инвестирана у квалитетне хартије од вриједности тј. одабир и креирање оптималног портфолија хартија од вриједности. Познавање и разумјевање портфолио теорије помаже инвеститорима да формирају оптимални портфолио хартија од вриједности, где ће остварити одговарајући принос уз утврђен ризик који се мјери стандардном девијацијом.</p> <p>Кроз овај рад биће приказана примјена портфолио теорије на тржиштима капитала средње и југоисточне Европе. У ту сврху, користили смо податке са тржишта капитала и посматрали индексе четири берзе (Бањалучка берза, Београдска берза, Загребачка берза и Будимпештска берза). Кључни проблем истраживања јесте: да ли се портфолио теорија може примјењивати на тржиштима капитала средње и југоисточне Европе? Након дефинисаног проблема истраживања, долазимо до главне тврдње овог рада: портфолио теорија се може примјењивати на тржиштима капитала средње и југоисточне Европе.</p> <p>Рад припада проблематици докторске дисертације: ДЈЕЛИМИЧНО</p>		

P. бр.	Аутори, наслов, издавач, број страница	Категорија
2.	Janjić, D., <i>Primjena CAPM modela prilikom određivanja cijene akcijskog kapitala u Republici Srpskoj</i> , Acta Economica 19, Ekonomski fakultet, Banja Luka, 2013, str. 253-280, DOI:10.7251/ACE1319223S.	Прва
<p><i>Кратак опис садржине:</i> CAPM (Capital Asset Pricing Model) или модел вредновања капиталне активе развили су Vill Shape, John Lintneri Jan Mossion почетком 60 – их година 20. вијека, на бази ранијих радова Harry Markowitz-а и као такав, модел се налази у самом средишту економске теорије и савремених финансија. Као модел, први пут га је представио Vill Shape, који је 1990. године добио Нобелову награду за економију. Овај модел вредновања капиталне активе омогућава инвеститорима прецизно предвиђање односа између ризика и приноса, одговарајућег финансијског инструментна и користи се у три битне сврхе. Као прво, омогућава инвеститорима да израчунају очекивану стопу</p>		

¹ Категорија се односи на оне часописе и научне скупове који су категорисани у складу са Правилником о публиковању научних публикација („Службени гласник РС“, бр. 77/10) и Правилником о мјерилима за остваривање и финансирање Програма одржавања научних скупова („Службени гласник РС“, бр. 102/14).

приноса одговарајућег финансијског инструмента. Као друго, CAPM модел нам помаже да одредимо цијену акција приликом иницијалне јавне понуде. Трећа употреба CAPM модела се односи на одређивање цијене акцијског капитала, као властитог извора финансирања предузећа.

Иако модел није емпириски потврђен и подложен је критикама поједињих аутора, његова примјена је широка, искључиво због прецизног одређивања односа између ризика и приноса поједињих финансијских инструмената и доволне тачности за многе важне примјене.

Рад припада проблематици докторске дисертације: ДА

Р. бр.	Аутори, наслов, издавач, број страница	Категорија
3.	Janjić, D., <i>Banjalučka berza: kritički osvrt na tržište kapitala Republike Srpske</i> , Finrar 10/13, Banja Luka, 2013, str. 61-66, UDK: 336.763.1:330.14(497.6RS)	Научно-стручни часопис CPPPC

Кратак опис садржине: Тржиште капитала представља тржиште на коме се врши трговина хартијама од вриједности чији је рок достијећа дужи од годину дана. Према томе, оно је изричito оријентисано на капиталне инвестиције које трају дуже од једне године, али остварују и знатно веће приходе. Улагање на тржиште капитала омогућује инвеститорима да остварују веће стope приноса, али је и ризик те инвестиције већи. Тржиште капитала се уобичајно дијели на: тржиште дугорочним дужничким хартијама од вриједности, тржиште власничким хартијама од вриједности и тржиште финансијским дериватима (које је карактеристично за развијенија тржишта капитала). Сходно томе, тржиште капитала је један од највећих генератора привредног развоја државе. У фокусу интересовања овог рада је тржиште капитала Републике Српске. За ефикасност, развој и функционисање тржишта капитала Републике Српске, заинтересовани су разни учесници на финансијском тржишту Републике Српске. У првом реду то је Влада Републике Српске, која емитује дугорочне обvezнице како би финансирала буџетски дефицит. Поред Владе Републике Српске, јединице локалне самоуправе врше емисију дугорочних обvezница како би финансирале капиталне пројекте, као што су нпр. школе, болнице, затвори итд. Такође, осигуравајуће компаније и инвестициони фондови, као најзначајнији институционални инвеститори у Републици Српској, заинтересовани су за функционисање, ефикасност и развој тржишта капитала Републике Српске. Поред њих, ту су и компаније које послују на територији Републике Српске, као и велике иностране компаније које имају стратешке планове на територији Републике Српске. Анализа тржишта капитала Републике Српске, заснована је на анализи података преузетих са Бањалучке берзе. У оквиру анализе тржишта капитала Републике Српске, кориштени су сљедећи параметри: промет, тржишна капитализација и кретање референтног берзанског индекса (БИРС). Резултати анализе тржишта капитала Републике Српске би требали бити од користи како студентима, тако и академским истраживачима, теоретичарима и свим учесницима на финансијском тржишту Републике Српске.

Рад припада проблематици докторске дисертације: ДЈЕЛИМИЧНО

Р. бр.	Аутори, наслов, издавач, број страница	Категорија
4.	Janjić, D., <i>Procjenjivanje tržišne vrijednosti opcija primjenom binognog modela</i> , Financing 01/14, Banja Luka, 2014, str. 45-51, DOI: 10.7251/FIN1401045J.	Друга

Кратак опис садржине: Опције су изведене хартије од вриједности, односно финансијски инструмент чија се вриједност изводи из вриједности основне активе и представљају

својеврstan облик контингентних (условних) права на друге облике активе. Опције представљају финансијске деривате које свом власнику дају право, али не и обавезу да купи или прода одговарајући активу по унапријед уговореној цијени до тачно одређеног датума у будућности. Први почеци развоја послова са опцијама везани су за 20-te године деветнаестог вијека, када су се на Лондонској берзи обављали послови који су по својим карактеристикама слични пословима са опцијама. Средином 20. вијека на Чикашкој робној берзи развијен је систем робних опција. За разлику од робних опција финансијске опције су новијег датума, а прва трговина финансијским опцијама организована је у априлу 1973. године у Чикагу. Данас, финансијске опције постају све популарније у пракси, јер се њихово учешће у обиму трговања сваким даном повећава. Процес вредновања опција је један од највећих изазова савремених финансија. Основни проблем вредновања опција као изведенih хартија од вриједности, јесте тај што се вриједност опције одређује на основу тржишне цијене основне активе у моменту закључивања уговора, а не кроз процес дисконтовања, као што је то случај са основним хартијама од вриједности (акције, обвезнице итд). Проблемом вредновања опција бавили су се различити аутори и експерти финансијске теорије и праксе, као што су нпр. Fischer Black, Myron Scholes, Robert C. Merton итд. Неки од ових аутора су за допринос развоју финансијске теорије и праксе добили Нобелову награду за економију.

У пракси постоје различити модели вредновања опција. Неки од најпознатијих су: биномни модел, Black-Sholes-ов модел, а пред ових модела вредновања опција постоје и модел заснован на скоковитим процесима и Мертонов модел. Кроз овај рад ће бити приказан биномни модел приликом вредновања опција, као и његове основне карактеристике, те његова примјена у пракси.

Рад припада проблематици докторске дисертације: ДЈЕЛИМИЧНО

Р. бр.	Аутори, наслов, издавач, број страница	Категорија
5.	Janjić, D., <i>Praktični okvir Blek-Šolsovog modela vrednovanja evropske kolopciјe: ekonomski i matematička interpretacija</i> , Acta Economica 21, Ekonomski fakultet, Banja Luka, 2014, str. 141-162, DOI: 10.7251/ACE1421141J	Прва

Кратак опис садржине: Још 1973. године и објављивањем рада под називом „одређивање цијене опција и корпоративних обавеза (енгл. The Pricing of Options and Corporate Liabilities)“, Блек Фишер и Мајрон Шолс су наравили револуцију у свијету финансија. Дакле, они су развили модел за вредновање опција познатији као Блек-Шолсов модел и као такав, модел се данас налази у самом средишту економске теорије и савремених финансија. Такође, неопходно је истаћи и рад Роберта Мертона који је дао математичко објашњење датог проблема. За допринос развоју економске теорије Мајрон Шолс и Роберт Мертон су 1997. године добили Нобелову награду за економију, док Блек Фишер није добио заслужену Нобелову нагарду због смрти 1995. године. Блек-Шолсов модел вредновања опција омогућава инвеститорима да стекну увид у разне тржишне процјене у виду волатилности цијене акција. Са друге стране, познавање и разумјевање Блек-Шолсовог модела омогућава инвеститорима да ефикасно управљају ризиком, што ће у многоме допринјети перформансама и развоју њиховог инвестиционог портфолија. Међутим, иако постоје разна оспоравања и критике од стране групе аутора везане за Блек-Шолсов модел вредновања опција, његова примјена у пракси је широка, јер Блек-Шолсов модел не полази од чињенице колико су претпоставке на којима се темељи одрживе у пракси, него од тога колико је моћ предвиђања самог модела.

Рад припада проблематици докторске дисертације: ДЈЕЛИМИЧНО

Р. бр.	Аутори, наслов, издавач, број страница	Категорија
6.	Janjić, D., <i>Fundamentalna analiza i funkciji vrednovanja akcija preduzeća u Republici Srpskoj</i> , Finrar 5/15, Banja Luka, 2015, str. 67-72, UDK 334.724: 347.728.268 (497.6 RS)	Научно-стручни часопис CPPPC

Кратак опис садржине: Настанак фундаменталне анализе се везује за 1934. годину, када су Benjamin Graham и David Dodd објавили рад под називом Анализа хартија од вриједности (енгл. Security Analysis). Од тада па до данас, фундаментална анализа је остала главни и основни дио традиционалне, званичне, односно научно потврђене финансијске анализе. Фундаментална анализа се односи на утврђивање праве - интринзичне вриједности акције, при чему се користе пројене о будућим приходима и дивидендама, као и пројене о будућим каматним стопама и ризику. То имплицира да на тржишту увијек постоје прецијењене и потцијењене хартије од вриједности, а основни циљ фундаменталне анализе јесте идентификација слабости тржишта у смислу тражења потцијењених хартија од вриједности.
Данас на тржишту постоје бројне добро информисане фирме које троше огромна средства на истраживања тржишта у циљу проналажења потцијењених хартија од вриједности. У таквој конкуренцији је јако тешко открити податке до којих други аналитичари већ нису дошли. Према томе, фундаментална анализа полази од тога да ће само најспособнији финансијски аналитичари бити награђени!

Рад припада проблематици докторске дисертације: ДА

Р. бр.	Аутори, наслов, издавач, број страница	Категорија
7.	Radivojac, G. i Janjić D., <i>Adekvatnost funkcionisanja berzanskog sistema trgovanja na nerazvijenim finansijskim tržištima</i> , Zbornik radova 11. Međunarodnog simpozijuma o korporativnom upravljanju SRRRS, Teslić, 2016, str. 341-384, UDK 336.761	Зборник радова са научног скупа

Кратак опис садржине: У фокусу интересовања овог рада је финансијско тржиште Републике Српске. За ефикасност, развој и функционисање финансијског тржишта Републике Српске, заинтересовани су разни учесници. У првом реду то је Влада Републике Српске, која емитује дугорочне обvezнице како би финансирала буџетски дефицит. Поред Владе Републике Српске, јединице локалне самоуправе врше емисију дугорочних обvezница како би финансирале капиталне пројекте, као што су нпр. школе, болнице, затвори итд. Такође, осигуравајуће компаније и инвестициони фондови, као најзначајнији институционални инвеститори у Републици Српској, заинтересовани су за функционисање, ефикасност и развој финансијског тржишта Републике Српске. Поред њих, ту су и компаније које послују на територији Републике Српске, као и велике иностране компаније које имају стратешке планове на територији Републике Српске. Анализа функционирања берзанског система Републике Српске, заснована је на анализи података преузетих са Бањалучке берзе. У оквиру анализе функционирања берзанског система Републике Српске посматрали смо кретање референтног берзанског индекса - БИРС-а. Резултати ове анализе би требали бити од користи како студентима, тако и академским истраживачима, теоретичарима и свим учесницима на финансијском тржишту Републике Српске.

Рад припада проблематици докторске дисертације: ДЈЕЛИМИЧНО

P. бр.	Аутори, наслов, издавач, број страница	Категорија
8.	<p>Janjić, D., <i>Primjena modela vrednovanja kapitalne aktive u funkciji određivanja očekivanih prinosa preduzeća na tržištu kapitala Republike Srpske</i>, Acta Economica 24, Ekonomski fakultet, Banja Luka, 2016, str. 191-215, DOI: 10.7251/ACE1624191J.</p> <p>Кратак опис садржине: Примарни циљ сваког инвеститора (било да је индивидуални или институционални) приликом улагања у хартије од вриједности јесте да максимизира принос уз прихватљив ризик улагања. Такође, један од важнијих циљева инвеститора је да утврди адекватан однос између ризика и приноса, како би на најбољи начин креироао потребно направити разлику између оствареног и очекиваног приноса инвеститора. Остварен принос приликом улагања у хартије од вриједности представља историјски принос, који показује колико је инвеститор зарадио у прошлости на основу посједовања одговарајуће ХоВ. Очекивани принос се односи на будућност и он показује колико би инвеститор требао да заради у будућности по основу држаша одговарајуће хартије од вриједности. Основна разлика између оствареног и очекиваног приноса је та што се остварени принос односи на прошлост, а док се очекивани принос односи на будући временски преод. Један од највећих проблема за инвеститоре јесте да прогнозирају и израчунају очекивани принос улагања у ХоВ. Модел на основу којег се на најбољи начин јесте модел вредновања капиталне имовине (енгл. Capital Asset Pricing Model - CAPM). Кроз овај рад ће бити приказана примјена модела вредновања капиталне имовине на тржишту капитала Републике Српске. Дакле, у фокусу овог рада је израчунавање очекиваног приноса акција шеснаест предузећа чије акције котирају на Бањалучкој берзи, а које улазе у састав БИРС-а, примјеном модела вредновања капиталне имовине. Након израчунавања очекиваног приноса на акције предузећа чије акције котирају на Бањалучкој берзи, инвеститори у Републици Српској ће моћи да упреде да ли је предвиђени очекивани принос акције већи или мањи од „реалног“ приноса за утврђен ризик улагања.</p> <p>Рад припада проблематици докторске дисертације: ДА</p>	Права

P. бр.	Аутори, наслов, издавач, број страница	Категорија
9.	<p>Radivojac, G. i Janjić D., <i>Uticaj fundamentalnih pokazatelja poslovanja na kretanje cijena akcija preduzeća na Banjalučkoj berzi hartija od vrijednosti</i>, Zbornik radova 11. Kongresa SRRCG, Бећићи, 2016, str. 443-464.</p> <p>Кратак опис садржине: Финансијско тржиште је ефикасно ако тренутне тржишне цијене хартија од вриједности одражавају све ставове заинтересованих учесника на основу свих расположивих информација на одређеном простору и у одређеном временском тренутку. У финансијској литератури, често се тврди да је теорија о ефикасности финансијских тржишта, заправо, теорија рационалних очекивања примјењена на финансијско тржиште. У том смислу рационална очекивања одговарају оптималним предвиђањима на бази расположивих информација. На финансијском тржишту оптимална предвиђања се односе на елементе који могу утицати на цијену хартија од вриједности, а расположиве информације се односе на информације које се налазе у јавном оптицају, а тичу се елемената који могу утицати на цијену хартија од вриједности. Према томе, ефикасност је повезана са способношћу да сви учесници на финансијском тржишту добију релевантне информације о финансијској имовини којом се тргује. У таквој дефиницији, са аспекта ефикасности финансијског тржишта, под информацијама се подразумјева све релевантне поруке које смањују неизвјесност у</p>	Зборник радова

одлучивању. Према томе, релано је поставити сљедеће питање: да ли се и у којој мјери те релевантне информације одражавају на цијене хартија од вриједности? Тражећи одговор на то питање, покушали смо да испитамо ефикасност функционисања финансијског тржишта Републике Српске.

У фокусу интересовања овог рада јесте сљедећи истраживачки проблем: у којој мјери информације које су садржане у фундаменталним показатељима пословања утичу на кретање цијена акција предузећа на Бањалучкој берзи? Да би дали одговор на претходно постављено питање посматрали смо кретање цијена акција 19 (словима: деветнаест) предузећа која улазе у састав БИРС-а (од укупно 20 који улазе у његов састав) и кретање фундаменталних показатеља пословања, који су добијени анализом финансијског, приносног и имовинског положаја посматраних предузећа у периоду од 1.1.2011. до 31.12.2015. године. Резултати овог истраживања би требали бити од користи како студентима, тако и академским истраживачима, теоретичарима и свим учесницима на финансијском тржишту Републике Српске.

Рад припада проблематици докторске дисертације: ДА

Р. бр.	Аутори, наслов, издавач, број страница	Категорија
10.	Janjić D., <i>Vrednovanje konvertibilnih obveznica</i> , Zbornik radova 12. Međunarodnog simpozijuma o korporativnom upravljanju SRRRS, Teslić, 2017, str. 359-379, UDK 347.7:336.763.	Зборник радова са научног скупа

Кратак опис садржине: Инвестиције у нове технологије, ново постројење, опрему и слично, често захтијевају много новца, које предузеће треба да обезбједи. У неким случајевима, компаније успију да уштеде новац од зарада из претходног периода да би извршиле додатна улагања, али врло често средства морају да набаве од инвеститора, било да се ради о институционалном или индивидуалном инвеститору. Генерално посматрајући, новац који је неопходан за финансирање пројеката, предузеће може да обезбједи на два начина: позајмљивањем готовине или емитовањем нових акција. Инвестиције у нове технологије, ново постројење, грађевинске објекте, опрему и слично представљају инвестиције које имају дугорочан карактер (дугорочно везана имовина), те сходно важећим правилима финансирања, а да се не би угрозила финансијска стабилност предузећа, дугорочне инвестиције захтијевају и дугорочне изворе финансирања. Како би обезбједила дугорочне изворе финансирања за дугорочну везану имовину, предузећа врло често врше емисију дугорочних обvezница, неугрожавајући тиме финансијску стабилност у дугом року. Када предузећа врше емисију обvezница, она су дужна да плаћају фиксну камату до рока доспијећа и на крају отплату самог дуга (номиналну вриједност обveznice).

Све док компанија генерише довољно готовине, исплате везане за обvezнице су могуће и не представљају проблем. Међутим, постоје и околности у којима и најбоље реномиране светске компаније имају проблема у отплати свог дуга. Сходно томе, како би „олакшале“ своје финанасирање компаније се на неки начин могу финансирати и „опцијом“, односно уговором који његовом власнику даје право на куповину обичних акција за неки други финансијски инструмент у одређеном временском периоду. Конвертибилне обvezнице су хибридне хартије од вриједности и представљају управо такав финансијски инструмент који свом власнику даје опцију (могућност), да замјени обvezницу за одређен број обичних акција. Према томе, као такве, конвертибилне обvezнице представљају врло атрактиван извор финансирања за све компаније, посебно за компаније које имају велика капитална улагања. Такође, нека предузећа емитују конвертибилне обvezнице, јер сматрају да им је много јефтиније да се задуже помоћу

замјењивих дужничких хартија од вриједности, него емитовањем обичних дужничких хартија од вриједности. Сходно томе, конвертибилне обvezнице представљају и алтернативу обичним дужничким финансијским инструментима, а посебно су интересантне за компаније које имају високи раст, а које тренутно немају велике оперативне новчане токове.

У оквиру овог рада смо се бавили вредновањем конвертибилних обvezница. Вредновање конвертибилних обvezница је компликованији процес од вредновања обичних обvezница, јер подразумјева и вредновање обичне обvezнице и вредновање опције за конверзију. Конвертибилне обvezнице би у скорије вријеме могле да буду врло атрактиван финансијски инструмент на тржишту капитала Републике Српске, те ће тврђе, чињенице и резултати приказани у овом раду бити од користи како студентима, тако и академским истраживачима, теоретичарима и свим инвеститорима и другим учесницима на финансијском тржишту Републике Српске.

Рад припада проблематици докторске дисертације: ДЈЕЛИМИЧНО

Р. бр.	Аутори, наслов, издавач, број страница	Категорија
11.	Radivojac, G. i Janjić D., <i>Finansijska perspektiva Elektroprivrede Republike Srpke</i> , Zbornik radova 21. Međunarodnog kongresa računovodstvene i revizorske profesije u Republici Srpskoj, Teslić, 2017, str. 345-375, UDK 005.915:621.311(497.6 RS)	Зборник радова са научног скупа

Кратак опис садржине: Уобичајна асоцијација на термин „анализа финансијског стања“ која се поодовоано одомаћила у домаћој, па и страној економској теорији и пракси, понекад тражишире схваташе и објашњење. Да би се приступило анализи финансијског стања потребно је извршити увид у финансијске извештаје предузећа за посљедњих три до пет година. Добијене информације из финансијских извештаја о финансијском, имовинском и приносном положају, поред тога што представљају основу за доношење стратешких пословних одлука од стране различитих интересних група (инвеститора, менаџера, власника, државе итд.), показују и ране сигнале угрожености сталности пословања ентитета.

Сходно томе, наш рад се бави дијагностиковањем финансијског стања и успјеха зависних предузећа која улазе у састав Мјешовитог Холдинга Електропривреде Републике Српске у периоду од 2011. године па закључно са 2016. годином. Намјера нам је да се у посматраном периоду сагледају кретања, како би пронашли „оптимум“, односно, како би пронашли начине, модалитете и перспективе раста и развоја Електропривреде Републике Српске. Дакле, посматрали смо десет зависних предузећа која улазе у састав Мјешовитог Холдинга Електропривреде Републике Српске (пет производица електричне енергије и пет дистрибутера електричне енергије). За потребе рада израчунали смо укупно 2.400 финансијских коефицијената, за десет зависних предузећа, за посљедњих шест година (40 коефицијената за једно зависно предузеће у једној години), из којих се добијају јасне информације о финансијском, имовинском и приносном положају свих зависних предузећа која улазе у састав Мјешовитог Холдинга Електропривреде Републике Српске. Након рачунања финансијских коефицијената извршена је адекватна анализа финансијског стања Електропривреде Републике Српске из чега су уочени одговарајући трендови и изведене закључци и предложени модели финансирања даљег раста и развоја Мјешовитог Холдинга Електропривреде Републике Српске.

Рад припада проблематици докторске дисертације: ДЈЕЛИМИЧНО

Р. бр.	Аутори, наслов, издавач, број страница	Категорија
--------	--	------------

12.	<p>Janjić D., <i>Primjena modela diskontovanja dividendi prilikom određivanja cijena akcija na tržištu kapitala</i>, Zbornik radova 22. Međunarodnog kongresa računovodstvene i revizorske profesije republike Srpske, Teslić, 2018, str. 449-470, UDK 347.72.035:658.155.2.</p> <p>Кратак опис садржине: Актуелне расправе о тржишној ефикасности у последњих неколико година показују да проналажење потцијењених хартија од вриједности, у нашем случају потцијењених акција, није ни мало лаган посао. Међутим, логика на којој је заснована хипотеза о ефикасности тржишта није без пропуста, тако да трагање за потцијењеним акцијама не треба унапријед одбацити. Поред тога, трагање за потцијењеним акцијама управо доприноси очувању ефикасног тржишта. Према томе, Први разлог је да се провјери да ли акције имају „фер вриједност“ и да се упореди процјена са тржиштем. Други разлог је да компаније морају да знају како тржиште вреднује компаније да би менаџмент компаније могао да донесе квалитетне инвестиционе одлуке. Уколико се не одреди адекватна методологија утврђивања фер цијене акције, уследиће погрешно вредновање цијене акције, што у кначници може да доведе и до погрешних инвестиционих одлука.</p> <p>Сходно томе у оквиру овог рада приказаћемо методе помоћу којих економски аналитичари могу да одреде фер вриједност акција. Сигурни смо да ће тврђе, чињенице и докази приказани у овом раду бити од користи како студентима, тако и академским истраживачима, теоретичарима и инвеститорима у Републици Српској.</p> <p>Рад припада проблематици докторске дисертације: Да</p>	<p>Зборник радова са научног скупа</p>
-----	--	--

Р. бр.	Аутори, наслов, издавач, број страница	Категорија
13.	<p>Radivojac, G. i Janjić D., <i>Komparativna analiza prinosa prilikom ulaganja u obveznice na tržištu kapitala Crne Gore i Republike Srpske</i>, Zbornik radova 13. Kongresa SRRCG, Бећићи, 2018.</p> <p>Кратак опис садржине: Инвестиције у нове технологије, ново постројење, опрему и слично, често захтијевају много новца, које предузеће треба да обезбједи. У неким случајевима, компаније успију да уштеде новац од зарада из претходног периода да би извршиле додатна улагања, али врло често средства морају да набаве од инвеститора, било да се ради о институционалном или индивидуалном инвеститору. Генерално посматрајући, новац који је неопходан за финансирање пројектата, предузеће може да обезбједи на два начина: позајмљивањем готовине или емитовањем нових акција. Инвестиције у нове технологије, ново постројење, грађевинске објекте, опрему и слично представљају инвестиције које имају дугорочан карактер (дугорочно везана имовина), те сходно важећим правилима финансирања, а да се не би угрозила финансијска стабилност предузећа, дугорочне инвестиције захтијевају и дугорочне изворе финансирања. Како би обезбједила дугорочне изворе финансирања за дугорочну везану имовину, предузећа врло често врше емисију дугорочних обvezница, неугрожавајући тиме финансијску стабилност у дугом року. Ако је компанијама потребан додатни извор финансирања на кратак рок, оне би могле да исти позајмје од банка, али ако им треба за дугорочне инвестиције, компаније обично емитују обveznice. Када предузећа врше емисију обvezница, она су дужна да плаћају фиксну камату до рока доспијећа и на крају отплату самог дуга (номиналну вриједност обveznice). У овом случају одређивање вриједности обveznice укључује једноставан обрачун временске вриједности новца. Емисију обveznice не врше само компаније, јер централна и локална власт такође прикупља новчана средства, која су неопходна за финансирање капиталних пројеката, емисијом обvezница. У пракси увијек постоји одговарајући ризик да нека компанија неће бити у могућности да исплати обveznice</p>	<p>Зборник радова</p>

власницима. Међутим, инвеститори који купују обvezнице које емитише званично Министарство финансија неке државе, могу бити сигурни да ће држава извршити обећано плаћање.

У оквиру овог рада смо се бавили компаративном анализом приликом улагања у обveznicu na tržištu kapitala Crne Gore i Republike Srpske. Показаћемо како се израчунају приноси приликом улагања у обveznicu, како се одређује цијена обveznicu зависно од каматних стопа, те како цијене обveznicu реагују на промјену каматних стопа.

Рад припада проблематици докторске дисертације: ДЈЕЛИМИЧНО

P. бр.	Аутори, наслов, издавач, број страница	Категорија
14.	Radivojac, G. i Janjić D., <i>Dometi optimizacije strukture kapitala u cilju poboljšanja finansijskog položaja preduzeća</i> , Zbornik radova 14. Međunarodnog simpozijuma o korporativnom upravljanju SRRRS, Teslić, 2019, str. 333-365, UDK 330.322.14:347.72.028(497.6RS)	Зборник радова са научног скупа

Кратак опис садржине: У неким фазама свога развоја, код компанија се врло често појављује потреба да се привуку спољни извори финансирања. Један од начина за привлачење новца за финансирање неке компаније или инвестиционог пројекта су позајмице. Те позајмице могу бити у облику властитих извора финансирања, у виду емисије акција и у облику позајмљених извора финансирања у виду емисије обveznicu или кредита од банака. Међутим, једно од основних питања које се поставља јесте: који је оптималан однос дуга и акцијског капитала у финансирању компаније, односно како се одређује оптимална структура капитала неке компаније? Дакле, овде је ријеч о структурирању пасиве биланса стања предузећа, односно о успостављању оптималног односа сопственог капитала и дугова (обавеза).

Сходно томе у циљу побољшања финансијског положаја компанија у Републици Српској у оквиру овог рада показаћемо како се врши оптимизација капитала. Такође, кроз овај рад ћемо показати важност оптимизације структуре капитала у циљу успостављања дугорочне финансијске равнотеже. Према томе, сигурни смо да ће тврђе, чињенице и докази приказани у овом раду бити од користи како студентима, тако и академским истраживачима, теоретичарима и инвеститорима.

Рад припада проблематици докторске дисертације: ДА

P. бр.	Аутори, наслов, издавач, број страница	Категорија
15.	Radivojac, G, Janjić D., <i>Restrukturiranje preduzeća u obliku spađanja i preuzimanja sa ciljem maksimiziranja njihove vrijednosti</i> , Zbornik radova 23. Međunarodnog kongresa računovodstvene i revizorske profesije Republike Srpske, Teslić, 2019, str. 435-459, UDK 005.591.4+005.7.	Зборник радова са научног скупа

Кратак опис садржине: Посљедњих неколико година у свјетској финансијској пракси важност спајања и преузимања предузећа достигле су велике размјере. Највећа спајања су се односила на америчке компаније, али у неким од највећих спајања су учествовале и компаније из других земаља, као што је компанија Vodafone и компанија Manesman (у вриједности од 203 милијарде америчких долара).

Куповина једног предузећа од другог предузећа представља улагање. Стога, за такво улагање вриједе основни принципи инвестирања, као и за друга улагања. Према томе, преузимање ће се исплатити, само ако је нето допринос акционарском богаству позитиван. Спајање и преузимање могу бити трансакције, које је изузетно тешко пројектовати, те је изузетно важно добро дефинисати „користи“ и „трошкове“ од

таквих трансакција.

Многа спајања могу бити пријатељска, али су врло често случајеви тзв. непријатељског покушаја преузимања. Сходно томе, да непријатељски покушаји преузимања компанија постичу реструктуирање компанија и стицање задуживањем, показаћемо зашто такви послови могу да донесу вриједност акционарима. Такође, кроз овај рад показаћемо ко добија, а ко губи кроз процес спајања, као и колико су спајања компанија уопште корисна за предузећа.

Рад припада проблематици докторске дисертације: ДА

Р. бр.	Аутори, наслов, издавач, број страница	Категорија
16.	Radivojac, G., Grujić, M. i Janjić D., <i>Mogućnost diverzifikacije rizika na regionalnim berzama</i> , Zbornik radova 14. Kongresa SRRCG, Београд, 2019.	Зборник радова

Кратак опис садржине: Термин „портфолио анализа“, који је у економску теорију увео Хари Марковиц није нови у стручној литератури. Међутим, у радовима домаћих или страних аутора, анализе и критике се углавном базирају на примјеру развијених тржишта капитала. Ријетки су случајеви примјене портфолио анализе на тржиште капитала у развоју. Због тога истраживачко питање гласи „Да ли је примјена модела диверзификације портфоља за институционалне инвеститоре примјењива на тржиштима у развоју?“. Главна хипотеза истраживања гласи: „Упркос ограничењима малог и неразвијеног тржишта капитала у земљама у регији, метода портфолио диверзификације за институционалне инвеституре, уз сва ограничења тржишта, јесте по жељна, могућа и примјењљива.“ Под „тржиштем у развоју“ у регији обухватили смо земље које карактерише низак ниво економског развоја у односу на развијене земље. Берзе на којима смо тестирали хипотезу су Београдска, Бањалучка, Монтенегро, Сарајевска и Загребачка берза. Добијене резултате смо упоредили са Атињском берзом хартија од вриједности. С циљем тестирања постављене хипотезе користили смо модерну портфолио теорију, као метод портфолио селекције на тржиштима у развоју. Резултат истраживања је доказ да је ефекат диверзификације, уз сва ограничења, на тржишту у развоју по жељан и примјењљив. Међутим, истраживање даје и одређене препоруке да би резултати истраживања били применљиви у реалном инвестирању за институционалне инвеститоре на поменутим тржиштима.

Рад припада проблематици докторске дисертације: ДЈЕЛИМИЧНО

Р. бр.	Аутори, наслов, издавач, број страница	Категорија
17.	Janjić, D., Stanimirović, V. i Gajić, M., <i>Aspekti finansijske reorganizacije i restrukturiranja posmatrani kroz prizmu stečajnog prava</i> , Finnar 11/19, Banja Luka, 2019, str. 47-57 UDK 005.9:347.736/.739.	Научно-стручни часопис CPPPC

Кратак опис садржине: Посматрајући реорганизацију и реструктуирање с аспекта подручја примјене и базичних квалитета који опредјељују његову употребну вриједност на подручјима корисности и практичности, за потребе овог рада креирали смо два фундаментална концепта реорганизације и реструктуирања: економски и стечајни. У складу са наведеним, предмет истраживања овог рада је из области корпоративних финансија с посебним освртом на примјену стечајног права. Наиме, различита методологија и начин доношења одлука, заснована на различитим теоријским и законским становиштима, подручјима примјене, приступима процесу мјерења и истраживања, има за последицу чињеницу да реструктуирање и реорганизација посматрана од стране економиста и реструктуирање и реорганизација посматрана

кроз призму примјене стечајних законских и подзаконских прописа само у ријетким случајевима могу да буду иста ствар. Кроз овај рад проблем стечаја посматрали смо кроз примјену процесних и материјалних прописа из области права – конкретно стечајног права. Истраживање је усмјерено на примјену (новог) Закона о стечају, у дијелу Закона који се односи на реструктуирање и реорганизацију.

Рад припада проблематици докторске дисертације: ДА

Р. бр.	Аутори, наслов, издавач, број страница	Категорија
18.	Janjić, D, Stanimirović, V. i Gajić, M., <i>Ciljevi i perspective bilansiranja nematerijalne imovine</i> , Financing 04/19, Banja Luka, 2019, str. 47-69, DOI: 10.7251/FIN1904047S	Друга

Кратак опис садржине: Као једна од најадекватнијих дефиниција нематеријалне имовине сматра се дефиниција наведена у Међународном рачуноводственом стандарду 38 – Нематеријална имовина, а према којој нематеријална имовина представља немонетарну имовину без физичке суштине која се може идентификовати. Нематеријалну (немонетарну) имовину чине ресурси који нису физички опишљиви, као што су: научно и техничко знање, пројектовање и имплементација нових процеса, лиценце, интелектуална својина, тржишно знање и трговачке марке (укључујући заштитне знакове и издавачке назлове). Уобичајени примјери нематеријалне имовине су компјутерски софтвер, патенти, ауторска права, играни филмови, листе купаца, хипотекарно услужна права, дозволе за риболов, увозне квоте, франшизе, односи према купцима или добављачима, лојалност купаца, удио на тржишту и маркетиншка права. Појава масовне дематеријализације различитих облика имовине, попут интелектуалне својине из области техничких, природних и друштвених наука (графика и графички дизајн, музика, филм књижевност, научна дјела), а која су се раније „производила“ искључиво у материјалној форми, представљају велики изазов за рачуновође и рачуноводствену праксу, која заједно са рачуноводственом теоријом, треба да пронађе најадекватнији начин рачуноводственог третмана претходно наведених облика нематеријалне имовине. Питања на која се кроз овај рад покушало указати односе се на рачуноводствене политике које се могу примијенити за потребе признавања и вредновања различитих облика нематеријалне имовине у финансијским извјештајима. Истраживањем сличности и разлика у примјени рачуноводствених политика које се односе на нематеријалну имовину, указало се на специфичности у погледу избора рачуноводствених политика у различitim ситуацијама и околностима.

У циљу истраживања извршени су прикупљање, обрада, анализа и синтетизовање информација, што је подразумијевало проучавање домаће и стране литературе, законске и професионалне регулативе, прегледање тематских чланака и интернет извора који обрађују рачуноводствени третман нематеријалне имовине. На основу обраде и анализе информација добијена је јасна слика о рачуноводственим политикама које су допуштене према међународним рачуноводственим стандардима, међународним стандардима финансијског извјештавања и професионалном регулативом (законски, подзаконски и интерни акти).

Рад припада проблематици докторске дисертације: ДЈЕЛИМИЧНО

Р. бр.	Аутори, наслов, издавач, број страница	Категорија
19.	Janjić, D i Stanimirović V., <i>Uticaj procjene fer vrijednosti nekretnina postrojenja i opreme na finansijski položaj preduzeća u skladu sa MRS 16, Journal of Contemporary Economics</i> , број 2, Banja Luka, 2019, str. 53-73.	Научно-стручни часопис

Кратак опис садржине: Међународни рачунодствени стандард 16 се примјењује у рачуноводственом обухватању некретнина, постројења и опреме, осим ако се неким другим Стандардом захтјева или допушта другачији рачуноводствени поступак и третман. Основна питања рачуноводственог обухватања некретина постројења и опреме су следећа: признавање средстава, утврђивање књиговодствене вриједности средства, односно почетно признавање, вредновање након почетног признавања, накнадна улагања, амортизација, признавање губитака од умањења вриједности, престанак признавања (повлачење из употребе и расходовање) и објелодањивање. У домену интересовања овог рада је утицај пројене фер вриједности некретнина, постројења и опреме на финансијски положај предузећа. Параграф 34 Међународног рачуноводственог стандарда 16 налаже да уколико се код неких некретнина, постројења и опреме могу показивати знатна и промјењива кретања фер вриједности потребно је вршити пројену фер вриједности истих у току једне године, а уколико се код неких некретнина, постројења и опреме не показује знатна и промјењива кретања фер вриједности потребно је вршити пројену фер вриједности истих у три или пет година. Сходно томе, да би у потпуности одговорили потребама, корисницима финансијских извјештаја у оквиру овог рада, посматрали смо утицај пројене фер вриједности некретнина постројења и опреме на финансијски положај предузећа у складу са MPC 16. У циљу истраживања извршени су прикупљање, обрада, анализа и синтетизовање информација, што је подразумијевало проучавање домаће и стране литературе, законске и професионалне регулативе, прегледање тематских чланака и интернет извора који обрађују рачуноводствени третман нематеријалне имовине. На основу обраде и анализе информација добијена је јасна слика о рачуноводственим политикама које су допуштене према међународним рачуноводственим стандардима, међународним стандардима финансијског извјештавања и професионалном регулативом (законски, подзаконски и интерни акти).

Рад припада проблематици докторске дисертације: ДЈЕЛИМИЧНО

P. бр.	Аутори, наслов, издавач, број страница	Категорија
20.	Janjić, D i Stanimirović V., <i>Analiza sistemskog rizika Elektroprivrede Republike Srpske</i> , Journal of Contemporary Economics, број 3, Banja Luka, 2020, str. 45-70.	Научно-стручни часопис

Кратак опис садржине: Промјене каматних стопа, јавна потрошња, цијена нафте, девизни курсеви и остали макроекономски догађаји утичу на скоро све компаније и њихове приносе. У том контексту, можемо пројенити утицај макроекономских промјена пратећи стопу приноса на тржишни портфолио. Ако је тржиште одређеног дана у порасту, онда нето утицај макроекономских промјена мора бити позитиван. Знамо да успјех тржишта одражава само макроекономске догађаје, јер се догађаји специфични за одређене компаније, односно несистемски ризик може елиминисати кроз процес ефикасне диверсификације.

У оквиру овог рада, наш задатак је дефинисати и измјерити системски ризик свих зависних предузећа која улазе у састав Електропривреде Републике Српске и испитати његов утицај на цијену капитала и вриједност зависних предузећа MX Електропривреде Републике Српске. Системски ризик посматраних предузећа зависи од изложености макроекономским догађајима и као такав може бити измјерен као осјетљивост приноса који остварују зависна предузећа Електропривреде Републике Српске на флуктуације приноса који остварује привреда Републике Српске. Према томе, сигурни смо да ће тврђење, чињенице и докази приказани у овом раду бити од користи како студентима, тако и академским истраживачима, теоретичарима и инвеститорима.

Рад припада проблематици докторске дисертације: ДА

Р. бр.	Аутори, наслов, издавач, број страница	Категорија
22.	Janjić, D., Stanimirović, V. i Gajić, M., <i>Analiza prinosa prilikom ulaganje i obveznice na tržištu kapitala Republike Srpske</i> , Financing 02/20, Banja Luka, 2019.	Друга

Кратак опис садржине: Тржишта обвезница су некада била изузетно мирно подручје за инвеститоре који нису склони ризику и који желе сигурне инвестиције са скромним, али сигурним приносим. Међутим, данас ова тржишта и нису толико мирна подручја за инвеститоре. У прилог томе говори и чињеница да је годишњи обим трговања државним обвезницама у САД-у више од десет пута већи од укупног износа државног дуга. Активније трговање обвезницама на тржиштима капитала није једини разлог што је анализа приноса улагања у обвезнице постала занимљивија за инвеститоре, него и чињеница да ова тржишта више нису у потпуности ослобођена ризика. Након глобалне економске и финансијске кризе 2008. године, волатилност приноса прilikom улагања у обвезнице је изузетно висока, а то значи да инвеститори имају велику шансу да остваре добит, али и губитке. Колебљивост приноса прilikom улагања у обвезнице је данас много већа него што би неко могао и да замисли 1965. године. Стoga, у сврху свеобухватне елаборације, урадили смо анализу приноса прilikom улагања у обвезнице на тржишту капитала Републике Српске. Сходно томе, сигурни смо да ће тврђе, чињенице и докази приказани у овом раду бити од користи како студентима, академским истраживачима, теоретичарима, тако и инвеститорима на простору Републике Српске.

Рад припада проблематици докторске дисертације: ДЈЕЛИМИЧНО

Да ли кандидат испуњава услове?

ДА

НЕ

III ПОДАЦИ О МЕНТОРУ/КОМЕНТОРА

Биографија ментора/коментора (до 1000 карактера):

Проф. др Јелена Польашевић, ванредни професор одговорни је наставник на предметима Теорија и политика биланса на основном студију, те Специјални и консолидовани биланси, Финансирање јавног сектора и Трезорско и финансијско извјештавање на мастер студију. Аутор је монографије Финансијско извјештавање у јавном сектору, уџбеника Ревизија, међународних монографија *Public sector accounting, auditing and control in Southeastern Europe (Palgrave MacMillan)* и *Western Balkan economies in transition (Springer)* те више од 70 стручних и научних радова. Учесник је бројних међународних конференција, конгреса и симпозијума од којих се издвајају: 16th CIGAR (*Comparative International Governmental Accounting Research*), Универзитет Југоисточна Норвешка, са радом Утицај главне службеза ревизију у пцјени одговорности институција јавног сектора за употребу јавнох новца – случај Хрватске, БиХ и Словеније; XII EGPA (*European Group of Public Administration*), Универзитет Клуж-Напока, 2019, сарадом Оцјена транспарентности финансијског извјештавања ентитета јавног сектора у Републици Српској; и 14th CIGAR (*Comparative International Governmental Accounting Research*), 2018, Универзитет у Загребу са радом Дуално извјештавање и приступи рачуноводства и ревизије копарија између земаља. Као гостујући предавач, држалаје предавање на Универзитету у Болоњи (Италија), Универзитету у Клуж-Напока (Румунија), Универзитету у Загребу (Хрватска), те Универзитету у Емден/Лер (Њемачка).

Учесник је неколико међународних научних пројеката: Реформа рачуноводства и финансијског извјештавања као средство јачања ефикасности финансијског управљања јавног сектора Хрватске (2014-2018); Инструменти за превенцију пословних превара – теорија, пракса и рјешења у Словенији и Републици Српској, те Усаглашавање извјештавања и корпоративног управљања са међународним стандардима и регулативом ЕУ у циљу унапређења привредног амбијента Републике Српске.

Радови из области којој припада приједлог докторске дисертације:

Р. бр.	Аутори, наслов, издавач, број страница
1.	Poljašević, J. and Grujić, M. <i>Analysis of public enterprises in the Republic of Srpska and assessment of their financial risk</i> , Proceedings of the Faculty of Economics in East Sarajevo, Year 2020, Issue 21, pp. 37-49.
2.	Poljašević, J., Grabovac, J. and Mikerević, D. <i>Budgetary responses to a global pandemic in Bosnia and Herzegovina</i> , Journal of Public Budgeting ahead-of-print.
3.	Польашевић, Ј., Утицај структуре имовине на структуру капитала, <i>Acta economica</i> , Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, Vol. XIII, No. 22, pp. 247 - 263, 2015.
4.	Poljašević, J. and Vasicek, V. <i>Public managers' perception of the usefulness of accounting information in decision-making processes</i> , <i>Public Money & Management</i> , April 2021.
5.	Poljašević, J., Jovanović, T. and Vasicek, V. <i>Comparative review of dual reporting in public sector in three south-east European countries</i> , <i>Journal of Public Budgeting</i> 31(3):325-344, September 2019.
6.	Poljašević, J. and Trivić, J. <i>Public and Private Debt: Recent Developments in Bosnia and Herzegovina: Recent Economic and Social Developments</i> , <i>Western Balkan Economies in Transition</i> (pp.89-97), January, 2019.
7.	Poljašević, J., Šnjegota, D and Čegar, B. <i>Public Sector Accounting, Auditing and Control in the Republic of Srpska</i> , <i>Public Sector Accounting, Auditing and Control in South Eastern Europe</i> (pp.205-234), March 2019,
8.	Poljašević, J. and Kondić, N. <i>Auditing predictability of companies bankruptcy</i> . Corporate governance in BiH: Dubrovnik, Croatia, Volume: 69-85, December, 2019.

9.	Poljašević, J., Jaksic, D., Mijić, D., Zekić, S. Comparative profitability analysis of milk production companies to milk processing companies in Serbia, Custos e Agronegocio 11(3):206-226, November 2015
10.	Poljašević, J.(2012), Measurement of the government deficit in accordance with government finance statistics (GFS 2001), Financing, No. 1/12, pp. 13 - 20, Jan,
11.	Пољашевић, Ј. (2011): Утврђивање и одржавање профитабилног нивоа нето обртних средстава, Acta economica, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, e-ISSN 2232-738X, год. 9, бр. 14, стр. 169-201.

Да ли ментор испуњава услове?	<input type="checkbox"/> ДА	<input type="checkbox"/> НЕ
-------------------------------	-----------------------------	-----------------------------

IV ОЦЈЕНА ПОДОБНОСТИ ТЕМЕ

IV.1 Формулација назива тезе (наслова)

УПРАВЉАЊЕ ФИНАНСИЈСКОМ СТРУКТУРОМ У ФУНКЦИИ МАКСИМИЗИРАЊА ВРИЈЕДНОСТИ ПРЕДУЗЕЋА

Наслов тезе је подобан?	<input type="checkbox"/> ДА	<input type="checkbox"/> НЕ
-------------------------	-----------------------------	-----------------------------

IV.2 Предмет истраживања

У филозофском смислу политика представља *науку о управљању*. Будући, да увијек тежи остварењу неког циља, политика се може схватити и као наука о циљевима, средствима, методама и инструментима ка остваривању циља. Дакле, може се констатовати да је политика средство ка остваривању неког циља. У том смислу, може се дефинисати и врхунски циљ политике предузећа, а то је *да предузеће уз одржавање сталности пословања максимизира добитак у дугом року, зато што је остварење тог циља услов за вјечни опстанак предузећа*. Наиме, ако предузеће није у могућности да максимизира добитак, оно такође није у могућности да прибави капитал. Капитал је нужан и неопходан за раст и развој сваког предузећа. У том смислу, капитал је непоходан за дугорочна улагања у нову технологију, која ће предузећу омогућити да буде курентан на тржишту и оствари неопходну стопу раста. Капитал се може прибавити:

1. Задржавањем дијела нето добитка у предузећу (акумулриањем),
2. Докапитализацијом (кроз емисију акција),
3. Дугорочним позајмљивањем капитала (политика задуживања).

Прибављање капитала у претходном случају није могуће без остваривања врхунског циља политике предузећа, а то је финансијска снага предузећа, која подразумјева: трајну способност плаћања, трајну способност финансирања, трајну способност инвестирања, трајну способност повећања имовине власника, трајну способност задовољавања финансијских интереса учесника у предузећу. Начела финансијске политике имају за циљ да утврде идеалан поредак у финансирању предузећа, при чему су сва начела финансијске политике усмјерена на остваривање циља финансијске политке-финансијску снагу. У том контексту, начела финансијске политике су: начело финансијске стабилности, начело рентабилности, начело ликвидности, начело финансирања у складу са ризиком, начело еластичности, начело независности, начело оптималног дејства слике финансирања.

Финансијска теорија је потврдила да су начела финансијске политике повезана, а и често међусобно супротстављена. Вјештина финансијске политике је у томе што сукобе начела разреши, тако да од тог решења највећу корист има циљ финансијске политике-

финансијска снага. Ту се ствара простор научницима да кроз своје теорије покушају да допринесу стварању додатне финансијске снаге за предузеће.

У теорији на начелима финансијске политике се врши и успостављање адекватне финансијске структуре предузећа. Финансијска структура, а нарочито структура капитала је у уску вези са дјелатностима у којој предузеће послује. У том контексту финансијска структура се у теорији и пракси третира на различите начине. Под структуром капитала се подразумјева састав капитала у пасиви према власништву из чега су развијена *вертикална правила финансирања*. Поштовање вертикалних правила финансирања је усмјерено на оптимизацију структуре пасиве са аспекта власништва и рочности. Међутим, данас међу теоретичарима преовладава мишљење да је структура пасиве у тијесној вези са начином улагања капитала у конкретне облике имовине (активе), па се због тога у циљу оптимизације финансијске структуре не тражи само одговарајући састав пасиве са аспекта власништва и рочности, него и покриће дијелова активе одговарајућим капиталом. У том смислу захтјев адекватног повезивања активе и пасиве условио је теоријски развој *хоризонталних правила финансирања*, који су у литератури познати као класична, златна или света. Према томе, формулисање вертикалних и хоризонталних правила финансирања је условљено бројним захтјевима који су израз начела финансијске политике.

Дакле, на основу претходно изложеног можемо констатовати да се према критеријуму припадности, односно поријеклу, извори финансирања преудзећа дијеле се на сопствене и позајмљене, док се према критеријуму рочности дијеле на краткорочне и дугорочне изворе. Сходно томе овдје се намеће закључак да **финансијска структура представља шири појам од структуре капитала**. Међутим, ако посматрамо структуру капитала као ужи појам финансијске структуре, у литератури се срећу различита тумачења структуре капитала која су последица различитог тумачења појма дуга (енгл. *debit*). Као што смо већ истакли, структура капитала најчешће се дефинише као однос сопственог капитала и дуга из којих се финансира пословање предузећа (Modigliani & Miller, 1958). Са друге стране, Van Horne i Wachowicz структуру капитала дефинишу као микс перманентних извора финансирања попут обичних и преференцијалних акција и дугорочног дуга. У појединим релевантним уџбеницима се чак не прави дистинкција између појмова структура капитала и финансијске структуре, па се понекад и користе наизменично, као синоними. Brealey, Myers i Allen (2011) користе термин структура капитала, док се термин финансијска структура понедје користи као синоним.

У складу са претходно наведеним констатацијама кроз научну литературу се често поставља питање: *како се одређује финансијска структура неке компаније?* Одговор на ово питање су кроз своје теорије и теореме покушавали да дају многи научници, као што су: Merton Howard Miller, Franco Modigliani, Michael C. Jensen, William Meckling, Stewart Myers, Nicholas S. Majluf и многи други. Посматрајући финансијску структуру, кроз призму структуре капитала еминентни научници Мертон Милер и Франко Модељани су кроз своје теореме дали одговоре на претходно постављено питање. Мертон Милер (енгл. Merton Howard Miller) (1985) и Франко Модељани (енгл. Franco Modigliani) (1990) су добитници Нобелове награде за економију за своје радове који су базирани на теорији структуре капитала. Ова теорија је у финансијској литератури позната као теорија ирелевантности структуре капитала. Прва Милер-Модељани теорема гласи: *када су тржишта савршена и комплетна, вриједност компаније не зависи од структуре капитала*. Друга Милер-Модељани теорема гласи: *када су тржишта савршена и комплетна, а дуг безризичан, очекивани принос на акцијски капитал као и бета акцијског капитала су растуће функције левериџа Д/Е*. Трећа Милер-Модељани теорема гласи: *вриједност компаније која издаје дуг је вриједност исте компаније без дуга, увећане за*

капитализовану вриједност пореских олакшица. Критичари теорија Милера и Моделјанија сматрају да се у пракси изузетна пажња посвећује управо начину финансирања и оптималној структури капитала, те се претпоставке на којима су засноване теореме MM I и MM II не могу у потпуности поистовијетити са праксом. Критичари коментаришући MM I и MM II, анализирају првенствено претпоставку савршених тржишта. То у суштини подразумјева да не постоје порези на компаније, на доходак грађана или капиталну добит. Међутим, у пракси (како код нас, тако и у свим другим државама) ситуација је у потпуности другачија. Други проблем је у томе да аргумент базиран на одсуству арбитраже имплицитно подразумјева одсуство трансакционих трошкова. То је претпоставка која је такође драстично нарушена у пракси. Имајући у виду чињенице које су изнесене у оквиру овог параграфа, може се констатовати да је теорему MM I и MM II, у изузетно немогуће извести. Такође, претпоставка комплетних тржишта није баш реалистична, а посебно се то односи на државе у којима тржиште није развијено, а што је случај са тржиштем у Републици Српској. Такође, претпоставка комплетног тржишта полази од тога да и корпорација и мали инвеститори могу да позајмљују новац по истој каматној стопи, што није случај у стварности, јер велике компаније добијају некада позајмице по много повољнијим условима у односу на појединце. У свом истраживању Michael Jensen i William Meckling истичу негативан аспект задуживања, које претходне теорије MM у потпуности игноришу, а који се састоји у чињеници да власници и повјериоци често имају конфликт интереса. Дакле, они сматрају да је умјесто максимизације укупне вриједноси предузећа, прави циљ менаџера, који су (макар у теорији) заступници интереса акционара (тј. власника), заправо представља максимизација вриједности акција. Такође, они сматрају да уколико је фирма високо задужена, таква циљна функција менаџера може користити акционарима, али и штетити интересима повјерилаца. Аутори показују да презадужена фирма врло често приhvата пројекте са негативном HСВ, то јест пројекте који смањују укупну вриједност компаније. Једна од последица оваквог начина размишљања је и став да систем корпоративног управљања заснован на значајној улози повјерилаца (као што је систем у Њемачкој и Јапану) бољи од система корпоративног управљања заснованог на заштити интереса акционара. Stewart Mayers је развио посебну теорију структуре капитала, која је у финансијској литератури позната као Мајерс-ова теорија. Ова теорија у својој основи има још један негативни аспект високог нивоа задужености. Дакле, Мајерс показује да ће високо задужене компаније често одбијати да улажу у пројекте са позитивном нето садашњом вриједношћу. Међутим, такве одлуке су последица жеље менаџера да заштите интересе акционара. Тиме они наносе штету повјериоцима, тако да су бенефиције од задуживања заправо ниже од, рецимо, максималних бенефиција везаних за пореске олакшице. Економисти Stewart Mayers и Nicholas Majluf развили теорију која се назива теорија Мајерс и Мајлуф. Дакле, теорија Мајерс и Мајлуф користи аргумент сигнализирања да би објаснила често уочавану појаву да најаву продаје нових акција прати пад цијене акција компанија, док најаву издавања обvezница (дуга) прати повећање цијене акција. Током претходних година, "pecking order"² хипотеза је емпиријски подржана од Titmana i Wesselsa, Shyam-Sundera и Myersa, Shyam-Sundera и других. У свом истраживању 176 компанија са листе Фортуне 500 у САД-у, Pinagar и Wilbricht су дошли до закључка да је финансијска хијерархија имплицирана од "pecking order" хипотезе много дескриптивнија него што је то практиковање статичког модела замјене. Такође, закључили су да је политика финансијске структуре у домену структуре капитала мање обавезујућа од одлука о инвестицијама или политици дивиденди. Овај резултат је, такође, на истом

² Хипотеза "pecking order" имплицира хијерархију у прикупљању средстава, у којој компанија преферира интерно у односу на екстерно финансирање, а и ако користи екстерне изворе финансирања, онда компаније преферирају дуг у односу на емитовање нових акција.

трагу са резултатима истраживања Pruitta Gitmana. Међутим, због претпоставки на којима се заснивају све претходно наведене теорије и теореме, имплементација истих у пракси је изузетно ограничена, односно немогућа.

Поред политике задуживања, за финансијску структуру је изузетно битна и политика дивиденде. *Federic Mishkin* сматра да већина предузећа започиње са исплатом дивиденде чим заврши фазу брзог развоја у свом животном циклусу (Mishkin, 2011). Емпириска истраживања показују да политика дивиденди у кратком року може да одреди понашање акционара, који су у основи власници капитала, јер фактори као што су ефекат клиентеле, политика опорезивања, финансијско сигнализирање, трошкови трансакција и слично у условима несавршеног тржишта имају значајан утицај на понашање акционара у контексту политике дивиденде (Van Horne and Wachowicz, 2002). Са друге стране, Милер и Модељани тврде да одлуке о инвестирању су изузетно важне, а да одлука о исплати дивиденди представља јако ситан детаљ и да не утиче на богаство акционара, односно да се вриједност предузећа једино одређује његовом зарађивачком моћи, а не расподјела остварене зараде (Miller and Modiglian, 1961, pp. 411-433). У свом раду Цијена дуга и политика дивиденди: докази из региона МЕНА (енгл. Cost Of Debt And Dividend Policy: Evidence From The MENA Region) Omar Farooq и Imad Jabbouri испитвали су однос између цијене дуга и политike дивиденди (The Journal of Applied Business Research, 2015). Као зависну варијаблу су користили цијену дуга (CoD), а као контролне независне варијабле су користили рацио плаћања дивиденде (PoR), величину укупне пословне активе (SIZE), учешће дуга у укупној пасиви (LEVERAGE), раст пословне активе (GROWTH), коефицијент покривености камата (CoV RATIO) и зараду по акцији (EPS). У свом раду, цијене дуга и рација исплате дивиденде.

Истражујући финансијску структуру предузећа у Србији, Др Вукашин Куч у свом докторском раду „Анализа структуре финансирања највећих предузећа у Србији у периоду велике рецесије: препоруке за финансијско реструктуирање и пословну стратегију“ (2017) тврди да на финансијску структуру може да утиче и стратегија уколико је предузеће у претходном периоду остваривало раст по одрживој стопи раста. Такође, Др Вукашин Куч тврди да предузећа у Србији су поткапитализована и углавном немају могућност да воде рачуна о стратешким циљевима, већ о преживљавању. У свом истраживању Др Куч сматра да величина предузећа, материјалност имовине, раст предузећа, профитабилност, волатилност зарада и ликвидност статистички значајно утичу на финансијску структуру највећих предузећа у Србији.

Од времена када су настала теорије структуре капитала па до данас, мало шта је остало исто. Стратези финансијске структуре раније су првенствено водили рачуна о релативној заступљености дугорочних извора финансирања. Међутим, промјене у реалном контексту и промјене правила игре неминовно су оставиле трага и на финансијску структуру. Учешће краткорочних извора финансирања временом се повећавало, а у многим предузећима, па и државама,³ краткорочни извори представљају доминантан и стабилан извор финансирања (не само обртне већ и сталне имовине). Са аспекта начела финансијске стабилности, то представља сигуран пут у неликвидност.

По свему судећи, може се рећи да су појмови структуре капитала и финансијске структуре временом конвергирају. У теоријама структуре капитала аутори су полазили од

³ Кључна разлика у структури финансирања развијених привреда и привреда у развоју јесте што сепредузећа из развијених привреда у већој мери финансирају из дугорочних извора (Booth, 2001).

претпоставке да се предузеће финансира емисијом акција и обвезница. С обзиром на то да предузећа данас послују у екстремно динамичком окружењу и у различитим пословним дјелтаностима, те да се цијена позајмљеног капитала (камата стопа) мијења, истраживачи су напустили тзв. „традиционалана“ схватања теорије структуре капитала.

Имајући у виду све чињенице које су наведене у претходном дијелу текста, овдје је потребно размотрити нове факторе и научне погледе на финансијску структуру. Кроз ефикасно управљање финансијском структуром предузећа, формира се адекватна финансијска структура, која ће у датом моменту максимизирати вриједност предузећа. У том смислу, вриједност предузећа се дефинише као садашња вриједност његових будућих користи (новчаних токова). Према томе, успостављање адекватне финансијске структуре код предузећа је изузетно компликован процес, на који утиче неколико фактора, као што су: **дјелатност у којој предузеће послује (структура имовине)⁴, политика задуживања кроз висину тржишне каматне стопе и политика дивиденди (расподјеле нето добитка)**. Дјелатност у којој предузеће послује је изузетно битна за стварање „квалитетне“ финансијске структуре. Финансијска структура обухвата структуру имовине и структуру финансирања. Дјелатност у којој предузеће послује битно детерминише структуру финансирања. Дакле, предузећа која обављају дјелатност у капитално-интензивној привреди морају да теже оној финансијској структури која јача трајне и дугорочне изворе финансирања, јер свако задужење на кратак рок може озбиљно да угрози дугорочну финансијску равнотежу и сталност пословања. Са друге стране, предузећа која обављају дјелатност у оквиру радно-интензивне привреде могу да теже оној финансијској структури која у себи има доминантне краткорочне изворе финансирања. Такође, важан фактор за оптимизацију финансијске структуре предузећа је и висина тржишне каматне стопе. Политика задуживања предузећа зависи од висине каматне стопе предузећа. Кроз научну и стручну литературу је често заступљена тврђња: „да је под одговарајућим претпоставкама вриједност задуженог предузећа једнака вриједности незадуженог предузећа“ или „да предузеће како би оптимизовало структуру капитала мора да повећа учешће дуга у структури капитала“. Висина каматних стопа битно детерминише финансијску структуру предузећа, јер није иста финансијска структура предузећа која припадају капитално-интензивној привреди када каматна стопа износи 1% и када је каматна стопа износи 7%. Такође, није иста финансијска структура предузећа која припадају радно-интензивној привреди када каматна стопа износи 1% и када је каматна стопа износи 7%. Међутим, свако предузеће је пословни систем за себе, јер: има своју пословну политику, остварује приходе, ствара расходе, расте по одговарајућој стопи (g) итд. Све су то чињенице које доводе до тога да свако предузеће има различиту прецепцију тржишне каматне стопе. Према томе, тржишна каматна стопа за једно предузеће може бити прихватљива, док за друго предузеће не може бити прихватљива. Поред тога, врло важан фактор за оптимизацију финансијске структуре је и политика дивиденде (политика расподјеле нето добитка). Професор Драган Микеревић сматра, да стопа акумулираног добитка, показује ставове менаџмента према политици дивиденде (Микеревић, 2016). Као таква, политика дивиденди (политика расподјеле нето добитка) може да има различите утицаје на финансијску структуру предузећа. Према политици „ниских“ дивиденди (рацио исплате дивидендне је нула), остварени нето добитка се усмјерава на нове инвестиције, које би требале да обезбеде одговарајућу стопу раста (g). Тада може бити остварен улагањем у нову технологију, где би се кроз

⁴ Дјелатност у којој предузећа послују детерминише структуру имовине самог предузећа. Код предузећа која припадају капитално-интензивној привреди структура имовине је таква гдје доминира стална имовина. Са друге стране, код предузећа која припадају радно-интензивној привреди структура имовине је таква гдје је текућа (обртна) имовина доминантна.

повећање продуктивности могла повећати вриједност предузећа.

Анализом финансијских токова, врло је важно запазити да се у неким индустријским гранама компаније задужују много више, него у другим индустријским гранама. Сходно томе, свјетска пракса показује да већина компанија са високом технологијом, као што су *Intel, IBM, Apple, Google, Microsoft* итд, се ослањају на финансирање властитим изворима. Са друге стране, задуживање је карактеристично за компаније које долазе из дјелатности прехрамбене производње, комуналних предузећа, ваздухопловне компаније итд. Према томе, финансијска структура предузећа није непромијењива, јер се она најчешће мијења у зависности од *промјена тржишних околности*, те акционари (власници) првенствено желе ону финансијску структуру која ће **максимизирати вриједност саме компаније**. Према приносном приступу, вриједност предузећа се дефинише као садашња вриједност његових будућих користи. Дакле, вриједност предузећа се заснива на његовој способности да својим власницима обезбеди одређене приносе у дужем периоду, укључујући и резидуалну вриједност на крају периода.

Према томе, да би се на најбољи начин показао утицај финансијске структуре на вриједност предузећа, кроз успоставање адекватног односа између политике задуживања и политike дивиденде, посматраћемо узорак од око 170 (словима: двије стотине) предузећа из Републике Српске у периоду од 1.1.2011. до 31.12.2019. године (период који се може сматрати репрезентативним).

У сврху испитивања и проучавања утицаја финансијске структуре на вриједност предузећа, биће приказан финансијски модел који показује како се кроз процес ефикасног управљања финансијском структуром и успостављањем адекватног односа политике задуживања и политike дивиденде може максимизирати вриједност предузећа.

Кроз емпиријско истраживање потребно извршити анализу финансијског имовинског и приносног положаја. Такође, потребно је прегледати укупно 2.200 финансијских извјештаја и 2.200 извјештаја независног ревизора и израчунати преко 30.000 финансијских, имовинских и приносних показатеља, у периоду од почетка 2011. до краја 2019. године.

Сходно чињеницама које су изнијете у претходном дијелу текста, кроз докторски рад на тему: „**Управљање финансијском структуром у функцији максимизирања вриједности предузећа**“ ће се обрадити и анализирати конкретан утицај финансијске структуре на вриједност предузећа, кроз могућност успоставања адекваног односа политике задуживања и политike дивиденде. У сврху анализе вриједности предузећа у оквиру докторског рада биће приказан финансијски модел за управљање финансијском структуром предузећа, кроз успоставање адекватног односа политике задуживања и политike дивиденде, што ће довести максимизирања њихове вриједности. Дакле, кроз докторски рад ћемо указати на важност финансијске структуре, која ће бити посматрана кроз призму адекватног односа политике задуживања и политike дивиденде у циљу максимизирања вриједности предузећа, што ће за посљедицу имати повећање тржишне цијене акције, повећање богатства акционара, успостављање сталности пословања, те створити претпоставке за максимизирање добитка у дугом року. Према томе, сигурни смо да ће тврђе, чињенице и докази приказани у овом докторском раду бити од користи како студентима, тако и академским истраживачима, теоретичарима и инвеститорима.

Проблем истраживања

1) Неприлагођавање структуре финансирања структури имовине. Педантном анализом финансијских извјештаја⁵ код предузећа у Републици Српској у 2019. години, на узорку од 309 посматраних предузећа, 43 предузећа су у процесу стечаја, док 266 предузећа није у поступку стечаја. Од 266 предузећа која нису у поступку стечаја, код 143 предузећа (54%) је дефинисан проблем дугорочне финансијске равнотеже, односно структура финансирања није прилагођена структури имовине предузећа (дјелатности у којој предузеће послује). Дакле, неприлагођавање структуре финансирања дјелатности у којој оно послује (структуре имовине), повећава системски ризик предузећа, који у крајњем контексту повећава WACC, што смањује вриједност предузећа, те их полако, али сигурно гура у неликвидост и процес стечаја.

2) Неefикасна политика задуживања. Посматрајући узорак од 309 предузећа у Републици Српској, просјечна задуженост у 2019. години, износи 63%. Расходи камата у просјеку представљају око 6% од укупних расхода посматраних предузећа. Интересантно је да је код најмање 35 предузећа цијена дуга већа од тренутне тржишне каматне стопе. Такве чињенице само потврђују тврђњу да посматрана предузећа имају неefикасну политику задуживања. Таква неefикасна политика задуживања, неминовно доводи до повећања WACC-а, те смањује вриједност предузећа у Републици Српској.

3) Неefикасна политика дивиденди. Од 309 посматраних предузећа, 167 предузећа су остварили нето добитак у 2018. години, док је само 20 предузећа исплатило дивиденду у 2019. години, што потврђује тврђњу да посматрана предузећа немају којнкретне ставове по питању политике дивиденде, односно имају неefикасну политику дивиденде. У прилог претходној констатацији иде и чињеница да не постоји колеација (веза) између оствареног раста и рација исплате дивиденде.

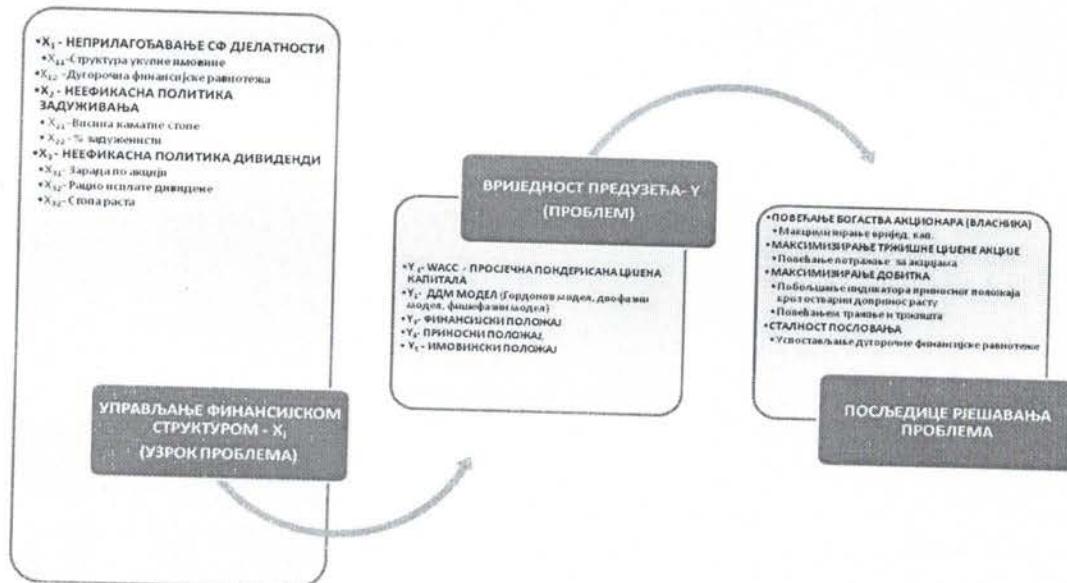
Претходно наведене констатације упућују на закључак да код појединих предузећа у Републици Српској није успављена дугорочна финансијска равнотежа, а усљед неefикасне политике задуживања и неefикасне политике дивиденде није успављен адекватан однос између политике задуживања и политике дивиденде. Такво стање у предузећима дефинитивно доводи до појаве лоших финансијских индикатора (показатеља финансијског, имовинског и приносног положаја). Према томе, такве појаве повећавају ризике који су специфични за предузеће, што ће довести до повећања цијене властитог капитала и повећања просјечне пондерисане цијене капитала (WACC). У таквим околностима долази до смањења вриједности самог предузећа, што ће за посљедицу имати, смањење богатства акционара (власника), угрожавања сталности пословања, минимизирања добика. У складу са чињеницама које су наведене у претходном дијелу текста проблем истраживања можемо формулисати у сљедећем облику:

**ДА ЛИ СЕ УПРАВЉАЊЕ ФИНАНСИЈСКОМ СТРУКТУРОМ, КРОЗ
УСПОСТАВЉАЊЕ АДЕКВАТНОГ ОДНОСА ИЗМЕЂУ ПОЛИТИКЕ
ЗАДУЖИВАЊА И ПОЛИТИКЕ ДИВИДЕНДЕ, МОЖЕ МАКСИМИЗИРАТИ
ВРИЈЕДНОСТИ ПРЕДУЗЕЋА?**

Опсежним истраживањем и анализом података потребно је предложити финансијски вишеракторски модел за управљање финансијском структуром предузећа. Примјеном предложеног финансијског модела за управљање финансијском структуром предузећа, успоставиће се адекватан однос између политике задуживања и политике дивиденде, што

⁵ Финансијски извјештаји су доступни на Бањалучкој берзи.

ће довести до смањања ризика везаних за предузеће и смањења просјечне пондерисане цијене капитала (WACC). Смањење просјечне пондерисане цијене капитала ће довести до максимизирање вриједности предузећа. Посљедица рјешавања проблема максимизирања вриједности предузећа, кроз ефикасно управљање финансијском структуром је: максимизирање богатства акционара, успостављања сталности пословања и максимизирање добитка у дугом року. Опис проблема истраживања се на најбољи начин може приказати кроз дијаграм узрок-посљедица (*Ishikawa дијаграм*).



Предмет истраживања

У складу са дефинисаном темом, те дефинисаним проблемом истраживања у оквиру овог докторског рада, предмет истраживања је:

„ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ ПРЕДУЗЕЋА“

На основу дефинисаног предмета истраживања може се констатовати да је географски обухват територија Републике Српске. Такође, предмет истраживања се може посматрати и у ужем смислу, те је предмет истраживања у ужем смислу:

„УПРАВЉАЊЕ ПОСЛОВНИМ ФИНАНСИЈАМА ПРЕДУЗЕЋА“

У оквиру предмета истраживања за један дио истраживања дефинисан је и временски обухват у трајању од 9 година, односно период од 1.1.2011. до 31.12.2019. године. Тадај период сматрамо репрезентативним и који ће на најбољи начин показати „понашање“ комплетне популације.

Предмет истраживања је подобан?

ДА

НЕ

IV.3 Најновија истраживања познавања предмета дисертације на основу изабране литературе са списком литературе

1. Bodie, Zvi; Kane, Alex; Alan, J. Marcus. (2009). *Основи инвестиција*, шесто издање. Београд: Дата Статус.
2. Bodie, Zvi; Kane, Alex; Alan, J. Marcus. (2006). *Почела улагања*, четврто издање.

Загреб: Мате д.о.о.

3. Brealey, A. Richard; Myers, C. Stewart; Marcus, J. Alan. (2007). *Основе корпоративних финансија*. Загреб: Мате.
4. Black, Fischer. (1972). *Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing*. Journal of Business, No 45.
5. Brigham, F. Eugene. (1989). *Fundamentals of Financial Management*. Chicago: The Dryden Press.
6. Van Horne, C. James и Wachowicz, M. John. (2002). *Основе финансијског менаџмента*, девето издање. Загреб: Мате д.о.о. Загреб.
7. Van Horne, C. James. (1992). *Financial Management and Policy*. New York: Prentice Hall Inc.
8. Damodaran, Aswath. (2007). *Корпоративне финансије, теорија и пракса*. Подгорица: МОДУС – центар за статистичка истраживања и прогнозе.
9. Damodaran, Aswath . (2006). *Дамодаран о валуацији*, друго издање. Загреб: Мате д.о.о.
10. Esch, Louis; Kieffer, Robert and Lopez, Thierry. (2005). *Asset and Risk Management*. John Wiley & Sons Ltd.
11. Денчић – Миахајлов, Ксенија. (2009). *Стратегија и тактика преузимања предузећа*. Ниш: Економски факултет.
12. Иванишевић, Милорад. (2012). Пословне финансије. Београд: Центар за издавачку делатност Економског факултета.
13. Иванишевић, Милорад. (2013). *Системски ризик и оцена рентабилности инвестиционих пројекта*. Acta Economica, 18, 105. - 116.
14. Jarrow, Robert. (1980). *Heterogeneous Expectations Restriction on Short Sales and Equilibrium Asset Prices*. Journal of Finance, December 1980.
15. Јањић, Драган. (2013). *Примјена CAPM модела приликом одређивања цијене акцијског капитала у Републици Српској*. Acta Economica, 19, 101. - 113.
16. Јањић, Драган. (2014). *Процењивање тржишне вриједности опција примјеном биномног модела*. Финансинг 01/14, стр. 45. - 51.
17. John Lintner. (1965). *The Valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*. Review of Economics and Statistics, No. 47.
18. Jorion, Philippe. (2003). *Financial Risk Manager Handbook*, Second Edition. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
19. Колетник, Франц. (1991). *Колико вриједи предузеће*. Загреб: Савез рачуноводствених и финансијских радника.
20. Колетник, Франц. (2010). *Разумијевање процјене вриједности предузећа*. Финансинг, 01/10, стр. 5.- 15.
21. Kendall, Maurice George. *The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices*, Journal of the Royal Statistical Society. Series A (General), Vol. 116, Issue 1, 1953, pp. 11-34.
22. Markowitz, M. Harry (1952). *Portfolio Selection*. The Journal of Finance, vol. 7, March 1952.
23. Markowitz, M. Harry (1993). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. Massachusetts: Basil Blackwell, Cambridge.
24. Микеревић, Драган. (2010). *Напредни стратешки финансијски менаџмент*, друго измијењено и допуњено издање. Бања Лука: Економски факултет, 2010.
25. Микеревић, Драган. (2009). *Финансијски менаџмент*, треће измијењено и допуњено издање. Бања Лука: Економски факултет.
26. Микеревић, Драган (2009). *Принципи и пракса процјене вриједности предузећа*. Бања Лука: Финрар д.о.о
27. Микеревић, Драган (2016). *Корпоративне финансије*. Бања Лука: Финрар д.о.о
28. Mishkin, S. Federic. (2006). *Монетарна економија, банкарство и финансијска*

- тржишта.* Београд: Дата статус.
29. Mishin, S. Federic. (2006). *Економија новца, банкарства финансијских и тржишта.* Загреб: Мате д.о.о.
 30. Mossin, Jan. (1966). *Equilibrium in Capital Market.* Econometrics, October 1966.
 31. Myers, C. Stewart. (1968). *Procedures for Capital Budgeting under Uncertainty.* Industrial Management Review 9.
 32. Myers, C. Stewart and Stuart M. Turnbull. (1977). *Capital Budgeting and the Capital Asset Pricing Model: Good News and Bad News.* Journal of Finance 32, (May 1977).
 33. Опкар, Силвије. (1997). *Вредовање предузећа.* Загреб: Инфоинвест д.о.о.
 34. Pratt, Shannon. (2008). *Vauling a Business, the analysis and Appraisal of Closely Held Companies, 5th Edition.* New York: The McGraw-Hill.
 35. Pratt, Shannon. and Laro, David. (2005). *Business Valuation and Taxes - Procedure, Law, and Perspective.* New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
 36. Pratt, Shannon. (2004). *Business Valuation.* New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. Hoboken
 37. Радивојац, Горан. (2013). *Изазови и преспективе инвестирања на финансијским тржиштима у развоју.* Бања Лука: Економски факултет и Финрар д.о.о.
 38. Радивојац, Горан. (2007). *CAPM модел и његова примјена на тржишту капитала Републике Српске.* Acta Economica, 7, 101. - 113.
 39. Радивојац, Горан. (2007). *Карактеристике функционисања развијених финансијских тржишта у послијекризном периоду.* Acta Economica, 7, 101. - 113.
 40. Радивојац, Горан. (2010). *Вредновање акција дисконтовањем дивиденде.* Финансинг, 01/10, стр. 5. - 15.
 41. Родић, Јован. (2003). *Теорија и анализа биланса.* Београд: Економика.
 42. Родић, Јован. (2013). *Процена вредности капитала осигуравајућих друштава.* Финрар 07/13, стр.
 43. Родић, Јован и Филиповић, Милован. (2010). *Процена вредности предузећа.* Београд: ASIMEX.
 44. Roll, R., *A CRITIQUE OF THE ASSET PRICING THEORY'S TESTS - Part I: On Past and Potential Testability of the Theory,* Journal of Financial Economics, March 1977, pp. 129-176.
 45. Stiglitz, J. (2004). *Економија јавног сектора.* Beograd: Ekonomski fakultet.
 46. Stiglitz, J. (2013). *Слободан пад: Америка, слободна тржишта и слом светске привреде.* Нови Сад: Академска књига.
 47. Stiglitz, J. (2014). *Велика подела.* Нови Сад: Академска књига.
 48. Treynor , J. L., *How to rate management of investment funds,* Harvard Business Review, January-February 1965, pp. 63-75.
 49. Tobin, James (1958). *Liquidity Preference as Behavior Towards Risk.* The Review of Economic Studies, XXV (February, 1958), pp. 65-86.
 50. Jensen, M. C., *Problems in selection of security portfolios: The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964,* Journal of Finance, May 1968, pp. 389-416.
 51. Jensen, M. C.; Black, F. and Scholes, M., *The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests,* *STUDIES IN THE THEORY OF CAPITAL MARKETS*, Michael (Jensen/ed) New York, Praeger, 1972
 52. Hsia, C., Fuller, R., A, *Simplified Common Stock Valuation Model,* Financial Analysts Journal, Vol. 40, No. 5 (Sep. - Oct., 1984), pp. 49-56.
 53. Fama, F. Eugene, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work,* The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, May 1970, pp. 383-417.
 54. Fama, E. and McBeth J., *Tests of Multiperiod Two Parameter Model,* Journal of Financial Economics, Vol. 1, No. 1, May 1974, pp. 43-66.
 55. Feibel, J. Bruce. (2003). *Investment Performance measurement.* New Jersey: John Wiley

& Sons, Inc.

56. Cooper, G. M. and Sharpe, W. F., *Risk-Return Classes of New York Stock Exchange Common Stocks, 1931–1967*, Financial Analysts Journal, Vol. 28, No. 2, March/April 1972, pp. 46-54.
57. Шошкић, Дејан. (2006). *Хартије од вредности: управљање портфолиом и инвестициони фондови*, шесто издање. Београд: Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду.
58. William Sharpe. (1964). *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*. Journal of Finance.
59. William Sharpe. (1964). *Portfolio theory and Capital Markets*. New York: McGraw-Hill.
60. William Sharpe, *Mutual Fund Performance*, Journal of Business, January 1966, pp. 119-138.
61. Wiggins, B. James. (1992). *Betas in Up and Down Markets*. The Financial Review, vol. 27, No 1, February.

Законски и правни прописи:

62. Закон о порезу на добит Републике Српске
63. Закон о привредним друштвима Републике Српске, Службени Гласник Републике Српске.
64. Закон о тржишту хартија од вриједности („Сл.гласник Републике Српске“ број: 36/09, 52/11)

Интернет извори:

65. www.blberza.com
66. www.londonstockexchange.com
67. <https://www.nyse.com/index>
68. <http://finance.yahoo.com>
69. <http://www.uopbih.org>
70. <http://www.ivsc.org/>
71. www.fastocks.com
72. www.appraisers.org
73. <http://www.appraisersassociation.org/>

Избор литературе је одговарајући?

ДА

НЕ

IV.4 Циљеви истраживања

Научни циљ

1. **Научно описивање.** У истраживачком дијелу докторске дисертације потребно је извршити анализу финансијских извјештаја 170 предузећа у Републици Српској, у периоду од 2011. до 2019. године. Уколико анализа финансијских извјештаја посматраних предузећа у Републици Српској покаже лоше показатеље пословања (показатељи финансијског, имовинског и приносног положаја), разлоге лоших финансијских показатеља, између остalog, треба тражити у узроцима проблема истраживања, а то су: *неприлагођеност структуре финансирања дјелатности у којој предузеће послује, неефикасна политика задуживања и неефикасна политика расподјеле добитка*. Све то доводи до смањења вриједности предузећа, а пољедица тога је смањење тржишне цијене акција усљед смањења потражње, а неуспостављена дугорочна финансијска равнотежа може да угрози сталност пословања предузећа у Републици Српској. Управљање финансијском структуром предузећа подразумјева: 1) ефикасно управљање политком задуживања, 2) ефикасно управљање политиком дивиденде и 3) успостављање дугорочне финансијске равнотеже.
2. **Научна класификација.** У оквиру теме докторске дисертације „Управљање финансијском структуром у функцији максимизирања вриједности предузећа“, вриједност предузећа зависи од три битна фактора, а то су: 1) дјелатност у којој предузеће послује (које је детерминисано структуром имовине), 2) политику задуживања и 3) политику дивиденде (расподјеле нето добитка). Те факторе једним именом можемо назвати „*успостављање финансијске структуре*“. Модификовањем финансијске структуре предузећа у зависности од та три фактора, која смо назвали успостављање финансијске структуре, максимизираће се вриједност предузећа. То ће за пољедицу имати повећање богаства акционара (власника), остваривање добитка у дугом року и остваривање сталности пословања.
3. **Научно откриће.** У циљу комплетног научног открића и доприноса економској науци и струци, биће предложен *финансијски модел за управљање финансијском структуром предузећа*, кроз који ће се моћи да успостави адекватан однос политike задуживања и политику дивиденде. Кроз примјену предложеног модела, биће приказан који је то адекватан однос између политike задуживања и политику дивиденде, односно, модел ће показати који је то адекватан рацио исплате дивиденде за одговарајући % задужености предузећа. Као контролне варијабле ће се користити: стопа раста, цијена дуга, коефицијент финансијске стабилности, учешће сталне имовине у структури укупне имовине и зарада по акцији⁶. Примјеном предложеног *финансијског модела успостављања финансијске структуре* максимизираће се вриједност предузећа у Републици Српској.
4. **Научно објашњење.** Управљањем финансијском структуром предузећа, кроз успостављање адекватног односа између политике задуживања и политику дивиденде, ствара се амбијент у коме ће показатељи пословања предузећа бити много бољи, него прије успостављања адекватног односа. У таквим околностима, у којим је дошло до побољшања пословних показатеља, а у првом реду коефицијнета финансијске стабилности, долази до смањења ризика, што у крајњем контексту доводи до смањења просјечне пондерисане цијене капитала (WACC) и максимизирања вриједности предузећа. Као пољедица максимизирања

⁶ Код друштава са ограниченој одговорношћу то је стопа приноса на основни капитал.

вриједности предузећа долази до максимизирања богатства власника капитала, а успостављањем дугорочне финансијске равнотеже и стварањем услова за остваривање добитка у дугом року, оствариће се „финансијски континуитет“ и сталност пословања.

5. **Научно предвиђање.** У циљу основне функције научног знања, управљањем финансијском структуром, кроз успостављање адекватног односа између политike задуживања и политike дивиденде, максимизираће се вриједност предузећа. Примјењујући исту методологију, моћиће се извршити оптимизација финансијске структуре за било које предузеће у Републици Српској и свијету.

Друштвени циљ

Користи од резултата истраживања ће имати:

1. **Држава.** Успостављањем финансијске структуре предузећа, Влада Републике Српске ће моћи да максимизира вриједност својих стратешких предузећа (нпр. Електропривреда Републике Српске). Такође, успостављањем финансијске структуре предузећа створиће се предуслови да предузеће кроз адекватну пословну политику повећава пословне приходе, што ће у крајњем контексту повећати и опорезиву добит, чиме би држава остваривала више прихода од директних пореза.
2. **Акционари.** Највећу корист од овог истраживања ће имати власници и акционари предузећа у Републици Српској. Успостављањем финансијске структуре предузећа, кроз успостављање адекватног односа између политike задуживања и политike дивиденде, за коначну посљедицу ће имати максимизирање богатства акционара.
3. **Повјериоци (банке).** Успостављањем финансијске структуре, кроз успостављање адекватног односа између политike задуживања и политike дивиденде, смањиће се ризици везани за посматрано предузеће, што ће итекако утицати на повећање повјерења банака у посматрано предузеће, приликом неких наредних задужења за капиталне пројекте који ће повећати интерну стопу раста посматраних предузећа.
4. **Академска заједница.** Корист од овог истраживања ће имати и академска заједница у Републици Српској. Сигурни смо да ће тврђе, чињенице и докази који ће бити приказани у овом докторском раду бити од користи како академској заједници, тако и студентима, те другим истраживачима и теоретичарима.

Циљеви истраживања су одговарајући?

ДА

НЕ

IV.5 Хипотезе истраживања: главна и помоћне хипотезе

Главна хипотеза

Кроз ефикасно управљање финансијском структуром, биће формирана финансијска структура, која је посљедица дефинисања адекватног односа између политike задуживања и политike дивиденде. Ефикасна финансијска структура је она структура која ће максимизирати вриједност предузећа. Посљедице ријешавања проблема максимизирања вриједности предузећа су: остваривање добитка у дугом року, повећање богатства акционара (власника капитала) и сталност пословања. У том контексту, главна хипотеза представља мисаони одговор на проблем истраживања. Сходно томе, главну хипотезу ћемо поставити у сљедећем облику:

“УПРАВЉАЊЕМ ФИНАНСИЈСКОМ СТРУКТУРОМ, КРОЗ УСПОСТАВЉАЊЕ АДЕКВАТНОГ ОДНОСА ИЗМЕЂУ ПОЛИТИКЕ ЗАДУЖИВАЊА И ПОЛИТИКЕ ДИВИДЕНДЕ, СЕ МАКСИМИЗИРА ВРИЈЕДНОСТ ПРЕДУЗЕЋА”

Уважавајући теоријске концепције приносног приступа, вриједност предузећа се дефинише као садашња вриједност његових будућих користи (новчаних токова). Дакле, вриједност предузећа се заснива на њиховој способности да својим власницима обезбједи одређене приносе у дужем периоду, укључујући и резидуалну вриједност на крају периода. У складу са Ишикава дијаграмом, у процесу утврђивања вриједности предузећа, користиће се један од тренутно најактуелнијих модела вредновања у свјетској научној теорији и пракси, а то су ДДМ модели, који обухватају: Гордонов модел раста, двофазни модел и вишефазне моделе.

У оквиру докторске дисертације ће бити предложен конкретан финансијски модел управљања финансијском структуром за успостављање адекватног односа између политike задуживања и политike дивиденде. Предложени финансијски модел ће нам показати који је то адекватан однос између рација исплате дивиденде и одређеног % задужености предузећа. Поред тога, као независне варијабле („контролне“ варијабле) ће се користити и структура имовине, коефицијент финансијске стабилности, „захтјевани“ ЕПС,⁷ стопа раста предузећа, цијена позамљеног капитала предузећа.

Тестирање главне хипотезе у докторском раду, ће се обавити путем примјене предложеног финансијског модела управљања финансијском структуром за успостављање адекватног односа између политike задуживања и политike дивиденде. Према томе, примјеном предложеног финансијског модела успоставиће се адекватан однос између политike дивиденде (који је посматран кроз рација исплате дивиденде) и политike задуживања предузећа (који је посматран кроз % задужености предузећа). Уколико је, након успостављног адекватног односа између политike задуживања и политike дивиденде, вриједност предузећа већа, у том случају је максимизирана вриједност предузећа. Према томе, ће се управљањем финансијском структуром, кроз успостављање адекватног односа између политike задуживања и политike дивиденде максимизирати вриједности предузећа.

Помоћне хипотезе

У оквиру рада ће бити постављене и три помоћне хипотезе, а то су:

Помоћна хипотеза број 1: **Прилогођавањем структуре финансирања дјелатности у којој предузеће послује (структуре имовине), максимизираће се вриједност предузећа.**

⁷ Код друштава са ограниченом одговорношћу то је захтјевана стопа приноса на основни капитал.

Финансијска структура је неприлагођена ако је коефицијент финансијске стабилности већи од 1 (словима: један). Тестирање помоћне хипотезе број 1 ће се обавити путем упоређивања вриједности предузећа прије прилагођавања структуре финансирања *дјелатности у којој предузеће послује* и послије прилагођавања структуре финансирања *дјелатности у којој предузеће послује*. Дакле, под претпоставком да су све остale структуре дјелатности у којој предузеће послује већа од вриједности предузећа прије извршеног прилагођавања, у том случају се финансијском структуром може утицати на вриједност предузећа, где је вриједност предузећа је максимизирана.

Помоћна хипотеза број 2: Ефикасном политиком здуживања, кроз прилагођавање финансијске структуре тржишној каматној стопи, максимизираће се вриједност предузећа.

Политика задуживања је неефикасна ако је при одређеном % задужености предузећа, просјечна цијена позајмељног капитала предузећа већа од актуелне тржишне каматне стопе. Тестирање помоћне хипотезе број 2 ће се обавити путем упоређивања вриједности предузећа прије прилагођивања (веће) просјечне цијене позајмељног капитала (мањој) актуелној тржишној каматној стопи и послије прилагођивања. Дакле, под претпоставком да су све остale варијабле фиксне, а при одређеном % задужености, уколико је вриједност предузећа послије прилагођивања (веће) просјечне цијене позајмељног капитала (мањој) актуелној тржишној каматној стопи, већа од вриједности предузећа прије извршеног прилагођавања, у том случају се ефикасном политиком задуживања, утиче на вриједност предузећа, јер вриједност предузећа максимизирана.

Помоћна хипотеза број 3: Ефикасном политиком дивиденди, кроз прилагођавање стопи раста предузећа, максимизираће се вриједност предузећа.

Дивидендну политику сваког предузећа (политика расподјеле добитка), а која се математички посматра кроз рацио исплате дивиденде, детерминишу два фактора, а то су: ЕПС (зарада по акцији) и стопа раста предузећа. Према томе, дивидендна политика (политика расподјеле добитка) је неефикасна ако рацио исплате дивиденде није усклађен са стопом раста, јер некада веће стопе раста захтијевају мањи рацио исплате дивиденде и обрнуто. То практично значи да је негативан коефицијент корелације између кретања рација исплате дивиденде и кратиња стопе раста предузећа. Тестирање помоћне хипотезе број 3 ће се обавити путем упоређивања вриједности предузећа прије прилагођавања политike дивиденде (која је посматрана кроз рацио исплате дивиденде) захтјеваној стопи раста предузећа и послије прилагођавања. Дакле, под претпоставком да су све остale варијабле фиксне, уколико је вриједност предузећа, послије прилагођавања политike дивиденде (која је посматрана кроз рацио исплате дивиденде) захтјеваној стопи раста предузећа, већа од вриједности прије извршеног прилагођавања у том случају се ефикасном политиком дивиденде, може утицати на вриједност предузећа, јер је вриједност предузећа максимизирана.

Хипотезе истраживања су јасно дефинисане?

ДА

НЕ

IV.6 Очекивани резултати хипотезе

Резултати истраживања огледају се у научном и друштвеном доприносу, јер ћемо на основу постављених циљева и добијених резултата створити јасну слику како се управљањем финансијском структуром, кроз успостављање адекватног односа између политike задуживања и политike дивиденди, максимизира вриједност предузећа.

Научни допринос истраживања

Научни допринос се огледа у: аналитичком и теоријском значају овог истраживања.

Аналитички значај. Аналитички значај истраживања представља могућност прилагођавања структуре финансирања предузећа условима и карактеристикама дјелатности у којој предузеће послује (структуре имовине), на такав начин да ће предложени модел прилагођавања омогућити да предузеће побољша своје финансијске перформансе, што ће у коначаном ефекту максимизирати вриједност предузећа. Поред тога, аналитички значај се огледа у ефикасној политици задуживања. Ефикасном политиком задуживања, се подразумјева задуживање по оним каматним стопама које ће смањити просјечну цијену позамјљног капитала предузећа у Републици Српској, а да задуженост предузећа остане непромјењена. Таква ефикасна политика задуживања ће максимизираће вриједност предузећа.

Међутим, у оквиру докторске дисертације ће бити предложен вишеструки регресиони финансијски модел за успостављање адекватног односа између политike задуживања и политike дивиденди. Предложени вишеструки регресиони модел, који ће бити приказан у докторској дисертацији, ће показати да ће ефикасно управљање финансијском структуром, кроз успостављање адекватног односа између политike задуживања и политike дивиденде, максимизирати вриједности предузећа. Резултати примјене претходног финансијског модела за управљање финансијском структуром предузећа, ће показати који је адекватан рацио исплате дивиденде за одређени % (проценат) задужености предузећа у Републици Српској. Успостављањем адекватног односа између политike задуживања и политike дивиденде максимизираће се вриједност предузећа у Републици Српској. То ће за посљедицу имати раст тржишне цијене акција, максимизирање богатства акционара, стварање предуслова за максимизирање добитка у дугом року, као и остваривање сталности пословања у дугом року.

Такође, користећи исту методологију, која ће бити приказана у докторској дисертацији, кроз ефикасно управљање финансијском структуром, моћиће се успоставити адекватан однос између политike задуживања и политike дивиденде за било које предузеће у Републици Српској, региону и свијету.

Теоријски значај. Ово истраживање би требало допринијети досадашњим теоријама из ове области истраживања. Истражујући литературу дошли смо до закључка да је ово још увијек недовољно истражено подручје у домаћој и стрanoј литератури. Стoga ћemo настојати да овом дисертацијом бар дјелимично употпунимо досадашња домаћа и страна истраживања из ове области.

На основу наведеног и проведених истраживања можемо очекивати да ћемо бити у могућности да потврдимо или одбацимо постављене хипотезе истраживања, односно да се „управљањем финансијском структуром, кроз успостављање адекватног односа између политike задуживања и политike дивиденде, максимизира вриједност предузећа“.

Друштвени допринос истраживања

Што се тиче друштвеног доприноса, ова дисертација би требала да омогући примјену добијених резултата у пракси, од чега ће највећу корист имати акционари (власници). Успостављањем адекватног односа између политике задуживања и политике дивиденде повећава се вриједност предузећа, максимизира тржишна цijена акција, а што ће у крајњем контексту довести до максимизирања богаства акционара. Ако проблем између политике задуживања и политике дивиденде код предузећа, би могло допринијети даљем економском развоју и напретку привреде Републике Српске.

Сматрамо да ће добијени резултати користити и *академској заједници*, која ће бити у могућности да се детаљније упозна са успостављањем адекватног односа између политике задуживања и политике дивиденде. С обзиром на то, да поред ранијих истраживања, истраживања из ове области су и релативно новијег датума, те сходно томе очекујемо да овај рад пробуди већа интересовања академске заједнице за истраживања у овој области.

Поред чињеница које смо приказали у претходном дијелу текста, овај рад ће заинтересовати *ширу јавност* за значај ефикасног управљања финансијском структуром предузећа у Републици Српској, јер ће се са успостављањем адекватног односа између политике задуживања и политике дивиденде максимизирти вриједност предузећа у Републици Српској, што ће привући нове инвеститоре у Републику Српску, а кроз нове капиталне инвестиције ће се утицати на привредни раст и развој Републике Српске. То би сигурно омогућило и јачање конкурентске позиције привреде Републике Српске на светском тржишту.

Очекивани резултати представљају значајан научни допринос? ДА НЕ

IV.7 План рада и временска динамика

АКТИВНОСТИ ИЗРАДЕ ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ	ВРЕМЕНСКО РАЗДОБЉЕ								
	2020	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021
	XII	I-II	II-IV	IV-VI	VI-VIII	IX	X	XI	IX-XII
Прикупљање литерарног материјала из одабраног подручја истраживања	1 мј.	2 мј.							
Проучавање извора литературе, досадашњих теоријских и емпиријских налаза и обликовање истраживачке теме		2 мј.							
Дефинисање предмета истраживања, циљева истраживања, радних хипотеза и модела истраживања			2 мј.						
Израда теоријског дијела докторске дисертације				2 мј.					
Припрема емпиријског истраживања					2 мј.				
Прикупљање података						1 мј.			
Статистичка анализа прикупљених података							1 мј.		
Анализа и интерпретација добијених резултата								1 мј.	

истраживања, те обликовање закључчака Преглед рада од стране ментора и осталих чланова комисије, те преправке рада на темељу добијених сугестија										2 mj.
---	--	--	--	--	--	--	--	--	--	-------

План рада и временска динамика су одговарајући?

ДА

НЕ

IV.8 Метод и узорак истраживања

У процесу утврђивања вриједности предузећа, а како би се иста могла упоређивати, користиће се најактуелније методе вредновања, а то су ДДМ методе, који обухватају:

1. гордонов модел раста,
2. двофазни модел и
3. вишефазене моделе.

У оквиру докторске дисертације је примјеном ових модела неопходно утврдити каква је тренутна вриједност посматраних предузећа и какве су могућности да се управљањем финансијском структуром, кроз успостављање адекватног односа између политike задуживања и политike дивиденде, максимизира вриједност предузећа у Републици Српској.

Такође, у докторској дисертацији ће се користити и економетријски модел, а то је модел вишеструке регресије. Дакле, биће предложен конкретан економетријски финансијски модел за управљање финансијском структуром предузећа. Основни задатак овог модела јесте да се успостави адекватан однос између политike задуживања и политike дивиденде, а све у циљу максимизирања вриједности предузећа. У том смислу као, зависна варијабла ће се користити рацио плаћања дивиденде (d), а као „контролне“ независне варијабле ће се користити:

1. учешће дуга у укупној пасиви (LEVERAGE),
2. цијену дуга (CoD),
3. стопа раста (GROWTH),
4. коефицинет финансијске стабилности (KFS)
5. учешће сталне имовине у структури укупне имовине (LA), и
6. очекивана зарада по акцији (EPS).

У складу са чињеницама које су изнесене у претходном дијелу текста, у овом раду, кроз емпиријско истраживање потребно је показати и испитати везу кроз сљедећи вишеструки регресиони модел.

$$d = \alpha + \beta_1 \text{LEVERAGE} + \beta_2 \text{CoD} + \beta_3 \text{GROWTH} + \beta_4 \text{KFS} + \beta_5 \text{LA} + \beta_6 \text{EPS} + \varepsilon$$

Резултати примјене претходног финансијског модела за управљање финансијском структуром предузећа, ће показати који је адекватан рацио исплате дивиденде за одређени % задужености предузећа у Републици Српској. Рацио исплате дивиденде се мора кретати у интервалу од 0 до 1. Након тога, на основу свих елемената из предложеног економетријског модела (стопе раста и захтјеваног ЕПС-а), приступиће се утврђивању вриједности акције, односно вриједности предузећа. Уколико је вриједност предузећа, након успостављања адекватног односа између политike задуживања и политike дивиденде, већа од вриједности предузећа прије успостављања адекватног односа, биће доказана истинитост постављене главне хипотезе.

Приликом формирања финансијског модела биће дефинисан узорак (први узорак), на основу кога ћемо сагледати међувисност независних варибли и зависне варијабле. Предузећа која буду предмет тог узорка, на основу чијих података ће се формирати финансијски вишеракторски модел, ће на дан 31.12.2020. године морати да испуњавају одговарајуће услове. Ти услови су сљедећи:

- да су акције у целини уплаћене,
- да су акције неограничено преносиве,
- да су акције емитоване у нематеријализованом облику,
- да је извјештај о ревизији годишњих финансијских извјештаја састављен у складу са законом са израженим позитивним мишљењем или мишљењем са резервом,
- књиговодствена вриједност акција или тржишна капитализација уврштених акција мора да буде минимално 1.000.000 КМ,
- да предузеће има најмање три године пословања,
- да предузеће има усвојени писани кодекс понашања или су прихваћени стандарди корпоративног управљања које доноси Комисија за хартије од вриједности РС,
- удио акција у власништву јавности најмање 10% или 500.000 КМ,
- број ималаца акција је најмање 50.

Након формирања финансијског модела за управљање финансијском структуром предузећа, приступиће се тестирању самог модела на слободном узорку (други узорак) од око 170 (словима: стотинуседамдесет) предузећа. За испитивање и тестирање репрезентативног узорка, примјеном овог модела, биће потребна примјена адекватних и софистицираних софтверских механизама, као што је SPSS, који је широко примјењен у научној теорији. Такође приликом анализе и обраде података користиће се и „напредни“ Microsoft Excel.

Метод и узорак су одговарајући?

ДА

НЕ

IV.9 Мјесто, лабораторија и опрема за експериментални рад

Услови за експериментали рад су одговарајући?

ДА

НЕ

IV.10 Методе обраде података

Да би се успоставила веза између адекватног односа политике задуживања, политике дивиденде у сврху максимизирања вриједности предузећа, приступићемо прво прикупљању, обради и анализи секундарних и примарних података. Поред тога, у оквиру теоријског дијела истраживања извршићемо преглед домаће и стране литературе, како бисмо утврдили резултате скорањих истраживања у овој области. Приликом теоријског истраживања прикупићемо податке и о стању у развијеним привредама (САД и Велика Британија), као и о могућностима примјене ових сазнања на привреду у Републици Српској. У оквиру емпиријског истраживања утврдићемо и тестирати узорак предузећа из Републике Српске. Тај узорак ће бити репрезентативан и одражаваће кретање комплетне популације у Републици Српској.

У процесу научног истраживања користићемо сљедеће методе:

1. анализа и синтеза (нпр. приликом анализирања финансијских извјештаја и утврђивања и анализе цијене капитала итд),
2. апстракција (нпр. приликом дефинисања одговарајућих претпоставки код формирања економетријског модела),
3. компарације и класификације (нпр. приликом упоређивања вриједности предuzeћа, приликом упоређивања добијених резултата са регионом итд.).

Поред наведеног, приликом израде модела примјениће се методе индукције и дедукције, моделирања, те графичко приказивање. Методом индукције утврдиће се општи модел за успостављање адекватаног односа између политике задуживања и политике дивиденде, а методом дедукције ће бити приказан начин на који је могуће општи модел примјенити у осталим (сличним) ситуацијама.

Примијењене технике прикупљања података су: (1) посматрање, (2) класификација и мјерење, (3) експеримент и (4) анализа садржаја.

Предложене методе су одговарајући?

ДА

НЕ

В ЗАКЉУЧАК

Кандидат је подобан	<input checked="" type="checkbox"/>	ДА	НЕ
Тема је подобна	<input checked="" type="checkbox"/>	ДА	НЕ

Образложење:

Ова докторска дисертација представља научну обраду актуелне теме „Управљање финансијском структуром у функцији максимизирања вриједности предузећа“.

Постављене су функционалне, јасне и одрживе хипотезе. Предмет и циљ истраживања добро су структурирани и усаглашени са насловом. Извршен је адекватан одабир научних метода и селекција литературе. Резултати истраживања ће обогатити научни и практични фундус у БиХ и региону.

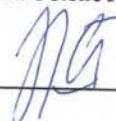
Цијенећи ове, као и остале наводе из овог Изјештаја, комисија даје позитивну ојјену подобности теме, кандидата и ментора за израду докторске дисертације кандидата Јањић Драгана.

Датум: 10.5.2021. године



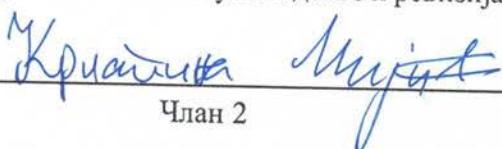
Предсједник комисије

Проф. др Срђан Лалић, ванредни професор
Ужа научна област: Рачуноводство и ревизија



Члан 1

Проф. др Дејан Јакшић, редовни професор
Ужа научна област: Рачуноводство и ревизија



Члан 2

Доц. др Кристина Мијић, доцент
Ужа научна област: Рачуноводство и ревизија