

**УНИВЕРЗИТЕТ У БАЊОЈ ЛУЦИ  
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ**



**ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ**  
Универзитета у Бањој Луци

ПРИМЉЕНО: 14. 3. 2016			
ОРГ. ЈЕД.	БРОЈ	ПРИЛОГ	ПРЕДНОСТ
13/1	498	16	

**ИЗВЈЕШТАЈ**

*о оцјени урађене докторске тезе*

*мр Бојана Ћудића*

**ПОДАЦИ О КОМИСИЈИ**

На основу члана 149. Закона о високом образовању („Службени гласник Републике Српске“, бр. 73/10, 104/11, 84/12 и 108/13 и 44/15), члана 54. Статута Универзитета у Бањој Луци и члана 20. Статута Економског факултета, Наставно-научно вијеће Економског факултета Универзитета у Бањој Луци, на III сједници одржаној 03.02.2016. године, донијело је Одлуку број: 13/3.150-III-6/16, о именовану Комисије за оцјену урађене докторске дисертације кандидата Мр Бојана Ћудића под насловом: „Улога и значај фондова ризичног капитала за раст и развој малих и средњих предузећа“.

Састав комисије је сљедећи:

1. Проф. др Никола Вукмировић, редовни професор, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, ужа научна област Предузетничка економија, председник;
2. Проф. др Јово Атељевић, редовни професор, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, ужа научна област Менаџмент, члан;
3. Проф. др Мирослав Тодоровић, ванредни професор, Економски факултет Универзитета у Београду, ужа научна област Рачуноводство и пословне финансије, члан.

Комисија је детаљно проучила урађену докторску дисертацију мр Бојана Ћудића под наведеним насловом и у пуној међусобној сагласности Наставно-научном вијећу Економског факултета и Сенату Универзитета у Бањој Луци подноси сљедећи извјештај.

## 1. УВОДНИ ДИО ОЦЈЕНЕ ДОКТОРСКЕ ТЕЗЕ

Докторска дисертација кандидата мр Бојана Ђудића, дипл. економсте, под насловом: „Улога и значај фондова ризичног капитала за раст и развој малих и средњих предузећа“ написана је ћиричним писмом (*Times New Roman*, фонт 12, проред 1,5). Дисертација је написана на укупно 285 страница, од чега је 254 страница чистог текста, 8 страница литературе, 10 страница прилога, 4 странице пописа слика, табела и графикона, а осталих 9 страница односи се на наслов, сажетак на српском и енглеском језику и садржај. Дисертација је илустрована са 19 слика, 58 табела и 42 графикона. Укупан фонд литературе састоји се од 142 јединице.

Предметна докторска дисертација подијељена је на шест међусобно усклађених цјелина. У првој су садржана уводна разматрања у вези са темом докторске тезе, наредних пет радних дијелова чини теоријско-аналитички дио докторске тезе, а шести дио је синтеза резултата са закључцима и препорукама, док је на крају рада дат попис литературе.

Након Увода, који дефинише предмет, циљ, хипотетички оквир и методе истраживања, наслови осталих поглавља предметне тезе су сљедећи:

1. Потенцијали малих и средњих предузећа;
2. Изазови финансирања развојних пројеката малих и средњих предузећа;
3. Ризик и неизвјесност код финансирања развоја малих и средњих предузећа;
4. Улога фондова ризичног капитала у развоју малих и средњих предузећа;
5. Политике земаља Западног Балкана према фондовима ризичног капитала;
6. Закључак.

Рад је у основи, садржајно и концептуално, компонован од сљедећих дијелова:

У **првом поглављу** дисертације дефинисан је појам малих и средњих предузећа (у даљем тексту: МСП), значај МСП за развој привреде, конкурентске снаге МСП те је указано на специфичности МСП у односу на велика предузећа, са посебним освртом на породична предузећа. У том поглављу анализирани су поједине стратегије и правци раста и развоја МСП. Кандидат сугерише да је за раст и развој МСП потребна подршка великог броја различитих институција, прије свега финансијских, али и институција из области законодавства, научних институција, невладиног сектора и сл. Наведен је примјер земаља ЕУ, гдје владе доносе прописе који су фокусирани на подршку МСП у свим сегментима њиховог пословања, а у циљу стимулисања њиховог раста и јачања конкурентности.

У **другом поглављу** приказани су најчешћи извори финансирања раста и развоја МСП у свијету и у земљама Западног Балкана. Кандидат истиче да проблематика финансирања развоја предузећа представља једну од најактуелнијих тема у области пословних финансија и значајно подручје научног истраживања. Исто тако, наведено је да политика финансирања треба да буде израђена на основу расположивих извора финансирања, узимајући у обзир цијену финансијских средстава, њихове предности и недостатке и ризике које са собом носе поједини извори. У овом поглављу обављена је компаративна анализа најчешће коришћених извора финансирања развоја МСП у земљама ЕУ, САД, Јапану и земљама Западног Балкана. Државни модели финансијске подршке МСП представљени су кроз емпиријску анализу и поређење различитих модела подстицаја у различитим земљама.

**Треће поглавље** бави се основним питањима у вези са ризицима и неизвјесностима. Питање на које су понуђени одговори у овоме поглављу гласи: Који начин финансирања доводи до најбржег развоја МСП у зависности од ризика које са собом

носе поједини извори, те од фазе развоја у којој се предузеће налази?

Кандидат истиче да се сама оцјена нивоа ризика који са собом носи одређени начин финансирања заснива на информацијама и неопходним анализама. Откривање, груписање и анализа извора ризика формулисани су на основу прихватљивих вриједности за сваку инвестицију која је предмет реализације, без обзира на врсту, величину, сложеност и тип пројекта. Објашњено је да процес квантификације и анализе ризика представља примјену одређених метода и техника, у складу са општим карактеристикама пројектног извођења посла и процеса управљања ризиком пројекта. Турбулентност и разноликост интерних и посебно екстерних фактора у којима послују МСП релативизира постојећу позицију и начин реаговања на шансе и опасности, те се кроз одговарајућу методолошку анализу и процес одлучивања, отвара пут адекватног реаговања у динамичном окружењу.

**Четврто поглавље** докторске дисертације фокусиран је на фондове ризичног капитала. Он одговара на питања: Шта су фондови ризичног капитала? Која је процедура улагања фондова ризичног капитала? Зашто допустити улазак фонда ризичног капитала у власничку структуру предузећа? У овом дијелу представљена је историја развоја фондова ризичног капитала, агенцијски проблем код улагања ове врсте, однос развоја фондова ризичног капитала и привлачења страних инвестиција. Дат је и посебан осврт на процес улагања фондова ризичног капитала, њихове предности и недостатке, те на излазне могућности фондова ризичног капитала у земљама Западног Балкана. На основу цјелокупног истраживања, укупних резултата и закључака, изнесени су ставови, те дати приједлози институцијама у циљу стварања повољнијих услова за развој овог начина финансирања.

**Пето поглавље** посвећено је емпиријској анализи пословања фондова ризичног капитала у земљама Западног Балкана. У овом дијелу посебно је обрађено питање значаја добро уређеног пореског и правног окружења за успјешан развој фондова ризичног капитала и тренутним условима за развој ове врсте улагања у земљама Западног Балкана.

Закључак представља системску, концизну и језгровиту синтезу спознаја научних чињеница, научних теорија изнесених у раду, а којим је доказана главна и помоћне хипотезе. Компарирајући податке о модалитетима финансирања развоја МСП у земљама Западног Балкана и земљама зрелих тржишних економија кандидат **закључује** да су МСП која послују у земљама Западног Балкана склонија интерним изворима финансирања и разним врстама кредита који су им у суштини и најдоступнији, док је за МСП која послују у земљама зрелих тржишних економија на располагању шири спектар извора финансирања, укључујући и фондове ризичног капитала, које она успјешно користе. Кандидат, путем примјене одговарајуће методологије научног истраживања, закључује да оваква ситуација отвара простор за развој значајног броја нових инструмената финансирања МСП у земљама Западног Балкана.

## 2.УВОД И ПРЕГЛЕД ЛИТЕРАТУРЕ

Пракса је показала да је један од најчешћих проблема МСП како пронаћи одговарајуће изворе финансирања, што је посебно изражено у условима економске кризе. Како до повољнијих извора средстава - питање је са којим се суочава свако предузеће, било да је ријеч о разрађеном послу са историјом, или је ријеч о предузећу које тек „уходава“ своје пословање (*Свијановић, 2008.*)

Извори финансирања развоја предузећа могу бити различити: од банкарских кредита и лизинга, преко акција и обвезница, па све до фондова ризичног капитала.

Истраживања су показала да на избор начина финансирања утичу, уз остало и то шта се финансира (иновација, набавка опреме, изградња објекта) и пословно окружење. МСП европских континенталних економија углавном се финансирају путем банака, као и МСП Јапана, док су тржишту капитала више оријентисана предузећа у Великој Британији и САД.

Сваки од начина финансирања има одређене предности и недостатке, те са собом носи одређене ризике. Финансирање развоја предузећа може се приказати и према фазама развоја предузећа: (а) експериментала или сјеменска фаза (*eng. seed*), (б) почетна фаза (*eng. start-up*), (ц) фаза експанзије (*eng. expansion*), (д) фаза докапитализације и (е) фаза преузимања (*eng. buyout*), продаја већинског удјела предузећа. Тако се у почетним фазама развоја препоручују властита средства, средства породице, пријатеља и др., док се у каснијим фазама развоја препоручују средства финансијских институција (Лучић, 2006, стр.11-13).

Банке се према правилу нерадо упуштају у финансирање развојних пројеката малих нових предузећа. Ако се и одлуче на то да им одобре кредит обрачунавају високу каматну стопу, која умјесто да помогне развој новооснованог предузећа успорава његов рад. Са друге стране, фондови ризичног капитала предност дају малим предузећима са развојним потенцијалом.

Оснивање фондова ризичног капитала подстиче развој предузетништва кроз покретања предузетничких пројеката, јер утиче на отварање нових радних мјеста, повећава конкурентност, повећава ликвидност на тржишту капитала, пружа атрактивне инвестиционе могућности, пружа могућност инвестирања у иновације, те привлачи страни капитал за даље инвестиције.

Фондови ризичног капитала помажу предузећима да се развију и буду успјешнија користећи више различитих модела. Између осталог, помажу предузећима да креирају маркетиншке планове, запосле нове маркетиншке тимове, добију правилне савјете и подршку при продаји, идентификују области у којима је потребно побољшати пословање, организују посјете експерата, активно прате развој предузећа, идентификују нове изворе финансирања, поузданије планирају пословање и буџетирање, успостављају боље рачуноводствене и информационе системе, помажу при идентификовању и имплементирању нових технологија, трансферу знања и сл. (*Stefanović, 2009*).

Средства фондова ризичног капитала су, у правилу, намијењена за инвестирање у мала, нова предузећа која имају потенцијал да брзо прерасту у средња и велика и која могу значајно да допринесе развоју локалне, регионалне и националне економије. Најпознатији примјери компанија које су своје предузетничке пројекте започеле уз помоћ фондова ризичног капитала су: *Google, Microsoft, Intel, Facebook, Apple, Cisco, FedEx* и др. (*Cumming, 2010*). Међутим, да могућност финансирања путем фондова ризичног капитала није резервисано само за развијене тржишне економије, показују примјери предузећа са Западног Балкана, која су свој развој финансирала на овај начин. Нека од њих су: Метал Индустри д.о.о. (БиХ), Фратело а.д. (БиХ), Фабрика цемента Лукавац а.д. (БиХ), Холц д.о.о. (БиХ), Теле2 д.о.о. (Хрватска), Магма д.о.о. (Хрватска), Вулић и Вулић д.о.о. (Србија), Викторија група а.д. (Србија) и сл.

Основна истраживачка питања, у вези са проблемом и предметом истраживања, на која су дати одговори у истраживању су:

- Које универзалне препоруке, искуства, сугестије, закључци се могу формулисати на основу досадашњег рада фондова ризичног капитала?
- Које су опште карактеристике (корелације, трендови) финансирања развоја МСП путем фондова ризичног капитала?



- Које су користи за предузећа од партнерства са фондовима ризичног капитала?
- Шта обесхрабрује предузећа да се финансирају путем фондова ризичног капитала?
- Који концепт или метод предузетничког маркетинга се може примијенити у охрабривању МСП да се финансирају путем фондова ризичног капитала?
- Које пројекте је најпогодније финансирати путем фондова ризичног капитала?
- На који начин фондови ризичног капитала стимулишу иновације?
- Каква је тренутна улога фондова ризичног капитала у земљама Западног Балкана?
- Каква је спремност МСП на сарадњу са фондовима ризичног капитала у земљама Западног Балкана?
- На који начин држава може да стимулише развој фондова ризичног капитала?
- У ком правцу се развијају фондови ризичног капитала у земљама зрелих тржишних економија?

*Сврха истраживања* јесте да се утврди на који начин фондови ризичног капитала могу да помогну МСП да постигну изнад просјечни раст, односно да остваре нешто ново, различито од постојећег. Другим ријечима, сврха је да буду утврђене смјернице за развој фондова ризичног капитала како би они обезбиједили успјешније пословање и бржи раст и развој МСП.

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

*Какав утицај фондови ризичног капитала имају на раст и развој МСП?*

Проблем је полазни, кључни елемент научног истраживања, који представља мотив истраживања и у овом раду. Из проблема научног истраживања, проистекао је предмет истраживања. Предмет научног истраживања у овом раду су пословни извори финансирања развојних пројеката МСП, са фокусом на фондове ризичног капитала.

Из проблема и предмета научног истраживања произашле су хипотезе које је кандидат доказао у истраживачком дијелу рада кроз адекватна анкетања, тестирања, компаративне анализе и сл. На тај начин кандидат је формулисао закључке о перформансама МСП финансираних путем фондова ризичног капитала.

*Дакле, предмет докторског истраживања су пословни извори финансирања развојних пројеката МСП, са фокусом на фондове ризичног капитала.*

У складу са темом, проблемом и предметом истраживања, кандидат је дефинисао научне и друштвене циљеве, те основну и помоћне хипотезе дисертације.

**Научни циљ истраживања** био је да се дође до одређеног нивоа научног сазнања о проблему истраживања, путем научног описивања, научне класификације, научног објашњења и научног предвиђања.

У оквиру теме рада и дефинисаног предмета истражени су и анализирани релевантни теоријски и емпиријски налази, те описани заједно са кључним појмовима и концептима: фондови ризичног капитала, механизам њиховог функционисања, предности и недостаци, веза са развојем иновација, трансфером технологије и знања, раст и развој МСП и сл.

Критичком анализом релевантне литературе и досадашњих истраживања из области начина финансирања развојних пројеката МСП из екстерних извора, извршено је

груписање МСП на: а) предузећа која су своје развојне пројекте финансирала путем фондова ризичног капитала, б) предузећа која свој развој нису финансирала путем фондова ризичног капитала.

Извршена је и класификација показатеља успјешности раста и развоја предузећа.

Кандидат је формирао истраживачки модел утицаја фондова ризичног капитала на раст и развој МСП, а модел је тестиран спровођењем емпиријског истраживања те су објашњени:

- Смјер и интензитет утицаја фондова ризичног капитала на број запослених у МСП;
- Интензитет утицаја фондова ризичног капитала на раст прихода од редовних активности;
- Интензитет утицаја фондова ризичног капитала на увођење нових технологија и иновација у пословање.

Фокус истраживања био је на откривању узрочно-посљедичних веза (корелације, трендови) између улагања фондова ризичног капитала и успјешног раста и развоја МСП. При томе, кандидат исправно употребљава методе научног предвиђања и могућност да се контролишу појаве, а уз помоћ тог научног инструментарија. Предуслов за предвиђање јесте претходно описана и објашњена појава. У раду, тако, кандидат истиче да је за обезбјеђење успјешног раста и развоја МСП неопходно познавање елемената и процеса који до њега доводе.

#### **Друштвени циљеви истраживања**

Друштвени циљеви истраживања односе се на директне и индиректне користи које од њега имају држава, академска заједница, предузећа и cjелокупна друштвена јавност. То су прије свега:

- Изучавање савремених кретања у области пословних модела финансирања развоја МСП, што је предуслов за развој квалитетних програма финансијске подршке МСП.
- Објашњавање улоге државе у развоју фондова ризичног капитала, посебно у домену пореске политике, правне регулативе и политике субвенција, као и веза између ризичног капитала и развоја иновација.
- Упознавање предузећа из земаља Западног Балкана са предностима и недостацима финансирања путем фондова ризичног капитала, те директним и индиректним користима од партнерства са њима.
- Презентовање најновијих рјешења и ставова истакнутих теоретичара, експерата и искусних практичара у вези са конститутивним елементима предложене теме. Упознавање академске заједнице са општим карактеристикама финансирања развоја МСП путем фондова ризичног капитала, као другим најчешће коришћеним извором финансирања иновативних МСП у развијеним земљама.
- Пружање информације cjелокупној јавности о спроведеном истраживању и његовим резултатима, чије би коришћење од стране креатора економске политике могло да доведе до бржег привредног и друштвеног развоја.

#### **Основна и помоћне хипотезе**

X0: Фондови ризичног капитала доприносе бржем расту и развоју МСП.

X 1: Раст броја запослених бржи је код МСП која се финансирају путем фондова ризичног капитала.

X 2: Раст прихода од редовних активности бржи је код МСП која се финансирају

путем фондова ризичног капитала.

X 3: Увођење нових технологија и иновација брже је код МСП која се финансирају путем фондова ризичног капитала.

Преглед литературе указује на чињеницу да је кандидат користио релевантну литературу која је у вези са проблемом истраживања и у раду наводи 220 библиографских јединица. У литератури доминирају најновија теоријска истраживања из области власничких улагања (прије свега, професора са катедре за власничка улагања са Харварда *Paula Gompersa* и *Joshua Lerner*), те емпиријска истраживања релевантних истраживача и институција из ове области (Европске асоцијације фондова ризичног капитала, Америчке асоцијације фондова ризичног капитала, Европског инвестиционог фонда и сл.). Литература је коректно цитирана и наведена.

### 3. МАТЕРИЈАЛ И МЕТОД РАДА

Полазећи од дефинисаних циљева, истраживање је спроведено коришћењем већег броја теоријских и емпиријских метода, а у складу са предложеном структуром докторске дисертације. Ниједан метод или група метода не даје рјешење за све проблеме, па је тако у раду коришћена комбинација научних метода за прикупљање, обраду и анализирање података.

Како би били остварили циљеви истраживања и тестиране постављене хипотезе прикупљени су подаци из примарних и секундарних извора. Примарне изворе чине предузећа финансирана од стране фондова ризичног капитала са подручја Западног Балкана. Секундарне изворе података чини релевантна литература из подручја истраживачке теме (научни чланци, студије, истраживања, књиге и остале публикације).

Истраживачки инструмент коришћен за прикупљање емпиријских података је анкетни упитник. Истраживачки инструмент развијен је ослањајући се на релевантну научну литературу уз прилагођавање одабраној истраживачкој теми. Коришћење овог инструмента омогућило је прикупљање података о расту и развоју МСП (увођење нових технологија и иновација, броју запослених, редовном приходу и сл.), финансираних путем фондова ризичног капитала и других извора.

Прикупљање података о истраживачкој теми, односно, показатељима успјешности раста и развоја МСП, финансираних путем фондова ризичног капитала, спроведено је на репрезентативном узорку, а репрезентативност узорка је постигнута кроз стратификацију и одабир МСП која су се финансирала коришћењем овог извора. Емпиријско истраживање спроведено је на подручју земаља Западног Балкана.

Анализиране су перформансе МСП земаља Западног Балкана која су свој развој финансирала путем неког од фондова ризичног капитала, а који дјелују на подручју истраживања (*Nexus Alpha*; *Questus Private Equity Capital*; *RSG Capital*; *SEAF South Balkan Fund*; *Poteza Innovation&Growth Fund*; *Horizonte Ventures* и др.).

Обрада података прикупљених техником анкетирања обављена је примјеном статистичких софтвера који одговарају потребама истраживања. Обрађени подаци су анализирани и интерпретирани у сврху добијања информација потребних за коначно анализирање рада и доношење закључака на основу спроведеног истраживања.

При анализи секундарних и примарних података примијењено је више научних метода, од којих се издвајају: метода анализе и синтезе (рашчлањивање познатих појмова у контексту секундарних и примарних података ради добијања јасне слике о предмету истраживања, те њихова синтеза ради обликовања прво, модела



истраживања, те на крају ради интерпретације резултата истраживања); методе дедукције и индукције (схватање посебног и појединачног на основу знања о општим својствима при креирању теоријске грађе, те закључивање од посебног и појединачног ка општем, на основу емпиријске грађе); методе дескрипције и компарације (поређење описаних појава, чињеница ради утврђивања корелација међу њима).

*План истраживања који је дат приликом пријаве докторске дисертације није мијењан.*

Испитани су бројни параметри и мјерени су њихови индикатори који су дали довољно података, који су адекватно статистички обрађени и јасно представљени, а на основу којих се дошло до квалитетних резултата који су служили за провјеру постављених хипотеза, провођење дискусија, те давање приједлога за креирање модела.

#### 4. РЕЗУЛТАТИ И НАУЧНИ ДОПРИНОС ИСТРАЖИВАЊА

Дефинисани циљеви истраживања имплицирају очекивани допринос дисертације, који може бити сагледан у оригиналности предложеног модела истраживања чије је емпиријско тестирање резултирало развојем научних спознаја о утицају фондова ризичног капитала, као специфичног начина финансирања развојних пројеката, на раст и развој МСП.

Резултати истраживања изложени су логичким редослиједом, табеларно и графички су представљени, те јасно описани и тумачени. Резултати су представљени на такав начин да истраживање може да буде поновљено. Резултати истраживања поређени су са резултатима других аутора који су обавили слична истраживања и утврђено је да је већи број резултата конзистентан са резултатима других аутора, док се дио добијених резултата разликује од резултата које су добили други аутори. У овом истраживању истиче се модел за мјерење успјешности пословања МСП који је усмјерен на, поред квантитативних, и на квалитативне показатеље.

Фокус рада био је на истраживачком дијелу, гдје је кандидат кроз: анкетирања, тестирања, компаративне анализе и друге методе, дефинисао закључке о перформансама МСП финансираних путем фондова ризичног капитала. Кроз билансе МСП анализиран је утицај фондова ризичног капитала на раст и развој МСП (раст прихода од редовних активности, раст пословне активе), док су кроз анкету анализирани перформансе МСП финансираних путем фондова ризичног капитала (увођење нових технологија и иновација). Сумарно, резултати истраживања показују да МСП финансирана путем фондова ризичног капитала у земљама Западног Балкана брже расту и развијају се у односу на она која нису користила овај модел финансирања, те да имају „боље перформансе“. Међутим, кандидат истиче да пракса показује да су МСП на дефинисаном истраживачком простору још увијек више оријентисана према дужничким инструментима финансирања, прије свега банкама. На основу овакве ситуације, кандидат закључује да би требало предузети значајније активности на развоју тржишта ризичног капитала на овом простору.

*Кандидат је недвосмислено доказао сврсисходност подршке функционисању фондова ризичног капитала, посебно у контексту њиховог значаја за развој високотехнолошких иновативних МСП. Кандидат је проширио сазнања и представио научна предвиђања за нове правце развоја тржишта ризичног капитала на подручју земаља Западног Балкана. На тај начин је дао и оригинални научни допринос овој дисертацији и спроведеном истраживању.*



На основу извршеног истраживања, постигнути су сљедећи резултати и научни допринос:

- Продубљена су сазнања о систему функционисања фондова ризичног капитала и предложене смјернице даљих истраживања.
- Утврђен је утицај фондова ризичног капитала на успјешност пословања МСП, односно интегрални развој свих процеса у МСП.
- Утврђена је узајамна веза између развоја фондова ризичног капитала и увођења иновација, са фокусом на специфичности МСП.
- Научно је објашњен агенцијски проблем код МСП која се финансирају путем фондова ризичног капитала.
- Утврђена је веза између развоја фондова ризичног капитала и повећања директних страних инвестиција.
- Предложени су нови облици функционисања фондова ризичног капитала у релативно малим земљама.
- Истакнуте су смјернице за даља истраживања у ком правцу треба да се креће развој фондова ризичног капитала.

У практичном смислу, кандидат је дошао до сљедећих сазнања:

- Идентификовао је основне проблеме код финансирања развоја предузећа путем фондова ризичног капитала у земљама Западног Балкана и предложио одговарајуће моделе за њихово превазилажење.
- Кандидат је дао приједлоге за државне институције у циљу израде програма подстицања развоја фондова ризичног капитала, посебно у домену пореске политике, правне регулативе и политике субвенција.
- Доказао је значај развоја фондова ризичног капитала, посебно фондова регионалног карактера, за бржи привредни развој земаља Западног Балкана.
- Кандидат је истакао значај секторског приступа код инвестиција фондова ризичног капитала за бржи раст и развој предузећа.

## 5. ЗАКЉУЧАК И ПРИЈЕДЛОГ

Докторска дисертација кандидата мр Бојана Ћудића представља цјеловито и садржајно истраживање и научну анализу генезе развоја фондова ризичног капитала, са предложеним мјерама за унапређење тржишта ризичног капитала. У раду је нагласак стављен на функционисање различитих модела фондова ризичног капитала код улагања у брзорастућа МСП, као генераторе привредног развоја. Усмјеравајући се у истраживању на мале земље, кандидат је детаљно истражио и анализирао и могућност за прекогранична и власничка улагања у те земље, са фокусом на правно и пореско окружење у њима. Кандидат је у сегменту прекограничних улагања изашао и са одређеним приједлозима, а у циљу унапређења тржишта ризичног капитала у релативно малим земљама.

Полазећи од резултата истраживања спроведених у оквиру докторске тезе могуће је извести закључак да је полазна хипотеза потврђена. На основу анализе емпиријских података кандидат је указао на чињеницу да МСП која се финансирају путем фондова ризичног капитала имају веће стопе раста запошљавања, веће стопе раста прихода од редовних активности, те брже уводе нове технологије и иновације. Тиме је потврђена главна хипотеза да фондови ризичног капитала доприносе бржем расту и развоју МСП.

Исто тако, спроведено истраживање је тестирало утицај фондова ризичног капитала на перформансе предузећа, гдје се дошло до закључака да: фондови ризичног капитала омогућавају развој пословних активности предузећа, јер обезбјеђују потребне ресурсе који би тешко били доступни због високе неизвјесности и асиметрије информација (специфична функција финансирања); под истим условима, фондови ризичног капитала настоје да алоцирају оскудне финансијске ресурсе у најпрофитабилнијим сврхе (функција селекције); финансирање путем фондова ризичног капитала укључује не само додатни капитал, него преношење менаџерског искуства, професионални мониторинг и савјетовање (функција додатне вриједности).

С обзиром на наведено, Комисија даје позитивну оцјену докторске дисертације и сматра да ова докторска дисертација у потпуности испуњава критеријуме врло успјешне докторске дисертације, па из тог разлога:

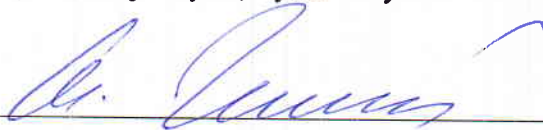
### *Предлаже*

Начно-наставном вијећу Економског факултета у Бањој Луци да прихвати овај извјештај и одобри јавну одбрану докторске дисертације кандидата мр Бојана Ђудића, дипл. економисте, под насловом: „Улога и значај фондова ризичног капитала за раст и развој малих и средњих предузећа“.

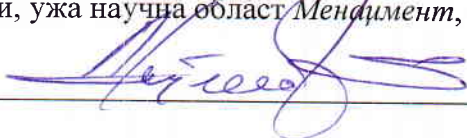
Бања Лука, 26.02.2016. године

### **ПОТПИС ЧЛАНОВА КОМИСИЈЕ**

1. Проф. др Никола Вукмировић, редовни професор, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, ужа научна област *Предузетничка економија*, предсједник



2. Проф. др Јово Атељевић, редовни професор, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, ужа научна област *Менаџмент*, члан



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

