

**Наставно-научном вијећу
Економског факултета Пале
Универзитета у Источном Сарајеву**

Одлуком Наставно-научног вијећа Економског факултета Пале број: 2787/16, од 13.12.2016. године, именована је Комисија за оцјену и одбрану докторске дисертације кандидата мр Бојана Ђурића под насловом **„Отворена питања и дилеме процјене вриједности капитала у процесима својинске трансформације у земљама региона“** у саставу:

1. **Др Спасоје Тушевљак**, ванредни професор, ужа научна област Пословне финансије, Факултет пословне економије Бијељина, предсједник,
2. **Др Радомир Божић**, редовни професор, уже научне области: Рачуноводство и Пословне финансије, Економски факултет Пале, ментор и
3. **Др Драган Микеревих**, редовни професор, ужа научна област Пословне финансије, Економски факултет Бања Лука, члан.

Након што је детаљно проучила завршену докторску дисертацију Комисија у наведеном саставу подноси Наставно-научном вијећу Економског факултета Пале Универзитета у Источном Сарајеву сљедећи

ИЗВЈЕШТАЈ

о оцјени докторске дисертације под насловом **„Отворена питања и дилеме процјене вриједности капитала у процесима својинске трансформације у земљама региона“**, кандидата мр Бојана Ђурића.

Извјештај садржи сљедеће дијелове:

- 1) Значај и допринос докторске дисертације са становишта актуелног стања у одређеној научној области
- 2) Оцјена да је урађена докторска дисертација резултат оригиналног научног рада кандидата у одређеној научној области
- 3) Преглед остварених резултата рада кандидата у одређеној научној области
- 4) Оцјена о испуњености обима и квалитета у односу на пријављену тему
- 5) Научни резултати докторске дисертације
- 6) Примјењивост и корисност резултата у теорији и пракси
- 7) Начин презентовања резултата научној јавности
- 8) Закључак и приједлог Комисије

(1) Значај и допринос докторске дисертације са становишта актуелног стања у одређеној научној области

Предмет истраживања кандидата мр Бојана Ђурића у функцији израде докторске дисертације под насловом „Отворена питања и дилеме процјене вриједности капитала у процесима својинске трансформације у земљама региона“ су била отворена питања, дилеме и ограничења која су се јављала приликом прикупљања информација неопходних за процјену вриједности и примјене метода за процјену вриједности капитала предузећа у процесима својинске трансформације у одабраним земљама региона. Имајући у виду да су методе процјене вриједности капитала предузећа/компанија настале у земљама са

развијеном тржишном привредом и финансијским тржиштем, претпоставка за њихову успјешну примјену је да буду испуњени одређени услови, који по природи ствари нису били испуњени у посматраним земљама региона приликом отпочињања процеса својинске трансформације као једне од иницијалних транзиционих стратегија и активности. Због специфичних карактеристика тржишно-планске привреде, нестабилних услова пословања и неразвијености тржишта капитала у посматраним земљама, утврђивање или процјена вриједности друштвеног/државног капитала предузећа која је требало да се својински трансформишу била је суочена са бројним ограничењима. Претходна истраживања кандидата су као иницијална ограничења идентификовала: недостатак квалитетних информација о стању у предузећима, недовољан квалитет финансијског извјештавања и ревизије, недовољан број компетентних процјењивача, недовољно развијено финансијско тржиште, недостатак ефективних регулаторних оквира на којим би требало да се заснива комплексни приступ процјене односно вредновања капитала који треба да буде предмет власничке трансформације.

Резултати истраживања искустава одабраних земаља обухваћених овим истраживањем, као и других земаља које су током транзиције проводиле приватизацију односно својинску трансформацију, показују да је објективно утврђивање вриједности капитала предузећа који је предмет приватизације од изузетног значаја за провођење и ефекте овог процеса. Наиме, потцијењена вриједност капитала генерише прилику енормног богаћења купаца, односно нових власника, те смањује „приватизационе приходе“ државе/друштва и минимизира ефекте њиховог кориштења за намјене утврђене транзиционим стратегијама у цјелини. Са друге стране, прецијењивање вриједности капитала успорава процес, јер није могуће пронаћи купце/нове власнике који су спремни да плате тако прецијењену вриједност, поготово ако се има у виду чињеница да је постојала велика понуда јер су поједине групе земаља у транзицији проводиле својинску трансформацију своје привреде у исто вријеме. Поред тога, искуства земаља са развијеном тржишном привредом, потврђују да процјена односно вредновање капитала предузећа/компанија није једнократна или *ad hoc* активност само за потребе власничких трансформација, него да се ради о континуираној потреби имајући у виду да објективна вриједност капитала предузећа може бити информациона основа за различите пословне и стратешке сврхе током животног вијека предузећа/компаније. На основу наведеног се намеће закључак да је проблематика процјене вриједности капитала предузећа у посматраним земљама региона била и остаће актуелна и важна и након својинске трансформације, те је у том контексту било важно истражити искуства провођења овог процеса за потребе својинске трансформације, јер она могу бити веома корисна за његову регулативу и провођење у актуелном и будућем периоду.

Процјена вриједности предузећа или његовог капитала зависи у највећој мјери од приступа феномену вриједности односно од концепта вриједности. Процјена се у економској и финансијској теорији третира често различитим поводима и за различите намјене. Увијек је то у неком смислу валоризација одређених процеса, операција или стања. Процјена је основа и смисао свих трансакција без обзира да ли се формално или неформално, директно или индиректно исказала или не. Кључни аспекти процјене су циљ, намјене и средства (методе) којима се проводи. Ови аспекти суштински детерминишу процјену вриједности, приступе и врсте.

Кључна теоријска, али и практична питања у контексту теоријске основе и приступа процјени виједности (капитала) предузећа су, прије свега: (1) за кога предузеће креира виједност, те (2) шта представља или шта генерише односно иницијално креира, повећава или смањује виједност (капитала) предузећа. Процјена виједности или вредновање (капитала) предузећа је методологија али и теорија која је поодавно развијена у финансијској теорији и пракси. Њена теоријска основа лежи у нето садашњој виједности инвестиционе анализе (енгл. *capital budgeting*) и у приступу вредновања који су развили професори Мертон Милер и Франко Модилјани, добитници Нобелове награде за економију, у свом раду објављеном 1961. године у *Journal of Business* под насловом „Дивидендна политика, раст и вредновање акција“.

Према наведеним теоријским основама, предузећа расту и развијају се када стварају виједност за своје власнике, али и за друге стејхолдере, што је циљна функција предузећа или компаније у литератури насталој на англосаксонском говорном подручју. Предузећа стварају виједност улагањем капитала по стопама приноса које су веће од њихове опортунитетне цијене капитала. Што се више капитала уложи на наведени начин, предузеће ствара више виједности. Све док су приноси на уложени капитал већи од трошкова или цијене капитала, бржи раст предузећа ће створити већу виједност. Осим тога, стратегије и планови стварања виједности морају увијек бити засновани на реалним процјенама могућности пласмана на тржишту. Предузећа или компаније, односно њихови органи управљања чија је пословна филозофија стварање виједности за власнике и друге стејхолдере су више фокусирани на дугорочне, него на краткорочне пословне и финансијске перформансе, што доводи до „здравијих“ предузећа и привреде у цјелини, а тиме доприноси и јачању економије у цјелини. Стога би прихватање наведеног теоријског оквира у пракси заиста било у функцији остваривања интереса, не само власника, него и свих других стејхолдера, укључујући и запослене и друштво у цјелини (раст запослености у дугом року, раст животног стандарда, социјална сигурност, очување и заштита животне средине и др.).

У вези са другим наведеним питањем ситуација је релативно једноставна и јасна поготово уколико је заснована на погледу уназад, односно на историјским или прошлим остварењима или виједностима. Према оваквом приступу иницијална виједност капитала предузећа је детерминисана висином оснивачког капитала и евентуалним докапитализацијама од стране постојећих и/или нових власника кроз процедуре утврђене релевантном регулативом. Поред тога, висина капитала предузећа, посматрана кроз ову временску призму, се повећава кроз акумулирање и реинвестирање дијела нето добити, а смањује кроз евентуално покриће губитака. Наведени приступ је у теоријском смислу заснован на рачуноводственим и билансним теоријама и начелима процјењивања, које су за практичне потребе формализоване у одговарајућу нормативну основу или оквире финансијског извјештавања, а довео је до развоја и примјене имовинских метода процјене виједности капитала предузећа (књиговодствена, коригована књиговодствена, ликвидациона и репродукциона виједност). Међутим, овако утврђена висина капитала предузећа као историјска виједност није довољна за доношење пословних и финансијских одлука за постојеће и нове (су) власнике и инвеститоре.

У складу са теоријом и праксом инвестиционе анализе и одлучивања одлуке о улагању у пословање предузећа, поготово у његов раст и развој, су засноване на процјени очекиваних (будућих) ефеката пословања предузећа. За потребе инвестиционе анализе ти ефекти се свде на процијењене нето новчане токове, који се, у складу са временском виједношћу

новца као теоријском основом, дисконтују на садашњу вриједност и упоређују са висином средстава која се инвестирају. Истом логиком и кроз исту теоријску и практичну призму се посматра и процјењује вриједност предузећа као бизниса, односно његовог пословања, заснована на приносним методама процјене вриједности (капитала) предузећа. За разлику од претходно поменутог погледа уназад и ослањања на остварене историјске вриједности, поглед унапријед мора бити заснован на процјенама и пројекцијама будућег пословања предузећа, а оне су увијек недовољно поуздане јер се односе на будућност која је по природи ствари неизвјесна.

Према томе, када разматрамо вриједност (капитала) предузећа можемо говорити о постојећем, тренутном или неком историјском стању, које квантификује вриједност (капитала) предузећа на основу историјске структуре и вриједности, ресурса или имовине предузећа, укључујући и њену власничку структуру, или њене поновне процјене примјеном неке од имовинских метода. Други приступ је процјена вриједности капитала предузећа заснована на приносним методама, које постојећу структуру ресурса и имовине посматрају као једну од претпоставки будућег пословања. Међутим, приликом пројектовања ефеката будућег пословања предузећа, његовог финансијског резултата и новчаних токова, као генератора будуће вриједности, дисконтоване на садашњу вриједност, потребно је узети у обзир и претпостављени пословни амбијент и укупне генераторе или покретаче раста предузећа, као што су, на примјер, реструктурирање производно-услужног програма у функцији прилагођавања тржишту и повећању тржишног учешћа, управљање трошковима, преиспитивање ланца стварања вриједности и др.

Према приступу историјског трошка имовина према појавним облицима (актива) и према изворима или власништву (пасива) је, не само основа за једноставно квантификовање висине капитала предузећа, него и иницијални потенцијал за креирање нове и додате вриједности. Ова општа разматрања указују да је процјена вриједности капитала предузећа у основи одређена кондицијом, функционалношћу, намјеном конституције али и власничким режимом и преференцијама, а овакав приступ је конвенционални приступ, а његови сљедбеници се обично називају традиционалисти.

Једно од интригантних питања у наведеном контексту је и питање структуре капитала и њеног утицаја на вриједност (капитала) предузећа. Анализирање структуре капитала је суштински везано за стратегију пословања предузећа и политику дивиденди односно приноса на капитал. Поред тога, поставља се питање да ли постоји и веза између структуре капитала и вриједности предузећа, односно има ли она ефекат на вриједност предузећа. По том основу, те по основу односа дуга и сопственог капитала, у економској науци настао је велики број теорија које карактерише заједничка дилема “да ли се задужити и до које мјере, која је то оптимална структура капитала, да ли повећање дуга и до којег нивоа има финансијског ефекта на укупно пословање?”. На основу истраживања наведене проблематике формирали су се ставови односно теорије о структури капитала међу којима су најпознатије двије, „Традиционална“ и „Модилјани - Милер теорија“ (М&М). Иако су проведена бројна емпиријска истраживања, она нису могла у потпуности да потврде закључке ни „Традиционалне“ ни „Модилјани – Милер“ теорије чиме је ово питање и дилема и даље остало отворено.

Основни циљ истраживања у овој докторској дисертацији, је била анализа најважнијих питања и дилема који су се јављали у поступку процјене вриједности капитала, који се проводио током процеса својинске трансформације и приватизације у земљама региона, као

и испитивање могућности да се методологија и међународни стандарди вредновања примјењују у потпуности и без ограничења карактеристичних за досадашњу праксу.

Осим тога, истраживање је имало и друге циљеве. Са аспекта продубљивања научних сазнања, оно се односило на провјеру примјенљивости концепата и модела, на којима се заснива процјена, у окружењу које нема све атрибуте тржишне привреде.

Циљ истраживања са практичног аспекта је била свеобухватна анализа стања у области вредновања капитала – у земљама које су током посљедње двије деценије проводиле својинску трансформацију предузећа. Резултати анализе коришћени су као основа приликом формулисања могућих унапређења поступка вредновања капитала у околностима које се могу знатно разликовати од оних у којима примјена методологије и стандарда вредновања даје индикативну вриједност капитала са релативно високим степеном поузданости.

Посебан циљ истраживања је била анализа и систематизовање домаће и стране литературе из области процјене вриједности капитала, као и анализа већег броја случајева својинских трансформација у којима је вриједност капитала изазвала нарочиту пажњу стручне, па и шире јавности.

Такође, имајући у виду да је рад заснован на сопственом емпиријском истраживању кандидата у виду провођења и обраде интервјуа, циљ је био и да се ставови стручњака који су обављали, али и данас обављају послове процјене вриједности предузећа, укључе у резултате истраживања и препоруке за унапређење ове области.

На основу претходно наведеног, општа је оцјена да је урађена докторска дисертација „Отворена питања и дилеме процјене вриједности капитала у процесима својинске трансформације у земљама региона“ може бити важна и корисна за пословну заједницу у цјелини, регулаторе и професију процјењивача, као и надлежне институције власти, који су учесници и/или заинтересовани за провођене процеса и објективност процјене вриједности капитала предузећа, али и да има несумњив значај за уже научне област пословних финансија и рачуноводства, као и ширу академску заједницу.

(2) Оцјена да је урађена докторска дисертација резултат оригиналног научног рада кандидата у одређеној научној области

Комисија сматра да је урађена докторска дисертација логичан слијед и резултат професионалног и научног рада и развоја кандидата у области пословних финансија и рачуноводства и ревизије, кроз студиј на првом и другом циклусу и кроз досадашњу професионалну, истраживачку и одавно и наставну каријеру.

Оригиналност рада се огледа у самом избору теме и примијењеној методологији која укључује и провођење властитог емпиријског истраживања у функцији тестирања постављених истраживачких хипотеза.

Основна хипотеза коју је кандидат тестирао на основу истраживања у функцији израде ове дисертације је била *да се досадашња пракса процјене вриједности капитала, у земљама региона, знатно разликује од праксе у земљама са развијеном тржишном привредом, из којих и потичу методологија и стандарди за процјену. Другим ријечима, методе*

вредновања примјењиване су уз многа ограничења и проблеме, па резултати процјене нису били довољно индикативни и поуздани да би могли задовољити очекивања – како главних актера у својинској трансформацији, тако и шире јавности.

Из основне хипотезе изведене су и сљедеће *двје помоћне хипотезе*:

- (1) недовољно развијена тржишна привреда и посебно неразвијено финансијско тржиште представљају ограничење за примјену методологије и стандарда процјене,
- (2) упркос покушајима процјењивача да користе алтернативне могућности у практичној примјени метода процјене, добијени резултати нису задовољавајући, јер одступања од примјене методолошких захтјева и стандарда истовремено значи да процијењена вриједност није довољно индикативна.

Осим поменутих, у овој докторској дисертацији провјерене су и сљедеће *остале хипотезе*:

- (1) вредновање капитала и имовине представља врло битну претпоставку за спровођење поступка ревизије финансијских извјештаја,
- (2) вриједност капитала је један од кључних параметара у процесу доношења одлука о инвестирању и финансирању,
- (3) комбиновањем више метода вредновања долази се до поузданијег резултата,
- (4) преиспитивање методологије и стандарда процјене капитала, које је данас врло актуелно, ће резултирати новим захтјевима у погледу ригорозније примјене методологије и међународних стандарда, као и захтјевима за свеобухватнијим информисањем корисника извјештаја о процјени.

Овај рад је имао за циљ и да укаже и на будуће кораке за превазилажење уочених проблема, јер процес приватизације у земљама региона још није завршен, чему овај рад посебно тежи, а што се темељи на истраживању стања у поменутој области. Другим ријечима, актуелност процјене вриједности капитала очигледна је и данас – како у земљама развијене мјешовите привреде, тако и у државама које се још увијек налазе у фази транзиције (иако се у стручним круговима сусрећу оцјене да је транзиција на нашим просторима завршена, уколико транзицију посматрамо као процес преласка на тржишни економски модел, присутне су и оцјене да тај процес није завршен, те да је знатан број земаља које означавамо као транзиционе економије, како се то наводи у Извјештају Европске банке за обнову и развој за 2013. годину, *«заглављени у транзицији»*, Transition Report 2013, European Bank for Reconstruction and Development, www.tr.ebrd.com). Наиме, процјена вриједности капитала предузећа потребна је не само у процесу приватизације, него и за различите друге сврхе у тржишној привреди. Стога је потребно идентификовати најважније проблеме у вези са вредновањем предузећа, као и испитати могућности да се методологија и међународни стандарди процјене примјењују у потпуности и без ограничења карактеристичних за досадашњу праксу. Осим тога, потребно је тражити адекватна рјешења за проблеме који ће се јављати у непосредној будућности у земљама са недовољно развијеном тржишном привредом у којима вредновање капитала представља проблем и када се не изводи само за потребе својинске трансформације, већ генерално – ради продаје или куповине приватних компанија, од стране такође приватних компанија, што је перманентан процес у тржишним привредама. У том смислу ова дисертација, осим критичког приступа, има и претензије да проблем вредновања предузећа истражи и расвијетли и на овај начин.

Истраживање и рад на самој дисертацији обављено је примјеном стандардног методолошког поступка који садржи двије основне компоненте, међусобно комбиноване, а које су

послужиле да се – аналитичким приступом сагледа предмет истраживања рада у његовим саставним дијеловима, а синтетичким – његова структурална природа.

Комбиновано је примарно емпиријско истраживање на начин да је креиран упитник/интервју ради прикупљања информација о практичним питањима, проблемима и дилемама у вредновању капитала у одбраним земљама региона с циљем провјере примјењивости концепата и модела на којима се заснива процјена у окружењу које нема све атрибуте тржишне привреде. Поред тога, емпиријским истраживањем обухваћен је одређени број случајева из региона испитивањем и непосредним увидом у одређене елаборате о процјени вриједности предузећа. Друга компонента су коришћени секундарни извори, тј. истраживања чији су резултати презентовани у домаћој и страној стручној литератури (књиге, чланци, студије, извјештаји релевантних институција итд.) и одређени законски прописи у вези са вредновањем предузећа и публикације из те проблематике у земљама региона и друга стручна економска литература.

На овако прибављене податке примијењене су методе систематизације, редукције и класификације података. Прибављени подаци су представљали полазну основу, на коју су примијењене квалитативне и квантитативне методе анализе. Од квалитативних метода коришћене су методе опсервације, логичког објашњења, провјеравања и критичке анализе теоријских и емпиријских истраживања итд.

Од квантитативних метода коришћене су углавном методе анализе варијација временских серија. Током формулисања закључака коришћене су класичне методе индукције и дедукције, апстракције и конкретизације.

(3) Преглед остварених резултата рада кандидата у одређеној научној области

Основни биографски подаци

Кандидат мр Бојан Ћурић је рођен 26. децембра 1982. године у Сарајеву. Економску школу је завршио у мају 1999. године. На Економском факултету у Брчком је дипломирао у јулу 2005. године. На Економском факултету у Београду је уписао постдипломски магистарски студиј – смјер финансијско-рачуноводствена анализа и магистарски рад из области интерне контроле и интерне ревизије одбранио у јулу 2010. године. Носилац је професионалног звања овлаштени рачуновођа у складу са релевантном регулативом у БиХ.

Мр Бојан Ћурић је пријавио докторску дисертацију на Економском факултету у Источном Сарајеву у децембру 2011. године. Одлуком Сената Универзитета у Источном Сарајеву бр. 01-С-168-IX/12 од 15. маја 2012. године, а на приједлог Наставно-научног вијећа Економског факултета Источно Сарајево, је именована Комисија за оцјену подобности теме и кандидата у саставу: Проф. др Стиепо Андријић, предсједник, проф. др Радомир Божић и проф. др Милорад Иванишевић. Наставно-научно вијеће Економског факултета Источно Сарајево је 03. маја 2012. године прихватило Извјештај наведене комисије и затражило сагласност Сената Универзитета. Сенат Универзитета у Источном Сарајеву је на 9. сједници одржаној 16. маја 2012. године прихватио одлуку о Извјештају Комисије о оцјени подобности теме и кандидата и тиме одобрио мр Бојану Ћурићу рад на изради докторске дисертације под насловом „Отворена питања и дилеме процјене вриједности капитала у

процесима својинске трансформације у земљама региона“. Почетком новембра 2016. године кандидат је предао урађену докторску тезу.

Професионална каријера

Од априла 2006. до новембра 2007. године кандидат је радио као кредитни аналитичар средњих и великих предузећа у „Procredit Bank“ у филијали Бијељина. Од новембра 2007. године запослен је у „Главној служби за ревизију јавног сектора Републике Српске“ као финансијски ревизор у канцеларији у Бијељини. Почетком 2014. године изабран је у наставно звање Виши асистент на Универзитету за пословне студије Бања Лука гдје је ангажован у настави на предметима: „Рачуноводство“, „Специјална рачуноводства“, „Међународни рачуноводствени стандарди“, „Анализа финансијских извјештаја“ Анализа биланса и менаџмент пословања“ и „Порески систем буџетска контрола и ревизија“

Објављени радови

Током протеклих неколико година кандидат је објавио двадесет и два научно-стручна рада. У звању магистра економских наука, објавио је двадесет научно-стручних радова од којих пет као коаутор. У наставку су наведени објављени радови.

1. Ћурић, Б. *Ревизија сталних средстава*, Бања Лука: ФИНРАР бр. 12/2009, (стр.39-45) Финрар, Бања Лука.
2. Ћурић, Б. *Успостављање интерне контроле у јавном сектору*, Бања Лука: ФИНРАР бр. 5/2010, (стр.52-58), Финрар, Бања Лука.
3. Познанић, В, и Ћурић, Б. *Организација државне ревизије према међународним стандардима*, Бања Лука: ФИНАНЦИНГ, бр. 5/2010, (стр.23-27),
4. Ћурић, Б. *Систем интерних контрола у поступку јавних набавки*, Бања Лука: ФИНРАР, бр. 2/2011, (стр.33-39), Финрар, Бања Лука.
5. Познанић, В, и Ћурић, Б. *Ревизија јавно-приватног партнерства*, Бања Лука: ФИНРАР, бр. 8/2011, (стр.40-43), Финрар, Бања Лука.
6. Ћурић, Б. *Како се продају предузећа?*, Бијељина: СЕМБЕРСКЕ НОВИНЕ, бр. 6/2012, (стр.6), ЈУ Семберске новине, Бијељина.
7. Ћурић, Б. *COSO ERM као ревидирани модел традиционалног COSO модела*, Бања Лука: ФИНРАР, бр.10/2012, (стр.28-35), Финрар, Бања Лука.
8. Ћурић,Б. *Примјењивост тржишних метода вредновања предузећа у економијама у развоју*, Бања Лука: ФИНАНЦИНГ, бр.4/2012, (стр.43-47),
9. Ћурић, Б. *Неки аспекти ревизије буџетских прихода јединица локалних самоуправа у Републици Српској*, Бања Лука: ФИНРАР, бр. 3/2013, (стр.45-55), Финрар, Бања Лука.
10. Ћурић, Б. *Проблеми у примјени тржишних метода вредновања у економијама у развоју*, Бијељина: НОВИ ЕКОНОМИСТ, бр.12/2012, (стр.58-62), Факултет пословне економије Бијељина.
11. Ћурић, Б. *Поступање по ревизорским извјештајима Главне службе за ревизију јавног сектора РС и акциони план мјера за отклањање неправилности утврђених по тим извјештајима*, Бања Лука: ФИНРАР, бр.5/2013, (стр.23-26), Финрар, Бања Лука.
12. Ћурић, Б. *Финансијска тржишта у развоју као ограничавајући фактор примјене САРМ модела за сврхе вредновања предузећа*, Бања Лука: ПОСЛОВНЕ СТУДИЈЕ, бр.9-10/2013 (стр.307-333). Универзитет за пословне студије Бања Лука.
13. Ћурић, Б. *Неки аспекти ревизије расхода личних примања у јединицама локалних самоуправа у Републици Српској*, Бања Лука: ФИНРАР, бр.9/2013, (стр.41-49), Финрар, Бања Лука.

14. Ћурић, Б. *Програмско буџетирање-фактор јачања финансијске одговорности у јавном сектору*, Бања Лука: ФИНРАР, бр.2/2014, (стр. 9-2014), Финрар, Бања Лука.
15. Ћурић, Б. *Ограничења у примјени метода дисконтованог новчаног тока за сврхе вредновања предузећа у Србији*, Бања Лука: ПОСЛОВНЕ СТУДИЈЕ, бр.11-12/2014, (стр.171-179), Универзитет за пословне студије Бања Лука.
16. Ћурић, Б. *Анализа периодичног извјештаја о извршењу буџета јединица локалних самоуправа у Републици Српској с посебним освртом на буџетски резултат*, Бања Лука: ФИНРАР, бр.8/2014, (стр. 36-43), Финрар, Бања Лука.
17. Ћурић, Б. *Српској и даље пријети дефицит*, Бијељина: СЕМБЕРСКЕ НОВИНЕ, бр.968/2014, (стр.8) ЈУ Семберске новине, Бијељина.
18. Ћурић, Б. *Резултати буџета локалних самоуправа Републике Српске с освртом на концепт финансијског извјештавања*, Бања Лука: IV Међународна научна конференција, 24.10.2014.г. (стр-233-249), Универзитет за пословне студије Бања Лука.
19. Шњегота, Д. и Ћурић, Б. *Улога и донети врховних ревизорских институција у процесу ревизије поступака јавних набавки*, Бања Лука: ФИНРАР, бр.11/2014, (стр.33-39) Финрар, Бања Лука.
20. Ћурић, Б. *Јавни дуг јединица локалне самоуправе Републике Српске као фактор кризе буџета*, Бања Лука: ФИНРАР, бр.04/2015 (стр.20-25), Финрар, Бања Лука.
21. Шњегота, Д. и Ћурић, Б. *Улога и донети врховних ревизорских институција у процесу ревизије система интерних контрола*, Бања Лука: ФИНРАР, бр.10/2015, (стр.04-10), Финрар, Бања Лука.
22. Бабић, З. и Ћурић, Б. *Утицај квалитета финансијских извјештаја на вредновање предузећа у процесу својинске трансформације земаља региона*, Бања Лука: ПОСЛОВНЕ СТУДИЈЕ, бр.15-16/2016, (стр.11-27), Универзитет за пословне студије Бања Лука.

(4) Оцјена о испуњености обима и квалитета у односу на пријављену тему

Докторска дисертација кандидата мр Бојана Ћурића под насловом „Отворена питања и дилеме процјене вриједности капитала у процесима својинске трансформације у земљама региона“ је презентована на 277 страна, компјутерски сложених и форматираних, формата А4, прореда 1,5, горње и десне маргине 2,5 цм, доње и лијеве маргине 3,5 цм. Дисертација се састоји од апстракта на српском и енглеском језику, садржаја, увода, три основна поглавља, закључка на 12 страна, пописа кориштене литературе на 14 страна, од чега 213 књига и чланака, 53 интернет извора, те релевантних законских прописа земаља региона обухваћених истраживањем (Босна и Херцеговина, односно њени Ентитети и Брчко Дистрикт, с обзиром на уставну надлежност у процесу својинске трансформације, Република Србија, Република Хрватска и Република Црна Гора, те бивша СФР Југославија, у којој су ови процеси почели прије њеног распада), списка слика и табела, те додатка који садржи Упитник на основу кога је спроведен структурирани усмјерени интервју са стручњацима/експертима који су учествовали у процесу процјене вриједности капитала предузећа. Приликом израде дисертације кандидат је користио европски систем за цитирање коришћене литературе. Резултати истраживања су презентовани прегледно и разумљиво.

Резултате истраживања у функцији израде докторске дисертације кандидат је, поред увода и закључка, презентовао кроз следећа три основна поглавља: (1) Својинска трансформација у земљама региона, (2) Теоријске основе, принципи вредновања и правни оквир процјене и (3) Отворена питања и дилеме процјене вриједности предузећа.

У **првом наведеном поглављу** под насловом „Својинска трансформација у земљама региона“ кандидат је синтезовао резултате својих истраживања услова, потребе, циљева, регулативе процеса и метода својинске трансформације, односно приватизације иницијално друштвеног, а касније државног капитала у предузећима у одабраним данас самосталним земљама региона обухваћених истраживањем. У том контексту су елаборирани следећи релевантни аспекти проблематике својинске трансформације:

- Историјски осврт на транзицију,
- Појам друштвене својине и њене трансформације,
- Приватизација друштвених-државних предузећа (разлози, процес и методе приватизације у земљама региона), и
- Регулатива приватизације у земљама региона.

С обзиром да су у вријеме отпочињања процеса својинске трансформације, земље региона обухваћене истраживањем биле републике у бившој заједничкој држави, регулатива приватизације је иницијално обухватила регулативу у СФР Југославији, на основу које је процес својинске трансформације и започео, а затим је презентована и регулатива у посматраним земљама региона, на основу које је процес настављен и провођен, укључујући и избор метода приватизације и утврђивања вриједности капитала који је предмет приватизације, а који је у фокусу истраживања у овој дисертацији.

У **другом наведеном поглављу** под насловом „Теоријске основе, принципи вредновања и правни оквир процјене“ кандидат је презентовао резултате својих истраживања које су била основа за наредно, кључно поглавље ове дисертације у коме су идентификована и елаборирана отворена питања, органичења, дилеме и проблеми примјене методологије и стандарда процјене вриједности капитала предузећа у земљама у региону током процеса својинске трансформације, али и за друге потребе у актуелним условима.

Наведена проблематика је презентована кроз следећа подпоглавља:

1. Теоријске основе процјене вриједности капитала
2. Поступак процјене, укључујући припрему, кораке и методе вредновања предузећа
3. Професионална регулатива процјене – стандардизација вредновања
4. Професионалне асоцијације процјењивачке професије
5. Регулатива процјене у земљама региона.

У **наведеном трећем кључном поглављу** ове дисертације под насловом „Отворена питања и дилеме процјене вриједности предузећа“ су на бази секундарних извора иведеног властитог емпијског истраживања идентификована и елаборирана, по мишљењу кандидата, кључна отворена питања – искуства и праксе, органичења и проблеми примјене приступа, методологије и стандарда вредновања, односно процјене вриједности капитала предузећа у посматраним земљама региона током досадашњег процеса својинске трансформације. На основу свега наведеног кандидат указује на начин њиховог превазилажења и на основу резултата истраживања даје одређене препоруке у циљу

унапређења овог важног процеса у истинском тржишном амбијенту у коме је процјена вриједности капитала предузећа потребна за различите инволвиране сврхе и за бројне кориснике.

Садржина овог поглавља је синтетизована кроз сљедећих шест подпоглавља:

1. Неповољно политичко и макроекономско окружење
2. Неадекватан регулаторни оквир
3. Проблеми у примјени методологије и стандарда
4. Неразвијена процјењивачка професија
5. Неадекватна информациона основа
6. Проблеми вредновања нематеријалне имовине.

У првом наведеном подпоглављу кандидат елаборира неповољно политичко и макроекономско окружење као кључно „отворено“ питање које је суштински детерминисало приступ и ефекте укупне транзиције посматраних земаља региона, укључујући и процес својинске трансформације као и вредновање односно процјену вриједности друштвеног/државног капитала као једну од основа на којој је овај процес провођен. Основне карактеристике укупног окружења у коме су посматране „данашње“ земље региона започеле процес својинске трансформације 90-их година прошлог вијека у бившој СФРЈ су биле економска нестабилност узрокована макроекономским проблемима (растући дугови и инфлација, пад привредне активности и растући губици у предузећима), те растућа политичка нестабилност која је убрзо довела и до оружаних сукоба и распада заједничке СФРЈ. Наведени проблеми су се, различитим интензитетом и динамиком, наставили испољавати и након распада бивше заједничке државе, додатно подстакнути посљедицама сукоба и економских санкција у неким од посматраних земаља. Све је то значајно умањило перформансе али и вриједност иницијалног друштвеног или државног капитала у предузећима, те утицало и на избор приступа и метода својинске трансформације, као и на проблеме утврђивања вриједности тог капитала који је био предмет приватизације.

У другом наведеном подпоглављу под насловом „Неадекватан регулаторни оквир“ кандидат указује на основне карактеристике регулаторног оквира процјене, иницијално у бившој заједничкој држави, а касније у посматраним земљама региона. У том контексту кандидат указује на проблематичност ослањања на финансијске извјештаје и књиговодствену вриједност капитала, као једну од основа за све приступе вредновању (трошковни, тржишни и приносни) у условима непримјењивања међународних рачуноводствених стандарда, непровођења ревизије финансијских извјештаја и непостојања поузданих анализа о скривеним губицима и латентним резервама у финансијским извјештајима предузећа. Поред тога, законска регулатива процеса приватизације и прописивања метода процјене вриједности капитала предузећа је ограничавала објективност утврђивања вриједности тог капитала који треба да се приватизује.

Треће подпоглавље је фокусирано на *Проблеми у примјени методологије процјене и стандарда* у посматраним земљама региона и једно је од кључних у контексту препорука за унапређење овог процеса. Ови проблеми су систематизовани и презентовани према основним приступима. Приносни приступ, односно примјена метода дисконтованог новчаног тока, је била „проблематична“ због тешкоћа да се, у раније елаборираном укупном

окружењу: (1) објективно пројектују новчани токови; и (2) утврди адекватна дисконтна стопа, услед чега су регулативом прописивани елементи премије ризика. Тржишни приступ, заснован на цијенама сличне имовине на тржишту (коришћење мултипликатора вриједности, или информација о сличним трансакцијама купо-продаје сличних предузећа у блиској прошлости), по природи ствари има ограничену могућност примјене у земљама са недовољно развијеном тржишном привредом у којима не постоје развијена тржишта капитала и релевантне информације. Стога су, како кандидат наводи, два кључна проблема примјене тржишног приступа у посматраним земљама региона: (1) идентификовање упоредивих предузећа и прибављање информација о њиховом пословању и (2) одређивање и кориговање мултипликатора. Трошковни приступ, који вриједност предузећа изводи из вриједности имовине/средстава којима оно располаже и заснива се на имовинским методама, се према истраживању кандидата такође сусреће са озбиљним ограничењима и проблемима у посматраним земљама региона, прије свега, због: (1) несређене евиденције о имовини; (2) неријешених имовинских и правних питања, (3) вредновања имовине различитим приступима; (4) недостатак експерата за процјену вриједности имовине.

У наставку овог поглавља кандидат је, на основу проведених истраживања, елаборирао проблеме: (1) избора приступа и метода вредновања; (2) поузданости резултата процјене, услед бројних неизвијесности у погледу потребних инпута и (не)компетентности процјењивача и (3) могућности примјене CAPM модела утврђивања цијене капитала у контексту утврђивања дисконтне стопе у посматраним земљама региона.

У четвртном наведеном подпоглављу под насловом „*Неразвијена процјењивачка професија*“ кандидат презентује резултате својих истраживања о степену развоја, компетенцијама, искуствима, организованости и проблемима функционисања ове професије у посматраним земљама региона, као једном од значајних ограничења за примјену метода процјене вриједности капитала и стога и за квалитет и поузданост индикативних утврђених вриједности као основе за процесе својинске трансформације. Кандидат указује да су кључни проблеми функционисања процјењивачке професије у посматраним земљама били: (1) недовољан број процјењивача; (2) некомпетентност процјењивача; (3) неадекватна структура тимова за процјену; (4) непостојање (адекватног) регулаторног оквира; и (5) непостојање професионалних асоцијација.

У петом наведеном подпоглављу под насловом „*Неадекватна информациона основа*“ на основу проведених истраживања кандидат указује на непостојање адекватне информационе основе као битне претпоставке и стога значајног ограничења које је детерминисало могућност примјене одговарајућих приступа и метода процјене, као и резултата њихове примјене у посматраним земљама региона. При томе је неадекватност информационе основе елаборирана кроз призму: (1) квалитета и поузданости информација садржаних у финансијским извјештајима предузећа, као полазне основе свих приступа и метода процјене, те (2) расположивости и поузданости укупних информација о предузећу, а посебно вједодостојност финансијских информација с обзиром на чињеницу да финансијски извјештаји предузећа нису били предмет независне ревизије финансијских извјештаја.

На крају, у последњем подпоглављу, кандидат систематизује резултате својих истраживања (не) вредновања нематеријалне имовине у предузећима посматраних земаља региона, која по правилу није била исказана у билансима, те није била ни предмет процјене. На основу истраживања праксе развијених тржишних привреда кандидат указује да нематеријална имовина (патенти, лиценце, интерно генерисани гудвил, односи са купцима и др.) може

имати значајно учешће и у структури укупне имовине предузећа, те бити значајан фактор креирања зарађивачке способности, добити, новчаних токова и стога приносне вриједности капитала предузећа.

На основу свега наведеног, Комисија закључује да урађена докторска дисертација презентује резултате комплексног истраживања, те да је у потпуности у погледу обима и квалитета у складу са пријавом дисертације.

(5) Научни резултати докторске дисертације

На бази детаљног увида у докторску дисертацију Комисија стоји на становишту да је кандидат успјешно реализовао постављене циљеве истраживања и тестирао постављене хипотезе, те да су очекивани резултати постигнути, што је детаљно презентовано у Закључку ове дисертације.

Методолошки посматрано, истраживање је коректно обављено, уз примјену стандардне научне методологије. У раду су детаљно и коректно, на основу консултовања релевантне литературе, секундарних извора и резултата властитог емпиријског истраживања, елаборирани сви кључни аспекти на основу којих је истражена комплексна проблематика теорије и праксе, приступа и метода процјене вриједности капитала предузећа са фокусом на њену примјену у процесима својинске трансформације у одабраним земљама региона.

Идентификована су и истражена најважнија питања и дилеме које су послужиле као основе за доказивање **основне хипотезе** да се пракса процјене вриједности капитала, у земљама региона, знатно разликује од праксе у земљама са развијеном тржишном привредом из којих потичу методологија и стандарди за процјену, односно да су методе вредновања капитала предузећа у процесима својинске трансформације у посматраним земљама региона примјењиване уз многа ограничења и проблеме, па и резултати процјене нису били довољно индикативни и поуздани да би могли задовољити очекивања, како главних актера у својинској трансформацији, тако и шире јавности. Та питања и дилеме, кандидат је синтетизовао и елаборирао као: неповољно макроекономско и политичко окружење, неадекватан регулаторни оквир, проблеми везани за примјену методологије и стандарда вредновања, недостатак квалитетних информација о предузећима, недовољан број компетентних процјењивача, недовољно развијено финансијско тржиште, неријешена имовинска питања у друштвеним/државним предузећима и проблеми везани за вредновање нематеријалне имовине. При томе кандидат указује да је дио наведених проблема и ограничења присутан и у актуелним условима.

На основу презентованих резултата истраживања, прије свега властитог емпиријског истраживања заснованог на провођењу и обради резултата структурираног усмјереног интервјуа са стручњацима/експертима који су учествовали у процесу процјене вриједности капитала предузећа у посматраним земљама региона, тестиране су и потврђене и двије помоћне и све остале истраживачке хипотезе, осим прве (остале) – „вредновање капитала и имовине представља врло битну претпоставку за спровођење поступка ревизије финансијских извјештаја“. Наиме, презентовани резултати истраживања су показали, да је због чињенице да у вријеме провођења својинске трансформације и утврђивања вриједности капитала предузећа у посматраним земљама региона није вршена ревизија финансијских извјештаја, као екстерна независна провјера поузданости и кредибилитета информација садржаних у овим извјештајима, иницијално постављена зависност у ствари обрнута. То

значи да је ревизија или неки поступци ревизије финансијских извјештаја, као иницијалне, или једине информационе основе за утврђивање вриједности капитала, које су у пракси проводили процјењивачи или државне агенције (зависно од регулативе), била претпоставка објективнијег вредновања капитала предузећа.

Као синтетизовани резултат укупних истраживања кандидат закључује да се „намеће оцјена да у амбијенту који је постојао у земљама региона, у којем је држава уређивала рачуноводство, са процјењивањем које је у већини земаља такође надзирала држава, уз одсуство независне ревизије, непостојања компетентних процјењивача, гдје су тржиште капитала, акције и берзе постојали као концепти без потенцијала, мале су биле шансе за ефикасно коришћење методологије и стандарда вредновања предузећа у функцији приватизације друштвеног/државног капитала“.

(6) Примјењивост и корисност резултата у теорији и пракси

Кључни научни и методолошки допринос ове дисертације, поред детаљне анализе приступа, регулативе и праксе провођења метода вредновања капитала предузећа у процесима својинске трансформације у посматраним земљама региона, идентификације и елаборације отворених питања и ограничења, те тестирања постављених истраживачких хипотеза, је у складу са методологијом научноистраживачког рада синтеза укупних резултата кроз приједлог неопходних активности усмјерених на отклањање утврђених проблема и ограничења како би се створиле претпоставке да се унаприједи и побољшају актуелне и будуће процјене вриједности капитала предузећа (у методолошком и суштинском смислу, мјерено објективношћу утврђене вриједности) за било коју инволвирану сврху, укључујући и приватизацију преосталог државног капитала, ако и када се донесу такве одлуке.

Основне препоруке односно активности које кандидат предлаже у наведеном циљу су:

- Усвајање националних прописа о процјени вриједности капитала који би били усклађени са међународним стандардима процјене, а који би обухватили едукацију у функцији високе компетентности процјењивача, као и професионалну етику у циљу повећања одговорности, те контролу квалитета извршених процјена од стране надлежних професионалних асоцијација процјењивача.
- Побољшати квалитет и поузданост информација садржаних у финансијским извјештајима, укључујући досљедну примјену прописаног регулаторног оквира финансијског извјештавања и ревизије финансијских извјештаја.
- Унаприједити регулативу и функционисање тржишта капитала као битног фактора за примјену тржишног и приносног приступа процјени.

При томе кандидат указује да су предложене активности или мјере дио свеобухватних мјера које треба да имају за циљ успостављање истинског тржишног амбијента у коме ће приступе и методе процјене вриједности капитала бити могуће адекватно примијенити и у земљама региона, јер су они креирани и имају дугу традицију и праксу примјене управо у таквом амбијенту. При томе, наравно, чак и уколико се постигне стручна, професионална и сагласност надлежних органа власти да су наведене активности заиста у најбољем интересу економије и друштва у коме живимо, остаје отворено питање њихове адекватности и

посебно реалности и изводљивости. Уосталом, и искуства земаља развијене тржишне привреде показују да не постоји једном за свагда утврђен и адекватан регулаторни оквир тржишне привреде, него да се он континуирано треба преиспитивати, прилагођавати и побољшавати у складу са развојем теорија и потребама праксе, те захтјевима нових околности и изазова, како то потврђују и актуелна (пост)кризна дешавања на глобалном и националном нивоу.

Поред наведене научне и методолошке употребне вриједности, по нашем мишљењу, ова дисертација односно резултати истраживања кандидата мр Бојана Ћурића презентовани у овој дисертацији могу имати и практичну корист и послужити као једна од основа за унапређење регулативе и праксе процјене вриједности капитала предузећа код нас, односно у земљама региона које су биле обухваћене истраживањем.

(7) Начин презентовања резултата научној јавности

Имајући у виду несумњиви квалитет и актуелност резултата истраживања презентованих у овој дисертацији, Комисија сматра да је пожељно да се поједини аспекти истраживања, поготово они презентовани у поглављу „Отворена питања и дилеме процјене вриједности предузећа“ презентују научној јавности кроз радове публиковане у научним и стручним публикацијама, те представљени на конференцијама, округлим столовима и/или научним скуповима.

(8) Закључак и приједлог Комисије

На основу детаљног увида у завршену докторску дисертацију кандидата мр Бојана Ћурића под насловом „**Отворена питања и дилеме процјене вриједности капитала у процесима својинске трансформације у земљама региона**“, и свега претходно наведеног у овом Извјештају, Комисија сматра да је кандидат користећи обимну и релевантну литературу и примјењујући одговарајућу научну методологију успјешно реализовао постављене циљеве истраживања, тестирао постављене истраживачке хипотезе и остварио очекиване резултате истраживања.

Комисија потврђује да је докторска дисертација урађена у складу са пријавом коју је одобрило Наставно-научно вијеће Економског факултета у Источном сарајеву и Сенат Универзитета у Источном Сарајеву, у погледу предмета, циља и метода истраживања и иницијалног садржаја дисертације. Циљ истраживања је реализован, а докторска дисертација је резултат оригиналног истраживања кандидата. Кандидат је систематично и критички сагледао отворена питања, дилеме и ограничења процјене вриједности капитала предузећа у процесима својинске трансформације у одабраним земљама региона, успјешно тестирао постављене хипотезе и предложио одређене активности у функцији елиминисања идентификованих проблема и ограничења како би се у актуелним и будућим процјенама за било коју инволвирану сврху могло доћи до објективније индикације вриједности капитала. По мишљењу Комисије ова дисертација пружа значајан научни али и практични допринос унапређењу теорије и праксе процеса процјене вриједности капитала предузећа у посматраним земљама региона.

На основу свега наведеног Комисија позитивно оцјењује урађену докторску дисертацију и предлаже Наставно-научном вијећу Економског факултета Пале и Сенату Универзитета у Источном Сарајеву да прихвати Извјештај о оцјени докторске дисертације „Отворена питања и дилеме процјене вриједности капитала у процесима својинске трансформације у земљама региона“ и да кандидату мр Бојану Ћурићу одобри њену јавну одбрану.

Источно Сарајево – Пале, 31. јануар 2017. године

Чланови Комисије:

1. **Др Спасоје Тушевљак**, ванредни професор, ужа научна област Пословне финансије, Факултет пословне економије Бијељина, предсједник

2. **Др Радомир Божић**, редовни професор, уже научне области: Рачуноводство и Пословне финансије, Економски факултет Пале, ментор

3. **Др Драган Микеревић**, редовни професор, ужа научна област Пословне финансије, Економски факултет Бања Лука, члан
