



## УНИВЕРЗИТЕТ ПРИВРЕДНА АКАДЕМИЈА У НОВОМ САДУ

### Факултет за економију и инжењерски менаџмент у Новом Саду

#### ИЗВЕШТАЈ КОМИСИЈЕ О ОЦЕНИ ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ ГРДИНИЋ ВЛАДИМИРА

#### I ПОДАЦИ О КОМИСИЈИ

1. Датум и орган који је именовao комисију

На седници новог сазива Наставно-научног већа Факултета за економију и инжењерски менаџмент која је одржана 08.10 2019. године, донета је Одлука број 7/9-4-1 о именовању Комисије за писање извештаја о оцени докторске дисертације за јавну одбрану, кандидата **Грдинић Владимира** на тему „**Дисконтна стопа као фактор процене вредности капитала**“.

2. Састав комисије са назнаком имена и презимена сваког члана, звања, назива уже научне области за коју је изабран у звање, датума избора у звање и назив факултета, установе у којој је члан комисије запослен:

1. **Проф. др Драган Солеша** (*председник комисије*), редовни професор на Факултету за економију и инжењерски менаџмент у Новом Саду, ужа научна област Квантитативне методе и информациони системи, изабран у звање 27.10 2010. године, Факултет за економију и инжењерски менаџмент у Новом Саду, Универзитет Привредна академија у Новом Саду.
2. **Проф. др Слободан Радишић** (*члан*), редовни професор на Факултету за економију и инжењерски менаџмент у Новом Саду, ужа научна област Финансије и банкарство, изабран у звање 19.09 2017. године, Факултет за економију и инжењерски менаџмент у Новом Саду, Универзитет Привредна академија у Новом Саду.
3. **Проф. др Марко Иваниш** (*ментор*), редовни професор на Факултету за економију и инжењерски менаџмент у Новом Саду, ужа научна област Финансије и банкарство, изабран у звање 19.10 2017. године, Факултет за економију и инжењерски менаџмент у Новом Саду, Универзитет Привредна академија у Новом Саду.

#### II ПОДАЦИ О КАНДИДАТУ

1. Име, име једног родитеља, презиме:

**Владимир (Лакић) Грдинић**

2. Датум рођења, општина, Република:

**23.07 1978. Бијело Поље, Република Црна Гора**

3. Датум одбране, место и назив мастер рада:

Мастер менаџер 23.09 2015. Београд „**Одређивање организационе структуре предузећа са примером предузећа ТРАКО ИНВЕСТ**“ на Факултету за предузетнички бизнис, Универзитет Унион – Никола Тесла, у Београду.

4. Научна област из које је стечено академско звање мастер наука:

**Економија, Менаџмент, Мастер наука**

5. Објављени научни радови и стручни чланци:

1. **Грдинић, В.**, Павловић, М., Глигорић, Ч. (2018), *Методе и специфичности процене ефикасности друштвено одговорних пројеката*, часопис Ecologica br. 91/2018, ИССН 0354-3285, Научно-стручно Друштво за заштиту животне средине „Ecologica“ Београд, стр. 517-522. (**M51**)

2. Глигорић, Ч, **Грдинић, В.** (2016), *Утицај вредности спора, дисконтне стопе и парничних трошкова на одлуке о покретању парнице*, часопис Економија – теорија и пракса бр. 4/2016, ИССН 2217-5458, Факултет за економију и инжењерски менаџмент у Новом Саду, Универзитет Привредна академија у Новом Саду, стр. 19-32. (М52)
3. Давидовац, Ч, **Грдинић, В.** (2017), *Transformation of the Financial reporting in the direction of business reporting*, Thirteenth International Scientific Conference The teacher of the future, 25-28.5.2017, Budva, Montenegro, 25-28. мај 2017, Knowledge International Journal Scientific papers Vol. 17, No. 1, Institut of Knowledge Management, Скопје, Македонија, стр. 469 – 475. (М33)
4. Глигорић, Ч, Павловић, М, **Грдинић, В.** (2019), *Детерминанте систематског ризика у процени вредности предузећа у Републици Србији*, часопис Економија – теорија и пракса бр. 1/2019, ИССН 2217-5458, Факултет за економију и инжењерски менаџмент у Новом Саду, Универзитет Привредна академија у Новом Саду, стр. 41-58. (М52).

Наведени списак публикованих радова кандидата показује да се он у последњих неколико година активно бавио научним истраживањима из научне области финансија а у оквиру те области посебно пословним финансијама, рачуноводственом проблематиком као и питањима структуре и процене вредности капитала предузећа. При томе, запажа се да је фокус његових радова усмерен како на област пословних финансија, посебно анализе структуре капитала и вредности предузећа, тако и на област анализе имовинске и приносне вредности предузећа, као и критичке анализе метода процене вредности предузећа, где се Владимир Грдинић јавља у својству првог аутора или коаутора. Из претходно наведеног прегледа радова, ценимо да су објављени радови научно и стручно релевантни и да су у контексту научних истраживања која су планирана у самој пријави докторске дисертације кандидата Владимира Грдинића. Уочава се квалитет објављених радова кандидата, посебно неколико радова новијег датума који потврђују кандидатово активно учешће на различитим стручним и научним симпозијумима и конференцијама међународног карактера.

### III НАСЛОВ ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ:

#### ДИСКОНТНА СТОПА КАО ФАКТОР ПРОЦЕНЕ ВРЕДНОСТИ ПРЕДУЗЕЋА

### IV ПРЕГЛЕД ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ:

Навести кратак садржај са назнаком броја страна поглавља, слика, шема, графикона и сл.

Укупан број страница дисертације износи 208. Она се састоји од конститутивних 5 делова (глава), увода, закључка, заједно са укупно 47 посебне целине, укључујући и преглед литературе.

**Уводна разматрања** (13 страна) од 1. до 13. стране.

*Овај део дисертације обухвата 5 целина и то:*

1. Преглед владајућих ставова у литератури у подручју истраживања (5 страна) од 1. до 5. стране,
2. Проблем, предмет и циљ истраживања (3 стране) од 6. до 8. стране,
3. Основне хипотезе (1 страна) од 8 до 9. стране,
4. Садржај и метод истраживања (2 стране) од 9. до 11. стране.
5. Очекивани резултати и научни допринос (2 стране) од 12. до 13. стране.

**Први део: Основи примене приносног метода процене вредности капитала**

(36 страна), од 13. до 49. стране.

*Овај део дисертације обухвата 7 целина и то:*

1. Методе процене вредности капитала (3 стране) од 13. до 19. стране,
2. Суштина и врсте приносног метода процене вредности капитала (4 стране) од 19. до 22. стране,
3. Међународни и европски стандарди за процену (5 страна) од 23. до 28. стране,
4. Законски оквир примене приносног метода у Републици Србији (6 страна) од 28. до 34. стране,
5. Проценитељи (2 стране) од 34. до 36. стране.
6. Финансијска анализа као основ за примену приносног метода процене (9 страна) од 36. до 45. стране,
7. Ограничења у коришћењу показатеља у поступку процене (4 стране) од 46. до 49. стране.

**Други део: Дисконтна стопа као параметар приносне методе процене вредности капитала**  
(метод „зидања“ дисконтне стопе), (48 страна), од 49. до 97. стране.

*Овај део дисертације обухвата 10 целина и то:*

1. Потреба за дисконтовањем (2 стране), од 49. до 51. стране,
2. Стопа приноса на улагања без ризика (6 страна) од 51. до 57. стране,
3. Процена специфичног ризика предузећа (8 страна) од 57. до 65. стране,
4. Утврђивање цене капитала (3 стране) од 65. до 68. стране,
5. Поступак процене вредности капитала без премије за ризик улагања у РС (1 страна) од 69. до 69. стране,
6. Пројектовање резултата и новчаних токова (8 страна) од 69. до 77. стране,
7. Пројектовање стопе раста (3 стране) од 77. до 80. стране,
8. Обрачун резидуалне (терминалне) вредности (3 стране) од 80. до 83. стране.
9. Процена вредности сопственог капитала без премије за ризик улагања у РС, могуће грешке проценитеља и њихов утицај на процењену вредност капитала – студија случаја (9 страна), од 83. до 92. стране,
10. Грешке проценитеља и утицај грешака на дисконтну стопу и процењену вредност капитала (5 страна), од 92. до 97. стране.

**Трећи део: Премија за ризик улагања у земљу** (27 страна), од 97. до 124. стране.

*Овај део дисертације обухвата 6 целина и то:*

1. Теоријско-методолошки аспекти премије за ризик улагања у земљу (6 страна) од 98 до 104. стране,
2. Утврђивање висине премије за ризик улагања у земљу (8 страна) од 104. до 112. стране,
3. Промен у пословно-инвестиционом амбијенту РС као фактор смањења ризика земље (5 страна) од 112. до 117. стране,
4. Утицај премије за ризик улагања у РС на дисконтну стопу и процењену вредност капитала – студија случаја, (7 страна) од 117. до 118. стране,
5. Примена актуелних законских решења у процени вредности капитала приносном методом (9 страна) од 118. до 120. стране,
6. Анализа утицаја измењеног пословно-инвестиционог амбијента у РС на ризик земље, дисконтну стопу и процењену вредност капитала (3 стране) од 121. до 123. стране.

**Четврти део: CAPM метод за обрачун дисконтне стопе** (32 стране) од 124. до 156. стране.

*Овај део рада дисертације обухвата 10 целина и то:*

1. Основни постулати CAPM метода (3 стране) од 124. до 127. стране,
2. Мерење тржишног ризика – премија за ризик и бета коефицијенти (1 страна) од 128. до 128. стране,
3. Премија за ризик (4 стране) од 128. до 132. стране,
4. Бета коефицијент као мера тржишног ризика (1 страна) од 133. до 133. стране,
5. Историјски бета коефицијент (4 стране) од 133. до 137. стране
6. Кориговани бета коефицијент (6 страна) од 137. до 143. стране,
7. Рачуноводствени бета коефицијент (4 стране) од 143. до 147. стране,
8. Обрачун дисконтне стопе применом CAPM метода (2 стране) 147. до 149. стране,
9. Анализа могућности примене CAPM метода за обрачун дисконтне стопе у РС (5 страна) од 149. до 154. стране,
10. Критички осврт на примену CAPM метода за обрачун дисконтне стопе (2 стране) 155. до 156. стране.

**Пети део: Проблеми у процени вредности капитала младих предузећа** (25 страна) од 157. до 182. стране.

*Овај део рада дисертације обухвата 7 целина и то:*

1. Проблеми у процени вредности капитала младих предузећа (3 стране) од 157. до 160. стране,
2. Карактеристике и животни циклус младих предузећа (3 стране) од 160. до 163. стране,
3. Проблеми у пројектовању очекиваних нето новчаних токова младих предузећа (4 стране) од 164. до 168. стране,
4. Прилагођавање дисконтне стопе за потребе процене вредности младих предузећа (3 стране) од 169 до 172. стране,
5. Поступак процене резидуалне вредности младих предузећа, (1 страна) од 172. до 172. стране,

6. Специфичности процене резидуалне вредности младих предузећа, (2 стране) од 172. до 173. стране,  
7. Особености процене вредности сопственог капитала младих предузећа (8 страна) од 174. до 182. стране.

**Закључна разматрања** (5 страна), од 183. до 186. стране.

**Литература** (20 страна) од 187. до 207. стране.

**Биографија** (1 страна) од 208. до 208. стране.

У докторској дисертацији приложено је:

- графикона 2
- слика 3
- табела 13
- извора литературе: 224

## V ВРЕДНОВАЊЕ ПОЈЕДИНИХ ДЕЛОВА ДОКТОРСKE ДИСЕРТАЦИЈЕ:

У уводном делу дисертације под називом „Увод“ (стр. 1-13), кандидат започиње своју докторску дисертацију чињеницом приноси метод у процени вредности предузећа, већ дужи низ година, представља преовлађујући метод у евалуацији капитала. Таква ситуација је карактеристична и за Републику Србију. Приноси метод процене вредности капитала заснива се на будућим пројектованим резултатима пословања предузећа, најчешће на пројектованим нето новчаним токовима. Претпоставка коришћења овог метода процене јесте да проценитељ, на основу доступних информација и анализа, са прихватљивим ризиком, предвиди пословање предузећа у будућем периоду. За разлику од метода капитализације који је применљив у ситуацијама када се прооцењује да је предузеће достигло стабилан ниво добити и да неће бити значајнијих промена у висини добити, метод дисконтовања показује предности у односу на метод капитализације уколико се очекују значајнија различита остварења у пројектованом периоду (виши или нижи ниво добити или прилива и одлива средстава). Дуги низ година, привреда наше земље карактерисана је минималним коришћењем индустријских капацитета, губитком нето обртног фонда и обртних средстава, па не чуди да се, уместо метода капитализације, као примарни метод процене, користио приноси метод на бази дисконтовања нето новчаних токова. Чак и данас, када је ситуација значајно боља и када је привреда стабилнија, проценитељи нису спремни да преузму ризик процене стабилног добитка (примена метода капитализације), па је, из тог разлога, примена методе дисконтовања, и даље, преовлађујући метод у односу на друге методе.

Као један од најважнијих фактора процене применом приносне методе издваја се дисконтна стопа. Законски прописи Републике Србије налажу да се обрачун дисконтне стопе врши применом методе „зидања“ дисконтне стопе. У складу са већ поменутом легислативом, процењена вредност капитала је под директним утицајем самог проценитеља, који на основу свог искуства и сопствене процене учествује у обрачуну дисконтне стопе, у оном делу који се односи на утврђивање специфичног ризика процењиваног предузећа. Метод „зидања“ дисконтне стопе је, сходно амбијенталним и систематским условима у нашој земљи, најприхватљивији за потребе процене вредности капитала. Примена ове методе подразумева да се дисконтна стопа састоји из два елемента: прво, стопе приноса на улагања без ризика и друго, стопе ризика улагања у предузеће које се прооцењује (несистематски – специфични ризик). Уколико се процена врши у сврху продаје предузећа страном купцу онда се појављује и трећи елемент – премија за ризик улагања у Републику Србију. По врсти, ризици се деле на системски ризик и несистемски ризик.

Аналогно наведеном, чињеница је да је кандидат своје истраживање фокусирао на проблематику процене вредности капитала где оправдано указује да дисконтна стопа представља важан фактор у процени вредности капитала, и то из најмање два разлога. Први разлог, везан је за чињеницу да приноси метод у процени вредности капитала представља доминантни метод у процени, независно од домицилних услова земље у којој се врши процена и разлога процене, при чему приноси метод процене захтева прецизно одмеравање и израчунавање дисконтне стопе. Други разлог, који говори у прилог потреби анализе дисконтне стопе као пресудног фактора у

евалуацији капитала кандидат образлаже чињеницом да је у Републици Србији тржиште капитала на ниском степену развијености што отежава примену савременијих метода процене као што је тржишни метод или CAPM метод.

Узимајући у обзир претходно наведено, кандидат је истакао да се **предмет истраживања** у докторској дисертацији односи на истраживање утицаја висине дисконтне стопе као пресудног фактора у поступку процене вредности капитала применом приносне методе. При томе, **циљ истраживања** је да се на основу структуралне анализе и проучавања релевантне литературе из области процене вредности предузећа, као и увида у пословну праксу и њихових искустава, сагледа и афирмише значај дисконтне стопе као пресудног параметра у процени вредности капитала, са освртом и на Републику Србију. Тежиште истраживања стављено је на утврђивање утицаја дисконтне стопе на евалуацију капитала на основу примене различитих метода обрачуна дисконтне стопе, а посебно методе „зидања“ и CAPM метода. Такође, с обзиром на значајно побољшање пословно-инвестиционог амбијента у Републици Србији као фактора који утиче на утврђивање висине премије за ризик улагања у Републику Србију, испитано је како ово побољшање утиче на висину дисконтне стопе, а самим тим, и на процењену вредност капитала. У овој дисертацији, значајан део рада посвећен је и врстама бета коефицијента који „граде“ висину дисконтне стопе и утичу посредно на висину процењене вредности капитала. У односу на предмет истраживања кандидат је у уводном делу своје дисертације поставио **главну хипотезу** а то је да висина дисконтне стопе, при осталим непромењеним условима приносног модела процене, представља одлучујући фактор у процени вредности капитала. Из главне хипотезе произашле су следеће **помоћне хипотезе**:

- (1) Грешке проценитеља приликом обрачуна дисконтне стопе методом „зидања“ значајно утичу на процењену вредност капитала.
- (2) CAPM метод који се базира на бета коефицијентима не представља применљив метод за обрачун дисконтне стопе, због недовољне развијености и кратке историје тржишта капитала у Републици Србији, а његова примена може служити само као контролни механизам процене.
- (3) Измењени пословно-инвестициони амбијент захтева измену висине премије за ризик улагања у Републику Србију, смањујући висину дисконтне стопе, што доводи до повећања процењене вредности капитала.
- (4) Додатни ризик могућег банкротства и неликвидности смањује пројектоване нето новчане токове, увећава тржишни ризик и повећава висину дисконтне стопе, што смањује пројектовану вредност капитала младих предузећа.

Овако дефинисане и приказане хипотезе, као претпоставке очекиваних крајњих резултата у овом истраживању, могу се оценити као реалне и обухватне. У проблематици истраживања за које се кандидат определио постоји много дилема које нису само стручно-финансијске или економско-правне природе, већ су често одређене и другим, знатно ширим приступима. Због тога, жеља кандидата Владимира Грдинића да се опроба на истраживању и проблемима који се тичу обрачуна дисконтне стопе као фактора процене вредности капитала, треба да буде поздрављена и позитивно оцењена. Наведени моменти не само да у потпуности оправдавају разлоге кандидата за избор управо овакве теме истраживања – *Дисконтне стопе као фактора процене вредности капитала*, већ уједно и проширују круг посматрања питања која се у дисертацији истражују, будући да практична примена резултата истраживања може бити од користи менаџменту многих организација и пословних система.

У првом делу дисертације под називом „**Основи примене приносног метода процене вредности капитала**“ (стр. 13-49) кандидат се фокусирао на анализу Међународних и Европских стандарда у поступцима процена, ранија законска решења процене у Републици Србији, улогу и значај проценитеља, као и на неопходност и ограничења финансијске анализе у процени. При томе, кандидат у овом делу дисертације дефинише основне методе процене вредности капитала (*од 13 до 18 стране*), где посебно истиче и детаљније анализира суштину и врсте приносног метода процене вредности капитала. У наставку излагања у овом делу дисертације кандидат врши приказ и анализу Међународних и Европских стандарда за процену (*од 23 до 27 стране*), да би затим дао и приказ

законског оквира за примену приносног метода процене у Републици Србији (од 28 до 34 стране). На крају овог дела дисертације кандидат се посебно бави питањем значај финансијске анализе као основе за примену приносног метода процене вредности предузећа (од 36 до 45 стране). С тим у вези, кандидат истиче свој став да у методологији процене вредности предузећа не постоји стандардизован поступак који се мора спровести да би се одредила вредност капитала. Због тога, процењивач има слободу да дефинише поступак процене који треба да обезбеди контролу квалитета процене и да узме у обзир све специфичности капитала предузећа који се процењује. Грубо посматрано, поступак процене мора да обухвати три активности: *Прво*, припрему основе за процену вредности капитала; *Друго*, процену вредности капитала коришћењем изабране методе и; *Треће*, састављање извештаја о процени вредности капитала. У контексту наведеног, кандидат оправдано истиче да једну од најважнијих подфаза у оквиру фазе припреме основе за процену вредности чини прикупљање и анализа података у циљу спровођења квалитетне финансијске анализе као основе реалне процене. При томе, основни смисао сваке анализе састоји се у томе да се на бази утврђеног квалитета и квантитета анализираног објекта пруже информације о његовом бонитету или тренду развоја. Ово се односи на било коју анализу, па самим тим и на финансијску. Отуда, по логици ствари у овој подфазу проценитељ мора спровести финансијску анализу која представља основ за предикцију пословања предузећа, у циљу процене вредности капитала. Бавећи се проблематиком финансијске анализе са аспекта њеног значаја за процену вредности капитала, кандидат у овом делу своје дисертације исправно закључује да процењивачи и финансијски аналитичари морају бити способни да дубински проуче финансијске извештаје предузећа да би извукли максимум информација неопходних за процену вредности капитала. С тим у вези, кандидат истиче да сва досадашња истраживања говоре у прилог томе да рачуноводствени извештаји (биланс стања и биланс успеха) обезбеђују све неопходне информације о вредности фирме. Кандидат сматра да целокупан процес финансијске анализе, за потребе процене вредности капитала, треба да има шест основних корака, и то: (1)

Идентификовање економских карактеристика и конкуренције у индустријској грани у којој предузеће обавља своју активност; (2) Идентификовање стратегија које процењивано предузеће користи како би придобило и задржало компаративне предности; (3) Анализа квалитета финансијских извештаја, а ако је потребно, њихово прилагођавање ради одрживости и компаративности са другим предузећима; (4) Анализа текуће профитабилности и ризика предузећа коришћењем информација из финансијских извештаја; (5) Израда пројектованих финансијских извештаја, (6) Утврђивање вредности предузећа. На крају овог дела дисертације, кандидат истиче да без обзира на изабрани метод процене вредности капитала, финансијска анализа чини неопходну фазу процене, из више разлога: *прво*, она омогућава да се учинци и перформансе процењиваног предузећа компарирају са конкурентним предузећима, што помаже процењивачу да донесе закључак о степену успешности пословања предузећа чији се капитал процењује, и друго, на основу финансијске анализе, утврђују се фактори који значајно опредељују пројектовану вредност капитала. Међутим, да би финансијска анализа била успешна, неопходно је да финансијски извештаји буду истинити и прегледани (верификовани) од стране независних ревизора како би се утврдило да ли постоје одступања у односу на рачуноводствене и ревизорске стандарде. Процењивач би морао да захтева да се, пре финансијске анализе, изврши ревизија финансијских извештаја пошто ревидирани финансијски извештаји „поправљају“ квалитет процене вредности капитала.

У другом делу дисертације „Дисконтна стопа као параметар приносне методе процене вредности капитала (метод „зидања“ дисконтне стопе (стр. 49-97) кандидат најпре објашњава потребу за дисконтовањем (од 49 до 51 стране), при чему истиче да потреба за дисконтовањем произилази из концепта временске вредности новца. Наиме, један динар у будућности вреди мање него један динар у садашњем тренутку. Требало би имати у виду да свака слободна новчана сума на развијеном финансијском тржишту треба да се инвестира како би се обезбедио одређени принос. Свако држање новчаних средстава проузрокује тзв. опортунитетне трошкове, који су једнаки приносу који би могао бити остварен инвестирањем тог износа у неке финансијске инструменте. Дакле, концепт временске вредности новца полази од схватања да новац није бесплатан, а да његову цену представљају пропуштени приноси који су се могли остварити улагањем у неке друге рентабилне алтернативе, или отплатом постојећих дугова. С тим у вези, дисконтовање је поступак који пружа одговор на питање: Који износ треба

уложити данас, уз одређену годишњу камату, да би се после одређеног броја година добио 1 динар, односно колика је садашња вредност износа који ће бити на располагању у одређеном тренутку у будућности. Кандидат исправно закључује да је дисконтовање уско повезано за анализом трошкова и користи и са оценом инвестиционих пројеката. Наиме, трошкови (инвестиције) настају у садашњем моменту, док користи (ефекти) у будућности, и то у дужем временском периоду. Сходно томе, неопходно је израчунати садашњу вредност будућних пројектованих ефеката како би постали упоредиви са вредношћу трошкова (инвестиција) који су настали у садашњости, изражени у садашњим новчаним јединицама. У овом делу дисертације кандидат наглашава да као дисконтна стопа ( $d$ ) која омогућава свођење будућних вредности на данашњу вредност новца служи каматна стопа ( $k$ ). У контексту наведеног, кандидат истиче да треба имати у виду и чињеницу да анализа трошкови – резултати, захтева разрешење проблема временског кашњења ефеката, са аспекта данашњег момента одлучивања, па се тако јавља и потреба за дисконтовањем. У наставку излагања у овом делу дисертације кандидат разматра стопу приноса на улагања без ризика (*од 51 до 57 стране*) и стопе приноса са ризиком (*од 57 до 65 стране*). Кандидат наводи са се дисконтна стопа најчешће дефинише као очекивана стопа приноса на почетно улагање капитала уз одређени ризик остварења будућних новчаних токова. При томе, кандидат истиче да се дисконтна стопа састоји из две компоненте: (а) безризичне стопе, и (б) стопе ризика улагања у предузеће чији се капитал процењује. Безризична стопа подразумева тзв. системски ризик раван нули. Пошто таква улагања не постоје, ова стопа се одређује на основу стопа приноса које доносе државне обвезнице. Стопа ризика улагања у предузећа чији се капитал процењује, односи се на пословни и финансијски ризик, а како наводи кандидат, она се одређује анализом следећих битних елемената: (1) Величина предузећа; (2) Кадровска оспособљеност; (3) Финансијска структура; (4) Производна и географска диверсификација; (5) Диверсификација купаца; (6) Могућност предвиђања. Настављајући даље излагање у овом делу своје дисертације кандидат је обрадио и питања која се односе на: (а) Утврђивање цене капитала (*од 65 до 69 стране*); (б) Пројектовање стопе раста (*од 77 до 80 стране*) и; (в) Обрачун резидуалне вредности (*од 80 до 83 стране*).

(а) *Цена капитала* - било сопственог било ангажованог дугорочног капитала, није ништа друго него дисконтна стопа која се користи у поступку процене вредности капитала. Како кандидат наводи, основна разлика између цене сопственог и цене укупно ангажованог дугорочног капитала јесте у томе што се њоме дисконтују пројектовани новчани токови “након” или “пре” сервисирања дугова. Међутим, резултат процене мора бити исти независно од тога који се концепт пројекције користи у поступку процене. При томе, када је у питању одређивање цене капитала методом „зидања“ то значи да се она структурира из неколико компоненти и то: (1) стопе приноса на безризична улагања, (2) стопе приноса на улагања у конкретан пројекат, и (3) стопе приноса за ниво ризика земље улагања. Прорачун дисконтне стопе у директној је вези са одабраном дефиницијом новчаног тока. Уколико се пројектују новчани токови “пре сервисирања дугова”, онда је дисконтна стопа једнака процењеној цени сопственог капитала, а овакав начин обрачуна дисконтне стопе у складу је са законским прописима Републике Србије. Уколико се, пак, пројектују новчани токови “након сервисирања дугова”, онда се, као дисконтна стопа, користи пондерисана просечна цена капитала. У том случају, дисконтна стопа је просечна цена сопствених и позајмљених извора финансирања процењиваног предузећа.

(б) *Стопа раста* - један је од најважнијих параметара у процени вредности капитала приносном методом. Она одређује не само резидуалну вредност предузећа већ директно утиче и на процењену вредност сопственог капитала. Због тога, мале промене у пројектованој стопи раста изазивају значајне ефекте на процењену вредност компанија. Пројектовање стабилне стопе раста један је од најважнијих и најкомплекснијих задатака у процени приносним методом. Кандидат сматра да би стопа раста требало да буде између 0% и 5% и мора бити позитивна докле год расте и национална економија. Кандидат у овом делу дисертације заступа став да свака пројектована стопа раста изнад 5% није погодна за примену у процени вредности капитала.

(в) *Резидуална вредност* - чини важан елемент процењене вредности капитала. Наиме, проценитељ полази од претпоставке да предузеће после пројектованог периода од 5 година не престаје са пословањем. При процени вредности капитала полази се од тога да процењивано предузеће послује трајно, односно да послује по „гоинг цонцерн“ принципу. Претпоставка је да ће предузеће неограничено пословати (going concern) и остваривати нето

новчане токове. Аналогно томе, вредност капитала која ће се остварити пословањем након пројектованог периода назива се резидуална вредност. Иначе, кандидат истиче да се у литератури резидуална вредност може срести и под називом *крајња вредност*. Поступак квантификовања резидуалне вредности се по кандидату огледа у томе што се нето новчани ток из последње године пројекције увећава за очекивану стопу раста за период после пројекције новчаног тока и затим дисконтује на садашњу вредност дисконтним фактором који је израчунат на основу дисконтне стопе умањене за очекивану стопу раста.

**У трећем делу дисертације под називом „Премија за ризик улагања у земљу“** (стр. 97-124) кандидат врши детаљну анализу потреба за укључивањем ризика земље улагања у обрачун дисконтне стопе као и утицај промена које су настале у пословно-инвестиционом амбијенту Републике Србије које неминовно стварају потребу за модификовањем вредности премије за ризик улагања. На конкретном примеру, кандидат је детаљно и исправно приказао како промена у висини премије за ризик улагања у нашу земљу утиче на дисконтну стопу и процењену вредност капитала. Премија за ризик показује шта инвеститори, у просеку, траже као екстра поврат за инвестирање у тржишни портфолио у односу на инвестирање у неризичне вредносне папире. На основу анализе конкретног примера пословно-инвестиционог амбијента РС кандидат је у овом делу дисертације формулисао неколико битних закључака: (1) Укључивање ризика земље у обрачун цене сопственог капитала доводи до пораста висине дисконтне стопе, при осталим непромењеним условима приносног модела процене; (2) Премија за ризик улагања у земљу, као саставни елемент дисконтне стопе, има значајне реперкусије на процењену вредност сопственог капитала. При осталим непромењеним условима приносног модела процене, укључивање ризика земље у процену вредности доводи до значајног обарања процењене вредности сопственог капитала, и; (3) Укључење премије за ризик улагања у земљу у обрачун дисконтне стопе утиче на оба градивна елемента пројектоване вредности: (а) садашњу вредност пројектованих нето новчаних токова и (б) резидуалну вредност, с тим да је ефекат утицаја значајно јачи на резидуалну вредност, будући да резидуална вредност одражава пословање предузећа по „going concern“ принципу.

**У четвртном делу дисертације под називом „CAPM метод за обрачун дисконтне стопе“** (стр. 124-156) кандидат анализира могућност примене CAPM метода за обрачун дисконтне стопе. Аналогно томе, прво дефинише основне постулате на којима почива примена ове методе, а затим анализира врсте бета коефицијената и приказује начин обрачуна дисконтне стопе овом методом. На основу коришћења методе компарабилних компанија кандидат даје одговор на питање - да ли је примена ове методе адекватна у условима тренутног степена развијености тржишта капитала у Републици Србији. С тим у вези, он на исправан и аргументован начин долази до закључка да многи постулати CAPM метода не могу да се примене на тржиште капитала у Републици Србији, што говори у прилог тези да, без обзира на све недостатке, метод „зидања“ дисконтне стопе представља најсигурнији и уједно најлогичнији избор у процени вредности капитала приносном методом. Следствено томе, овај модел се, макар с аспекта Републике Србије, може посматрати као теоријски модел, који представља само контролни механизам, методе „зидања“, а до чије ће конкретне примене морати да прође још доста времена. Примена CAPM метода подразумева као неопходан и потребан услов израчунавање коефицијента Бета  $\beta$  као компоненте ризика која се не може елиминисати. Савремене корпоративне финансије придају велики значај мерењу тржишног ризика путем бета коефицијента. При томе, ако је вредност бета коефицијента блиска јединици, то значи да одређена акција у потпуности прати промену просечних приноса на берзи и оваква акција се оцењује као високо ризична акција. Ако је вредност бета коефицијента ближа 0 све мање су изражене везе између кретања цена појединачне акције и просечне цене других акција на берзи, па се ова акција може сматрати сигурном акцијом. Иначе, Бета коефицијент може се израчунати на три основна начина: (1) Коришћењем историјских података са тржишта капитала (историјски бета коефицијент); (2) Коришћењем података о пословању предузећа и леверицу (кориговани бета коефицијент) и; (3) Коришћењем рачуноводствених података (рачуноводствени бета коефицијент). Аналогно наведеном, у овом делу дисертације кандидат приказује и анализира сва три поменута бета коефицијента. *Историјски бета коефицијент (од 133-137 стране)* – настаје на основу анализе осетљивости кретања цена акција конкретног предузећа на промене у кретању цена акција свих компанија, на развијеном тржишту капитала. Основна



претпоставка примене овог бета коефицијента је дуга историја и висок степен развијености тржишта капитала. Јасно је да израчунавање историјског бета коефицијента захтева од проценитеља да поседује одређена знања из области статистике. Међутим, развијеност информационих технологија олакшава начине прорачуна бета коефицијента, будући да постоје програми (софтвери) који олакшавају посао проценитељу. *Кориговани бета коефицијент (од 137 до 143 стране)* – представља коригован историјски бета коефицијент за ризик који произлази из карактеристика предузећа и његовог пословања. Дакле, дисконтна стопа, као очекивана стопа приноса на средства под снажним је утицајем оперативног и финансијског леверица, што условљава и разумну корекцију историјског бета коефицијент и то управо за ризик који произилази из карактеристика предузећа и његовог пословања. *Рачуноводствени бета коефицијент (од 143 до 147 стране)* – добија се на сличан начин као и тржишно утврђени бета коефицијенти, с тим што овај приступ у обрачуна бета коефицијента полази од мерења параметара тржишног ризика преко праћења података о рачуноводственој добити предузећа кроз одређени временски период. Кретање цена и приноса од акција, при овом методу, нису предмет анализе, већ је акценат на годишњим и кварталним променама у висини добити предузећа које се прате у односу на промене добити на нивоу целог тржишта у истом временском периоду. То значи да проценитељ искључиво користи само податке из постојећих финансијских извештаја, па је тржишни ризик базиран само на прошлости. Кандидат Владимир Грдинић се у овом делу дисертације критички осврнуо и на могућности примене CAPM метода за обрачун дисконтне стопе у Републици Србији. Он аргументовано закључује да CAPM модел не представља поуздано применљив метод за обрачун дисконтне стопе у Републици Србији. Наиме, бројна емпиријска истраживања о коришћењу бета коефицијента за обрачун дисконтне стопе у Републици Србији, не дају једнозначну потврду о валидности. Услед тога, проценитељи и домаћи инвеститори могу користити CAPM модел само као практичан водич за одређивање ризика, очекиваног приноса и дисконтне стопе, односно као општи оквир за разумевање суштине тржишног ризика и диверсификације. Турбулентне промене на финансијским тржиштима, не само у Републици Србији, воде временској нестабилности бета коефицијента. Због тога, на бази емпиријских истраживања неких аутора (Мирјанић 2010) постоји предлог да се израчунавају два засебна бета коефицијента, један – који подразумева стабилност окружења и други – који одражава нестабилне периоде кретања тржишта капитала. Затим би се ова два, посебно израчуната бета коефицијента, спојили у један, тако што би се пондерисали вероватноћом појављивања стабилног или нестабилног окружења. Тако израчунат бета коефицијент би представљао добру апроксимацију тржишног ризика у обрачуна дисконтне стопе.

**У петом делу дисертације под називом „Проблеми у процени вредности капитала младих предузећа“** (стр. 157-182) кандидат разматра основне проблеме у процени вредности младих предузећа, са посебним акцентом на решења проблема пројектовања очекиване стопе раста, неадекватности пројектованих нето новчаних токова, проблема у процени оперативних маржи, утврђивања параметара ризика и сагледавања како процењена вредност капитала младих предузећа утиче на менаџере и инвеститоре. Наиме, процена вредности капитала младих предузећа која имају кратку историју постојања разликује се у односу на процену зрих и развијених предузећа. Код младих предузећа процена на основу пројектованих нето новчаних токова, стабилне стопе раста и дисконтне стопе, као инструмената приносног метода, често даје погрешне резултате или уопште није спроводљива. Зато је у овом делу своје дисертације кандидат дао посебну пажњу питањима као што су: (а) Прилагођавање дисконтне стопе за потребе процене вредности младих предузећа, и; (б) Поступак процене резидуалне и тоталне вредности младих предузећа. Кандидат наводи три основна начина процене вредности капитала младих предузећа: (1) Приносни метод; (2) Метод анализе компарабилних трансакција, и; (3) Метод нето имовине предузећа. Међутим, без обзира на изабрани метод процене, проценитељи се суочавају са недостатком информација о историји “постојања” предузећа. То може бити последица недостатка рачуноводствених података (нема података о приходима и резултатима), недостатка тржишних информација (нема компарабилних компанија или директних конкурената) или је велики део имовине предузећа нематеријална имовина. Овде кандидат исправно и аргументовано закључује да при процени вредности капитала младих предузећа могу се користити стандардизоване и традиционалне методе процене, самим тим и приносни метод, али наглашава чињеницу да се за потребе процене, мора извршити

прилагођавање свих параметара који учествују у поступку евалуације капитала. Генерално гледано, Поступак процене вредности младих предузећа одвија се на сличан начин као процена вредности зрелих предузећа, али поједине фазе у самој процени, услед малог броја доступних информација и компарабилних предузећа, обавезно захтевају модификацију класичног приносног метода.

**Последњи део дисертације, не укључујући литературу чине закључна разматрања** (стр. 183-186).

У закључним разматрањима, респектујући редослед приказане систематике излагања у докторској дисертацији, и избегавајући беспотребна понављања кандидат је изнео основне закључке до којих је дошао у истраживању проблематике дисконтне стопе као фактора процене вредности капитала. Закључци се огледају у следећем:

- Дисконтна стопа, независно од метода обрачуна, пресудно утиче на процењену вредност сопственог капитала. При осталим непромењеним условима приносног модела процене, сваки пораст дисконтне стопе води смањењу процењене вредности капитала, а свако смањење доводи о увећања процењене вредности сопственог капитала предузећа;
- Дисконтна стопа, као пресудан фактор у процени, условљена је кретањима на тржишту, варира током времена, зависи од предмета процене и мора бити прилагођена за све врсте ризика и коригована за ефекат инфлације;
- Приступ обрачуну дисконтне стопе методом “зидања” зависи од прихваћене дефиниције пројектованих нето новчаних токова. Уколико се пројектују новчани токови “пре сервисирања дугова”, дисконтна стопа одражава цену сопственог капитала. Ако се прихвати концепција новчаних токова “након сервисирања дугова”, дисконтна стопа је једнака пондерисаној просечној цени капитала. Без обзира на изабрану дефиницију новчаног тока, пројектована вредност сопственог капитала мора бити једнака;
- Законски прописи који регулишу процену вредности капитала у Републици Србији су застарели и не узимају у обзир реалност времена у коме живимо. Стопа приноса на улагања без ризика и стопа приноса на улагања у Републику Србију су “фиксирани” одлуком надлежног министарства, што, у периодима повољне коњуктеуре, доводи до потцењене вредности сопственог капитала;
- Субјективност проценитеља има значајне реперкусије на утврђивање висине дисконтне стопе. Грешке у процени одраз су субјективности проценитеља у домену утврђивања специфичног ризика предузећа. Субјективност и арбитражност проценитеља у оцени специфичног ризика може значајно изменити слику о пројектованој вредности капитала и одвратити или, пак, мотивисати, потенцијалне инвеститоре, при доношењу одлука о куповини предузећа. До грешака у процени вредности сопственог капитала може доћи и у ситуацијама када се проценитељ придржава етичких кодекса професије и професионално обавља свој посао (случајне грешке);
- Повећање специфичног ризика предузећа, при осталим непромењеним условима приносног модела процене, доводи до смањења процењене вредности капитала, а важи и обрнуто;
- Сходно амбијенталним условима пословања, метод “зидања” дисконтне стопе и даље представља примарни начин утврђивања дисконтне стопе. CAPM метод за обрачун дисконтне стопе може се користити само као контролни механизам процењене вредности сопственог капитала путем методе “зидања” дисконтне стопе;
- Побољшање пословно – инвестиционог амбијента земље домаћина смањује ризик улагања у односу земљу. Побољшање амбијенталних услова у Републици Србији захтева примену реалне вредности стопе приноса на улагања у земљу која је мања у односу на ону која је прописана подзаконским актима. Примена реалне стопе ризика земље, при осталим непромењеним условима приносног модела процене,

смањује дисконтну стопу и повећава процењену вредност капитала. Коришћење прописане премије за ризик улагања у Републику Србију, која не узима у обзир позитивне промене у пословно – инвестиционом амбијенту, доводи до потцењености пројектоване вредности капитала;

➤ Процена вредности капитала у Републици Србији, а на основу застарелих законских прописа, доводи до погрешних пословних одлука страних инвеститора, који очекују вишу стопу приноса на улагања у Републику Србију у односу на ону која је реално остварива. Страни инвеститори купују или преузимају предузећа по нижим ценама од реалних, али су у заблуди да ће остварити вишу стопу приноса;

➤ Систематски ризик настаје захваљујући деловању тржишта у целини и зависи од тога да ли на тржишту долази до раста и експанзије или до рецесије. У земљама са развијеним тржиштем капитала, тржишни ризик мери се бета коефицијентом, а САРМ метод заснива се на премиси да нема специфичног ризика предузећа, будући да власници, у потпуности, диверсификују свој портфолио;

➤ Степен развијености тржишта капитала у Републици Србији није на нивоу који обезбеђује примену САРМ метода за обрачун дисконтне стопе, без високе стандардне грешке. Број предузећа која тргују акцијама и обим трговања је на ниском нивоу, у односу на развијене земље. Историјски бета коефицијент на основу тржишног индекса акција котираних на Београдској берзи не приказује реалну висину тржишног ризика, па свако израчунавање бета коефицијента, и по том основу, дисконтне стопе, није релевантан и поуздан показатељ ризика;

➤ Дисконтна стопа младих предузећа значајно виша је у односу на зрела предузећа, будући да инвеститори захтевају компензацију за специфичне ризике: ризик банкротства и ризик неликвидности активе младих предузећа;

➤ Млада предузећа, значајни део своје вредности изводе из резидуалне (терминалне) вредности;

➤ Недовољна количина информација о пословању младих предузећа, кратка историја пословања и субјективност проценитеља приликом примене приносног метода у процени вредности капитала младих предузећа, чини резултате процене недовољно поузданим;

➤ Приликом процене вредности капитала у Републици Србији најбоље је користити дисконтну стопу добијену методом „зидања“, тако да се премија за ризик улагања без ризика и премија за ризик улагања у Републику Србију исказују у реалним вредностима;

➤ У периодима конјуктуре, коришћење застарелих подзаконских аката о процени вредности капитала у Републици Србији, доводи до континуираног потцењивања пројектоване вредности сопственог капитала.

**На самом почетку, ова дисертације садржи и прилог – где је приказан списак табела, графикана и слика.**

## VI ЗАКЉУЧЦИ ОДНОСНО РЕЗУЛТАТИ ИСТРАЖИВАЊА

Дисконтна стопа, при осталим непромењеним условима приносног модела процене, представља пресудан фактор у процени вредности капитала применом методе дисконтовања пројектованих нето новчаних токова. Метод дисконтовања је општеприхваћен метод у највећем броју земаља. Дисконтна стопа је очекивана стопа приноса на почетно улагање капитала уз одређени ризик остварења будућих новчаних токова. Стопа треба да одговара одабраном новчаном току. Неразвијеност тржишта капитала у Републици Србији, у први план, ставља обрачун дисконтне стопе методом „зидања“, за разлику од развијених земаља у којима се, најчешће, примењује CAPM метод. У докторској дисертацији кандидата Грдинић Владимира анализиран је утицај висине дисконтне стопе на процењену вредност капитала применом методе „зидања“ дисконтне стопе, али и утицај различитих врста бета коефицијената и премија за ризик на висину дисконтне стопе и процену вредности капитала. Наиме, примена CAPM методе не подразумева напуштање примене приносне методе, али се елементи дисконтне стопе утврђују на бази тржишних параметара: (а) системског ризика и (б) висине тржишне премије за ризик. На овај начин, смањује се субјективност проценитеља приликом израчунавања дисконтне стопе, будући да CAPM модел полази од претпоставке да се специфични ризик предузећа може ануирати диверсификацијом портфолиа.

Раширена примена методе „зидања“ дисконтне стопе у Републици Србији може довести до грешака у процени, било случајних, било намерних, што утиче на реалност процењене вредности капитала. До грешака долази услед примене неадекватне стопе приносна на улагања без ризика, премије за ризик улагања у земљу и погрешног утврђивања специфичног ризика предузећа. При томе, треба имати у виду чињеницу да побољшани пословно-инвестициони амбијент у Републици Србији захтева измену висине премије за ризик улагања у Републику Србију, смањујући висину дисконтне стопе, што са своје стране решава проблем потцењене вредности капитала. Поменуто побољшање у последње време доводи до оснивања све већег броја start-up предузећа, па се поставља питање процене вредности њиховог капитала, с обзиром на висок ниво ризика од банкротства и великвидности.

Комисија је мишљења да је приказаним резултатима истраживања у овој докторској дисертацији кандидат Владимир Грдинић доказао да је могуће истраживати и тражити решења за један од најсложенијих проблема у микроекономији, а то је проблем процене вредности предузећа. Разлози за овакву тврдњу су бројни, од немогућности да се дође до неоториво доказане реалне имовине на дан процене до неизвесности шта ће се у будућности догађати у окружењу у коме предузеће послује и какав ће успех процењиваног предузећа бити у том измењеном окружењу. Истраживање у дисертацији је показало да је капитал изузетно сложена категорија и да ни један метод процене вредности капитала непосредно не даје вредност основног капитала за који се потом утврђује власничка структура.

Кандидат је на оригиналан начин показао да процена вредности предузећа није нешто што се само формално изводи из рачуноводственог и финансијског система предузећа, већ да је процена вредности данас својеврстан процес у којем преко комплексних операција еволуирају сви ресурси предузећа, где се долази до сазнања о латентним резервама, о вредностима, о шансама, о ризицима и приносном потенцијалу предузећа. Отуда, Комисија за оцену ове дисертације подржава став кандидата да је у теорији и методологији процене вредности присутна одређена конфузија управо на линији раздвајања феномена процене вредности и то са аспекта теоријског концепта и са аспекта оперативне апаратуре преко које се долази до конкретних решења, односно саме процене вредности.

**VII ОЦЕНА НАЧИНА ПРИКАЗА И ТУМАЧЕЊА РЕЗУЛТАТА ИСТРАЖИВАЊА**

Докторска дисертација је урађена према основном садржају који је дат у самој пријави за израду докторске тезе, као и према предложеној и у садржају датој богатој литератури из ове области. У изради докторске дисертације коришћени су многи подаци, анализе, и аутентични подаци из праксе. У раду су коришћена многа искуства и ставови многих научника из области финансија, финансијских тржишта, савремене портфолио анализе, анализе ризика, као и других сродних области. Коришћене су различите методе у раду и презентовани су подаци о извршеним истраживањима. Такође, вршена су и логичка истраживања и коришћен је велики број статистичких података. Примењиван је интердисциплинарни приступ и коришћена је компаративна метода анализе и метода дескрипције.

Докторска дисертација је заснована на врло обимној анализи, базираној на стварним статистичким подацима и синтези богате домаће али и светске литературе, разних извештаја, билтена као и емпиријских података везано за област која је истраживана. Резултати истраживања су значајни, аутентични, обимни, врло уверљиви и сликовити и у сажетим закључцима ове дисертације веома су квалитетно систематизовани и аргументовани са великим бројем предлога које би требали да дају назнаке за побољшање постојећег амбијента и општег стања у Србији када је у питању проблематика процене вредности капитала. Све анализе, показатељи и предлози, који су дати у дисертацији респектују у потпуности и околности у нашој земљи, поготово што су друштвени процеси код нас у последњој деценији, утицали на сва правна лица, предузећа и појединце, захтевајући од њих да брзо реагују и прилагоде се новонасталим условима живота и рада. У таквим околностима привређивања уочава се и све већа потреба за истраживањима која се односе на процену вредности предузећа.

Услови привређивања карактеришу се незавршеним процесом транзиције, која још увек отежава даље спровођење реформи у Србији, уз постојање глобалне економске кризе, која је настала још 2008. године. Аналогно наведеном, Комисија сматра да је овом дисертацијом дат допринос научним и практичним сазнањима из области која је истраживана, поготово што је процес отварања Србије према свету и процес транзиције условио бројне промене у савременој привредној пракси која данас тражи све веће повезивање са светом као једним од најважнијих предуслова за формирање и афирмацију привреде тржишног типа.

**VIII КОНАЧНА ОЦЕНА ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ:**

1. Да ли је дисертација написана у складу са образложењем наведеним у пријави теме.

Да. Дисертација је написана у складу са образложењем које је дато у пријави.

2. Да ли дисертација садржи све битне елементе.

Дисертација садржи све битне елементе који су утврђени прописима које је Универзитет Привредна академија утврдио. Ти се елементи састоје од *увода* у оквиру којег су установљени предмет и циљеви истраживања, постављене опште хипотезе, те дефинисане квантитативне и квалитативне методе испитивања као и конципираног метода истраживања. Представљен научни допринос истраживања, *теоријске поставке* у оквиру којих је представљен преглед владајућих ставова у литератури; *емпиријско истраживање* са презентованом методологијом сваке од спроведених анализа и представљеним резултатима истраживања, *закључним разматрањима и правцима могућих даљих истраживања*.

3. По чему је дисертација оригиналан допринос науци.

Може се закључити да је кандидат Владимир Грдинић за своју докторску дисертацију изабрао актуелну, веома комплексну и инспиративну тему, нарочито што се код нас финансијска наука није систематски бавила проблематиком процене вредности капитала и предузећа, (изузимајући неколико домаћих аутора као и аутора из региона), па отуда постоји велика празнина истраживања у овој значајној области. Проблеми које је израдом докторске дисертације кандидат успешно разрешио несумњиво су захтевали и одређена специјалистичка знања из више научних дисциплина. Поред стручних знања, кандидат је показао и способност примене системског приступа у истраживању, спровођења верификације и извођења примереног нивоа уопштавања. У контексту наведеног, комисија је мишљења да докторска дисертација кандидата Грдинић Владимира задовољава све критеријуме за оваква научна дела. Отуда, докторска дисертација која је предмет ове оцене, спада у ред несумњиво успешних презентовања истраживања у веома сложеној сфери пословних и корпоративних финансија. При томе, кандидат је испољио висок степен труда и успео је да у својој дисертацији прикаже не само проблематику коју је обрађивао већ и свој истраживачки развојни пут који га је довео до успешног краја. Дисертацијом је представљена једна изузетно сложена материја где се на један објективан и непристрасан начин приказује проблематика вредновања, процене и квантификовања капитала предузећа. Садржај докторске дисертације и конзистентност излагања указују да кандидат поседује неопходна знања из области предметног истраживања, те да је методолошки исправно и јасно изложио резултате до којих је дошао. У дисертацији су исправно примењене одговарајуће научне методе и технике. Кандидат је успешно применио основне теоријско-методолошке поставке релевантне за област коју је истраживао. Имајући у виду начин обраде појединих питања и добијене закључке може се рећи да је докторска дисертација оригинална и да на прави начин обрађује код нас још увек недовољно истражену тему. Сходно томе, може се сматрати да је овом докторском дисертацијом дат допринос научним и практичним сазнањима из области финансијске науке везано за процену вредности капитала, поготово што се домицилни услови привређивања карактеришу незавршеним процесом транзиције, која још увек отежава даље спровођење реформи у Србији, уз постојање глобалне економске кризе, која је настала 2008. године и која на неки начин још увек траје, што акцентира и значај истраживања проблематике процене вредности капитала у тржишним условима.

4. Недостаци дисертације и њихов утицај на резултат истраживања.

Материја која је обрађена веома је комплексна и неисцрпна, о њој се можда могло још нешто писати, али, дисертација пружа врло јасну слику о начину вредновања предузећа и процене капитала. Истовремено, дисертација омогућава и даља истраживања, предлагање нових идеја и модела у циљу даљег развоја прикладних метода процене вредности капитала, као и модела који би могли да се примене и на развијенијим тржиштима. Аналогно томе, интегралном анализом свих релевантних аспеката докторске дисертације, Комисија сматра да не постоје озбиљнији недостаци који би могли да значајније утичу на резултате истраживања до којих је кандидат дошао у својој докторској дисертацији.

**IX ПРЕДЛОГ:**

На основу укупне оцене дисертације, Комисија предлаже:

Да се докторска дисертација кандидата **Владимира Грдинића**, под називом „**Дисконтна стопа као фактор процене вредности капитала**“ ПРИХВАТИ и кандидату одобри јавна одбрана пред усвојеном Комисијом на Факултету за економију и инжењерски менаџмент у Новом Саду.

**ПОТПИСИ ЧЛАНОВА КОМИСИЈЕ**

1. Проф. др Драган Солеша  
(председник комисије)

2. \_\_\_\_\_  
Проф. др Слободан Радишић  
(члан комисије)

3. \_\_\_\_\_  
Проф. др Марко Иваниш  
(ментор)

НАПОМЕНА: Члан комисије који не жели да потпише извештај јер се не слаже са мишљењем већине чланова комисије, дужан је да унесе у извештај образложење односно разлоге због којих не жели да потпише извештај.