

UNIVERZITET U ISTOČNOM SARAJEVU
NAUČNO-NASTAVNOM VIJEĆU
EKONOMSKOG FAKULTETA PALE

Na osnovu Odluke Naučno-nastavnog vijeća Ekonomskog fakulteta Pale broj: 1174/14 od 10.07.2014. godine, imenovani smo u Komisiju za ocjenu doktorske disertacije kandidatkinje mr Zorice Golić, dipl.ek pod nazivom „*Sinergija realnih i portfolio investicija i ekonomski oporavak Bosne i Hercegovine*”.

Kandidatkinja je doktorsku disertaciju pod naslovom „*Sinergija realnih i portfolio investicija i ekonomski oporavak Bosne i Hercegovine*” prijavila 22.04.2010. godine na Ekonomskom fakultetu Pale. Na 95. sjednici Naučno-nastavnog vijeća EF Pale, održanoj 26.04.2010. godine, imenovana je Komisija za ocjenu podobnosti kandidata i teme doktorske disertacije (Rješenje broj: 01-549/2010, od 27.04.2010. godine). Komisija je sačinila pozitivan Izvještaj o ocjeni podobnosti kandidatkinje i teme doktorske disertacije i isti je usvojen na 96. sjednici Naučno-nastavnog vijeća EF održanoj 17.05.2010. godine i upućen u dalju proceduru Senatu UIS; Senat UIS je prihvatio Izvještaj Komisije za ocjenu podobnosti kandidatkinje i teme doktorske disertacije i o tome donio Odluku broj: 01-C-209-XXXVI-10 od dana 23.09.2010. godine. Navedena doktorska disertacija urađena i predana u dalju proceduru sekretarijatu Fakulteta dana 29.04.2014. godine.

Pošto smo detaljno proučili doktorsku disertaciju, Komisija u sastavu:

1. **Dr Milorad Ivanišević**, redovni profesor, uža naučna oblast Poslovne finansije, Ekonomski fakultet Beograd, Univerzitet u Beogradu, predsjednik Komisije;
2. **Dr Branko Đerić**, redovni profesor, uža naučna oblast Teorijska ekonomija; Razvoj i ekonomska politika, Ekonomski fakultet Pale, Univerzitet u Istočnom Sarajevu, mentor;
3. **Dr Radomir Božić**, redovni profesor, uža naučna oblast Računovodstvo; Poslovne finansije, Ekonomski fakultet Pale, Univerzitet u Istočnom Sarajevu, član Komisije;
4. **Dr Goran Popović**, vanredni profesor, uža naučna oblast Međunarodna ekonomija, Ekonomski fakultet Banja Luka, Univerzitet u Banjoj Luci, član Komisije;
5. **Dr Milivoje Radović**, vanredni profesor Ekonomije, Ekonomike javnog sektora i Tržišta rada, Ekonomski fakultet u Podgorici, Univerzitet Crne Gore, član Komisije;

podnosi Naučno-nastavnom vijeću Ekonomskog fakulteta Pale sljedeći pismeni

I Z V J E Š T A J

o ocjeni doktorske disertacije „*Sinergija realnih i portfolio investicija i ekonomski oporavak Bosne i Hercegovine*”, kandidatkinje Zorice Golić, magistra ekonomskih nauka iz Bijeljine.

Izvještaj se sastoji iz četiri dijela:

1. Osnovni podaci o kandidatkinji;
2. Predmet istraživanja i primjenjene naučne metode;
3. Struktura, sadržaj i osnovni nalazi disertacije;
4. Mišljenje i prijedlog Komisije.

1. Osnovni podaci o kandidatkinji

Zorica Golić rođena je 06.08.1975. godine u Sarajevu, Opština Centar, Bosna i Hercegovina. Osnovnu i srednju ekonomsku školu završila je u Han – Pijesku. Ekonomski fakultet u Istočnom Sarajevu okončala je 2001. godine čime je stekla zvanje diplomiranog ekonomiste.

Postdiplomski studij na Ekonomskom fakultetu u Istočnom Sarajevu, smijer Bankarstvo, upisala je akademske 2004/2005. godine. Studij je završila novembra 2009. godine javnom odbranom magistarske teze pod naslovom „*Uloga investicionih fondova u izgradnji finansijskog tržišta, restrukturiranju privrede i ekonomskom razvoju Bosne i Hercegovine*” i tako stekla akademsko zvanje magistra ekonomskih nauka.

Tokom izrade doktorske disertacije bila je stipendista Ministarstva nauke i tehnologije Republike Srpske.

Zaposlena je na Ekonomskom fakultetu u Istočnom Sarajevu od oktobra 2002. godine, a u zvanje višeg asistenta na užoj naučnoj oblasti Poslovne finansije izabrana je februara 2010. godine. Na dodiplomskim studijama izvodi vježbe na predmetima: Poslovne finansije, Investicioni menadžment i Upravljanje projektima. Osnovni istraživački interes kandidatkinje kreće se u oblasti finansija preduzeća – investiranje i finansiranje. Član je uredništva Zbornika radova Ekonomskog fakulteta Pale od 2010. godine.

Bibliografski podaci. U toku svog dosadašnjeg bavljenja naučno-istraživačkim radom kandidatkinja mr Zorica Golić, učestvovala je kao autor tri puta na međunarodnim konferencijama sa izlaganjem i radovima štampanim u cjelini u Zbornicima sa ovih međunarodnih konferencija. Kao samostalni autor objavila je četiri rada u časopisu nacionalnog značaja i isto toliko radova u ostalim časopisima iz oblasti poslovnih finansija i računovodstva, te učestvovala u izradi jednog uspješno realizovanog projekta, kao stručni saradnik-istraživač iz oblasti poslovnih finansija.

Kad je u pitanju učešće na **međunarodnim konferencijama** navodimo :

1. Autor, Međunarodni naučni skup „Globalizacija i ekonomska kriza”, Slobomir P Univerzitet, Slobomir, Bijeljina 17-18. septembra 2010. godine, „*Uticaj finansijske krize na fondovsku industriju Bosne i Hercegovine*”, ISBN: 978-99955-54-00-2, UDK 336.1/.5:339.923(497.6) str. 167-197.
2. Autor, 10. Međunarodni naučni skup „SINERGIJA 2012” – „Zaštita i upravljanje životnom sredinom”, Univerzitet Sinergija Bijeljina, Bijeljina 30. mart 2012. godine, „*Finansiranje projekata zaštite životne sredine emisijom municipalnih obveznica*”, ISBN: 978-99955-26-25-2, str. 537-548.
3. Autor, U okviru promocije Evropske nedelje preduzetništva (*SME-Week*) – naučna konferencija „USPON 2013”, Tema naučne konferencije „Preduzetništvo kao šansa”, Univerzitet Singidunum, Poslovni fakultet Valjevo, Valjevo 28. novembar 2013. godine, „*Crowdfunding kao inovacija u finansiranju preduzetništva*”, ISBN: 978-86-7912-512-5, strana 75-83.

Specificirajući časopise tzv. **nacionalnog značaja** u kojima je kandidatkinja autor navodimo:

1. Autor, *Investicioni fondovi u svjetskoj praksi i perspektive njihovog razvoja u Bosni i Hercegovini*, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta 2006, Univerzitet u Istočnom Sarajevu, Ekonomski fakultet

1. Sarajevo, Zavod za udžbenike i nastavna sredstva, Istočno Sarajevo, 2006, **ISBN 999380958-6**, str. 197-210.
2. Autor, *Refleksije globalne finansijske krize na investicione fondove u Bosni i Hercegovini*, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Istočnom Sarajevu, 2010/4, **ISSN 1840-3557**, str. 113-138.
3. Autor, *Putem svile do bogatstva – Kako možete zaraditi investirajući u novootkriveno azijsko blagostanje*, prikaz, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Istočnom Sarajevu, 2010/4, **ISSN 1840-3557**, str. 319-324.
4. Autor, *Finansiranje kapitalne infrastrukture emisijom municipalnih obveznica – iskustva opštine Bijeljina*, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Istočnom Sarajevu, 2012/6, **ISSN 1840-3557**, str. 45-62.

Zaslužuju pažnju i tzv. **ostali časopisi** pa navodimo:

1. Autor, *Revizijski rizik i mehanizmi za njegovo smanjenje*, Računovodstvo i poslovne finansije, FEB dd Sarajevo, broj 2., godina XXXI, februar/veljača 2007, **ISSN 1512-7818**, str. 56-73.
2. Autor, *Perspektive investicionih fondova u Bosni i Hercegovini*, Finrar Banja Luka, broj 2., godina XI, februar 2010., **ISSN 1512-9373**, str. 87-96.
3. Autor, *Strategija ulaganja i razvojna uloga investicionih fondova u Bosni i Hercegovini*, Računovodstvo i poslovne finansije, FEB dd Sarajevo, broj 3., godina XXXIV, mart/ožujak 2010, **ISSN 1512-7818**, str. 46-55.
4. Autor, *Finansiranje kapitalne infrastrukture emisijom municipalnih obveznica u Bosni i Hercegovini*, Računovodstvo i poslovne finansije, FEB dd Sarajevo, broj 4., godina XXXVI, april/travanj 2012., **ISSN 1512-7818**, str. 75-84.

Učešće u projektima i studijama:

1. Projekat: „Uvođenje organske proizvodnje sjemenskog i sadnog materijala smilja i njegovo plantažiranje”; Istraživački dio: Analiza i provjera projekta, rukovodilac projekta: prof.dr Branko Đerić; Nosioci projekta: Ekonomski fakultet I.Sarajevo i doo Ljekobilje Trebinje; Finansijer: Ministarstvo nauke i tehnologije RS, 2008. godine; Član projektnog tima, sardaničnik – istraživač.

2. Predmet istraživanja i primjenjene naučne metode

Doktorska disertacija mr Zorice Golić, dipl.ek pod naslovom „*Sinergija realnih i portfolio investicija i ekonomski oporavak Bosne i Hercegovine*” napisana je na 296 strana, od čega je pet strana bez numeracije, i to: naslovna strana, rezime sa ključnim riječima na srpskom i na engleskom jeziku; zatim 11 strana sa rimskom numeracijom, i to: sadržaj, skraćenice, spisak slika, tabela, grafikona i priloga; zatim slijedi bazični tekst disertacije na 280 strana numerisan arapskim brojevima. Disertacija je A4 formata, proreda *single*, gornja i donja margina su po 2 cm, lijeva margina 3,5 cm, desna margina 2,5 cm i jednostrano je štampana. Disertacija se sastoji od rezimea na srpskom i engleskom jeziku zajedno sa ključnim riječima, sadržaja, skraćenica, spiska slika, tabela, grafikona i priloga; zatim uvoda, pet dijelova i zaključnih razmatranja; literatura je data na kraju rada, a iza nje se nalaze prilozi. Popis korišćene literature sadrži 209 bibliografskih jedinica, razvrstanih na sljedeći način: 1) Knjige: 37 bibliografskih jedinica; 2) Članci, referati, studije i rasprave: 78 bibliografskih jedinica; 3) Ostali izvori (izvještaji institucija, propisi i drugi izvori): 87 bibliografskih

jedinica; 4) Neautorizovani izvori – uglavnom saopštenja za javnost relevantnih institucija kojih je ukupno sedam (7); na kraju je dato 13 *Web* adresa. Posebno izdvojeni spisak slika, tabela, grafikona i priloga pokazuje da integralni tekst ove disertacije sadrži 17 slika, 72 tabele, 23 grafikona i šest (6) priloga. Prilikom izrade doktorske disertacije kandidatkinja je koristila Evropski način citiranja, a predmetna doktorska disertacija ima ukupno 477 podnožnih napomena, odnosno *fus-nota*. Doktorska disertacija je u potpunosti urađena u skladu sa metodologijom i tehnologijom naučnoistraživačkog rada i uz korišćenje relevantnog udžbenika: 1. Zelenika R. (2000), *Metodologija i tehnologija izrade znanstvenog i stručnog djela*, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka i 2. Šušnjić Đ. (2007), *Metodologija*, IV izdanje, Čigoja štampa, Beograd.

Disertacija se sastoji iz teorijsko-metodološkog i empirijskog djela. Empirijska istraživanja, pored ostalog, odnose se na: 1. utvrđivanje postojanja i prirode veze između priliva SDI i izvoza i uvoza robe i usluga i BDP-a po stanovniku u BiH za period 1998-2012. godina, zatim zbog uticaja ekonomske krize i u integralnom posmatranju u dva perioda – u periodu prije krize (do 2007. godine) i poslije krize (od 2008. godine), a sve to koristeći korelacionu i linearnu regresionu analizu. Proračuni su obavljenu uz upotrebu softvera SPSS (*Statistical Package for Social Studies*) IBM SPSS Statistics 19 i dati u prilogima 1, 2 i 3. na kraju rada; 2. utvrđivanje postojanja i prirode veze između tržišne kapitalizacije i BDP-a po stanovniku u BiH u periodu 2003-2012. godina, zatim zbog uticaja ekonomske krize i u integralnom posmatranju u dva perioda – u periodu prije krize (do 2007. godine) i poslije krize (od 2008. godine), a sve to koristeći korelacionu i linearnu regresionu analizu. Takođe, i ovi proračuni su obavljenu uz upotrebu softvera SPSS (*Statistical Package for Social Studies*) IBM SPSS Statistics 19 i korektno dati u prilogima 4 i 5. na kraju rada; 3. utvrđivanje ključnih prepreka za uspješno poslovanje MSP i istraživanje koliko su ona spremna i upoznata sa mogućnošću prikupljanja finansijskih sredstava emisijom HOV korišćenjem elektronske ankete, odnosno *Survey* metode istraživanja. Obrazac anketnog upitnika (*self reported survey*) dat je u prilogu 6. na kraju rada.

Na kraju, treba kazati da je cjelokupna disertacija dobro strukturirana i da u potpunosti odgovara postavljenim istraživačkim problemima i hipotezama.

Kandidatkinja svoj rad započinje tvrdnjama da su različiti faktori pojedine zemlje doveli do ekonomskog napretka. To se prije svega odnosi na investicije u ljudski i fizički kapital, razvoj međunarodne razmjene i otvorenosti ekonomije, investicije u nove tehnologije i mnogobrojne institucionalne faktore.

Kandidatkinja posebno podvlači da je uticaj sinergije realnih i portfolio (finansijskih) investicija na ekonomski rasti i ritam razvojne dinamike postao bitan predmet istraživanja tek u posljednje vrijeme. Ključna uloga sinergije realnih i portfolio investicija za rast proizvodnje sagledava se u kontekstu efikasnijeg finansiranja kapitala i difuzije novih tehnologija kao faktora rasta produktivnosti. Uspostavljanje sinergije realnih i portfolio investicija omogućava investitorima ostvarivanje viših stopa prinosa na ulaganja u kapitalne i ostale investicije.

Prema nalazima kandidatkinje za nosioca titule doktora nauka, danas u BiH vlada teška investiciona recesija. Ona je dominantno uzrokovana imobilisanom i nedovoljnom domaćom štednjom, ali i velikom oprežnošću domaćih i stranih investitora da ovdje ulažu svoj kapital zbog potencijalne, tj. očekivane negativne granične produktivnosti kapitala. Stoga kandidatkinja opravdano postavlja pitanje kako što prije savladati postojeću investicionu recesiju da bi se u perspektivi moglo računati na stabilnost privrednih kretanja u BiH. Današnja ekonomska situacija u BiH, prema mišljenju kandidatkinje, ne daje mnogo razloga za optimizam. U skladu sa navedenom problematikom definisana je i polazna hipoteza istraživanja koju kandidatkinja provjerava:

Bez zdravog investicionog procesa koji predstavlja harmoničan odnos između dva investiciona bloka, realnih i portfolio investicija, na svim nivoima sistema za BiH nema održivog ekonomskog razvoja. Pri tome, kandidatkinja naglašava da sagledavanje uticaja realnih investicija odvojeno od portfolio investicija (važi i obrnuto) na ekonomski rast može dovesti do pogrešnih ekonomskih i poslovnih odluka. Investiciona aktivnost je noseći stub ekonomskog razvoja svake nacionalne ekonomije ali se, osim o veličini i strukturi investicija mora voditi računa i o tome da svako povećanje realnih investicija prati, takođe, i adekvatno povećanje portfolio investicija, odnosno da se ova dva glavna bloka investicionog portfolija stalno kreću u harmoničnom ritmu. Sinergija realnih i portfolio investicija, je moguća samo onda kad se ne investira primarno u finansijske ciljeve, nego u produktivnu proizvodnju. Eliminisanje disharmonije između ova dva bloka investicionog procesa, često znači prilagođavanje kako realnog, tako i finansijskog sektora, i ima odraz na investicionu privlačnost zemlje.

U dokazivanju ove hipoteze rad se koncentrisao na: istraživanje uzroka niskog interesa investitora za investiranje u BiH, kao i načina za njihovo otklanjanje; karakteristike investicionog tržišta BiH; ocjenu i prognozu investicione privlačnosti privrednih grana, regija i preduzeća.

Iz analiza i istraživanja proizašlo je sljedeće: kandidatkinja je odgovorila na pitanje šta je uzrok dosadašnjeg lošeg pristupa politici privlačenja investicija u BiH i kako ga otkloniti, zatim dala detaljan prijedlog mjera za unapređenje poslovnog ambijenta koje bi omogućile da se poveća interes domaćih i stranih investitora za investiranje u BiH.

U vezi sa problemom i predmetom istraživanja, te postavljenom hipotezom, utvrđeni su svrha i ciljevi istraživanja: dijagnostifikovati uzroke disharmonije realnih i portfolio investicija u BiH i predložiti mjere za promjenu dosadašnje filozofije razvoja i poslovanja preduzeća koja bi vodila do uspostavljanja harmoničnih i boljih odnosa između pomenuta dva bloka investicija; dati bolji uvid u razumijevanje značaja sinergije realnih i portfolio investicija za ekonomski oporavak Bosne i Hercegovine; definisati razloge nedovoljnog interesa investitora za ulaganja u bosanskohercegovačku ekonomiju; definisati poželjni nivo interesa investitora za investiranje (šta je „poželjni interes” – je li to interes tražnje za investicionim prilikama ili je to interes selekcioniran po određenim grupama preduzeća, određenim vrstama HOV, odnosno investicionih projekata); predložiti politiku i mjere za porast investicija, a uz to i mjere za poboljšanje ukupnog investicionog ambijenta.

Budući da BiH može izvući iz krize samo snažan investicioni ciklus, ključna su ova pitanja: Šta se događa s efikasnošću njenih investicija danas? Kakva je struktura investicija? Šta će se događati u bližoj budućnosti? Može li se, imajući u vidu neka iskustva tranzicionih ekonomija u pogledu strukture investicija, utvrditi vezu između strukture i efikasnosti investicija? To su samo neka od pitanja koja su zaokupljala pažnju doktorantkinje tokom izrade ovog rada. Kandidatkinja je u potpunosti odgovorila na postavljene ciljeve ovoga rada i dala teorijski i empirijski doprinos daljem objašnjenju i boljem razumijevanju značaja sinergije realnih i portfolio (finansijskih) investicija u BiH.

U naučnom istraživanju, oblikovanju i prezentovanju rezultata istraživanja u ovom radu korišćene su, u odgovarajućim kombinacijama, mnogobrojne naučne metode: metoda deskripcije i komparacije, metoda analize i sinteze, induktivna i deduktivna metoda, metoda apstrakcije i konkretizacije, kvantitativno-kvalitativna metoda, zatim metoda klasifikacije, sistematizacije, metoda logičkog objašnjenja i opservacije, te metoda provjeravanja i kritičke analize izvršenih istraživanja, *Survey* metoda (*self reported survey*), statističke metode i metode procjene.

Primjenom statističkih metoda, prije svih korelacione i linearne regresione analize, testirano je postojanje i priroda veze između odabranih varijabli i određenih ekonomskih indikatora, i to:

1. Postojanje i priroda veze između priliva SDI i izvoza robe i usluga, uvoza robe i usluga i BDP-a po stanovniku u BiH. Proračuni su obavljenu uz upotrebu softvera SPSS (*Statistical Package for Social Studies*) IBM SPSS Statistics 19 i dati u prilogima.

2. Postojanje i priroda veze između tržišne kapitalizacije i BDP-a po stanovniku u BiH, gdje su proračuni također obavljani uz upotrebu softvera SPSS i prezentovani u prilogima na kraju ovoga rada.

Survey metoda (*self reported survey*) korišćena je u empirijskom istraživanju spremnosti preduzeća u BiH da prikupljaju kapital putem emisije HOV. Kao motiv za sprovedeno istraživanje kandidatkinji je služila želja da utvrdi ključne prepreke za uspješno poslovanje preduzeća i njihovu spremnost i informisanost u vezi sa mogućnošću prikupljanja finansijskih sredstava emisijom HOV.

Ovom prilikom posebno ističemo i pohvaljujemo kandidatkinjin napor i trud povezan sa primjenom kvantitativnih metoda analize, te pokazanu informatičku pismenost i spremnost u korišćenju adekvatnog softvera za ovu vrstu analiza, kao što je softver SPSS (*Statistical Package for Social Studies*) IBM SPSS Statistics 19, što je doprinijelo da ovaj rad bude urađen u skladu sa najvišim naučnoistraživačkim standardima.

3. Struktura, sadržaj i osnovni nalazi disertacije

Predmetna doktorska disertacija, pored uvodnog i zaključnog dijela, sastoji se od pet međusobno povezanih poglavlja putem kojih se sistematski razmatra i istražuje problematika sinergije realnih i portfolio investicija i ekonomskog oporavka Bosne i Hercegovine.

Centralni sadržaj doktorske disertacije mr Zorice Golić podijeljen je u pet dijelova – glava i to: I *Investicije kao razvojni resurs i determinanta poslovnih ciklusa*; II *Presjek ekonomskog razvoja i stanja investicija u Bosni i Hercegovini*; III *Investiciono tržište Bosne i Hercegovine – disharmonija portfolio i realnih investicija kao posljedica važeće filozofije razvoja*; IV *Aktivno upravljanje investicijama kao način prevladavanja krize*; i V *Investiciona privlačnost Bosne i Hercegovine posmatrano sa aspekta investicionih projekata i kvaliteta instrumenata tržišta kapitala*.

U uvodu definišu se predmet i hipoteze istraživanja, svrha i ciljevi istraživanja, daju se ocjene dosadašnjih istraživanja, navode se naučni metodi koji će se koristiti u istraživanju i obrazlaže se struktura rada.

U prvom dijelu disertacije kandidatkinja proučava investicije kao poslovno-razvojni resurs i determinantu poslovnih ciklusa.

Drugi dio rada odnosi se na stanje investicija u BiH. Ovdje se prvo analiziraju makroekonomski pokazatelji razvoja privrede BiH, zatim, obilježja domaće ekonomsko-finansijske krize, te njen uticaj na privredu i investicije. Kandidatkinja je u ovome dijelu rada izvršila provjeru pomoćne hipoteze (korišćenjem korelacione i linearne regresione analize), a koja se sastojala u pretpostavci da trajnom oporavku i održivom razvoju više, na dug rok, koriste domaće privatne investicije nego strane direktne investicije.

Treći dio rada je centralni dio. U njemu je kandidatkinja mr Zorica Golić uradila sveobuhvatnu i iscrpnu analizu investicionog tržišta BiH. Analiza je urađena po segmentima investicionog tržišta (tržište direktnih kapitalnih ulaganja, tržište predmeta privatizacije, tržište nekretnina, tržište novca i tržište kapitala) i prezentovani su rezultati izvršene analize. Kandidatkinja, potom, daje ocjenu i prognozu

makroekonomskih, granskih, regionalnih i korporativnih pokazatelja atraktivnosti budućih investicija. Rezultati sprovedenog empirijskog istraživanja od strane kandidatkinje u slučaju BiH ukazali su na postojanje unutrašnjeg disbalansa između realnih i portfolio investicija. Odnosno, kandidatkinja je dokazala da je sinergija realnih i portfolio investicija jedini način za uspostavljanje izgubljenog investicionog i poslovnog balansa, a samim tim i ekonomskog oporavka BiH.

U četvrtom dijelu rada kandidatkinja ukazuje na nužnost i značaj aktivnog upravljanja investicijama kao načina prevladavanja unutrašnje krize. Iznosi argumente u korist dugog trajanja oporavka privrede BiH, procjenjuje performanse, faktore rizika i principe investiranja, te ukazuje na prednosti investiranja u različite klase aktiva. I, na samom kraju ovoga dijela rada, kandidatkinja otvara i analizira problem mehanizma transformacije štednje stanovništva BiH u investicioni potencijal preduzeća i privrede.

Završni, peti, dio rada kandidatkinja je iskoristila kako bi temeljno i studiozno razmotrila investicionu privlačnost BiH posmatrano sa aspekta investicionih projekata i kvaliteta instrumenata tržišta kapitala. Pored toga, kandidatkinja se bavila nekim elementima domaće investicione politike i ukazala na obaveze vlasti, grana i korporacija u pogledu povećanja investicione privlačnosti BiH, kao i na značaj stabilizacije finansijskog i bankarskog sistema u BiH u tom kontekstu.

Zaključna razmatranja kandidatkinje su jezgrovito rezimirala rezultate teorijskih i empirijskih istraživanja, čvrsto ih međusobno povezala u koherentnu cjelinu, sa jasnim osloncem na glavnu i pomoćne hipoteze rada. Takođe, ukratko je ukazala i na ograničenja ovoga istraživanja.

Osvrnućemo se sada ukratko na osnovne nalaze i tvrdnje iznijete u disertaciji.

Kandidatkinja je svoje istraživanje u doktorskoj tezi postavila na odgovarajućim teorijskim osnovama, adekvatno koristeći izabranu naučnu metodologiju i nakon obavljenog istraživanja došla do određenih nalaza. Pri izradi doktorske disertacije mr Zorica Golić je pokazala zavidno poznavanje predmeta istraživanja, sistematičnost prilikom njegovog proučavanja, kao i sposobnost teorijskog uvida, logičkog zaključivanja i dolaženja do odgovarajućih rješenja uočenih problema. Rezultati istraživanja pružili su odgovore na pitanja koja su definisana u prijavi doktorske disertacije. Osnovni nalazi predmetne doktorske disertacije, ujedno su i odgovori na postavljene hipoteze:

- Kandidatkinja je analizom ključnih indikatora privrede BiH za period od 1998. do 2012. godine došla do zaključaka da se dosadašnji razvoj BiH zasnivao se na jednom atipičnom modelu čiji je noseći izvor bila potrošnja i logično je da su se kao posljedica takvog pristupa radali brojni deficiti, a prije svega spolnotrgovinski odnosno deficit tekućeg računa, a zatim konsekvantno i rast zaduženja. Prema mišljenju kandidatkinje ovakav model rasta je nepodesan za investicije u budućnosti. Za privredni rast podesan model je onaj koji počiva na proizvodnji, prije svega za izvoz, a ona se ne da zamisliti bez investicija, inovacija, i štednje u njihovoj funkciji.
- Kandidatkinja rezultatima sprovedenih istraživanja za period od 2008. go 2012. godine ukazuje na to da se u posmatranom periodu više ulagalo u već postojeća materijalna sredstva, nego u nova, što nije u skladu sa potrebama preduzeća, kao i na to da se generalno više ulaže u građevinske objekte i prostore, nego u mašine, opremu i transportna sredstva. Istraživanje u ovoj disertaciji pokazalo je da za lošu strukturu realnih investicija dio odgovornosti snosi i finansijski sektor, iz razloga što su banke (kao dominantni kreditori) finansijska sredstva većinom usmjeravale ka manje rizičnim ali i manje razvojno potsticajnim sektorima stanovništva i države. Sa druge strane, slabo razvijeno i „razbijeno” na dva zasebna tržišta (SASE i BLSE), tržište kapitala je još jedan od ograničavajućih faktora za rast privatnih investicija. Kao i realni, i finansijski sektor pati od strukturnih problema i, kao takav nije u funkciji dugog roka, niti obezbjeđuje sinergiju realnih i portfolio investicija. Sveukupno gledajući, prema

kandidatkinji, očigledno je da je ekonomski model BiH iscrpio svoje mogućnosti i da je potreban zaokret na svim nivoima vođenja ekonomskih i poslovnih politika. To se prije svega odnosi na privatne investicije u nove tehnologije, opremu, istraživanje i razvoj te na ulaganja u obrazovanje i nauku koji će rezultirati razvojem visokoproduktivnih i efikasnih privrednih sektora.

- Kandidatkinja u svom radu razmatra dilemu koja je u zadnje vrijeme zaokupila ekonomiste i analitičare, a tiče se mjesta i uloge stranih investicija. Sa ciljem utvrđivanja postojanja i prirode veze između priliva SDI i izvoza i uvoza robe i usluga i BDP-a po stanovniku kandidatkinja je uradila korelacionu i linearnu regresionu analizu te veze za period 1998-2012. godina, a zatim i u integralnom posmatranju u dva perioda – period prije krize (do 2007. godine) i poslije krize (od 2008. godine). Konačan zaključak na osnovu sprovedenih analiza je da u parcijalnom posmatranju (do 2007. i od 2008. godine) postoji određeni nivo pozitivne povezanosti između priliva SDI i izvoza robe i usluga, uvoza robe i usluga i BDP-a po stanovniku. Taj stepen povezanosti između posmatranih promjenjivih je značajan u slučaju izvoza robe i usluga i BDP-a po stanovniku, a izražen u slučaju uvoza robe i usluga i to u oba perioda. Kada je riječ o stepenu pouzdanosti, jednačina linearne regresije je nepouzdana u slučaju izvoza robe i usluga i BDP-a po stanovniku (manja od 50%), odnosno preveliki je uticaj rezidualnih faktora i kao takva ne može biti korišćena kao relevantan pokazatelj za analizu, dok je u slučaju uvoza robe i usluga jednačina linearne regresije pouzdana. Prema ovim analizama, kandidatkinja navodi da nije pouzdano tvrditi da SDI doprinose povećanju izvoza roba i usluga i povećanju BDP-a po stanovniku, ali sa sigurnošću tvrdi da SDI pozitivno djeluju na uvoz roba i usluga, a to je upravo ono što BiH nije potrebno. Potreban je snažniji oslonac na vlastite investicione potencijale. Time je kandidatkinja potvrdila pomoćnu hipotezu ovoga rada.

- Analizirajući investiciono tržište BiH kandidatkinja dolazi do niza zaključaka. Postojanje nedovoljnog interesa domaćih i stranih investitora za učešće na tržištu kapitalnih ulaganja osnovna su prepreka za njegov dalji razvoj. Prema kandidatkinji nužno je što prije preduzeti sveobuhvatne mjere za unapređenje interesa investitora, a to zahtijeva duboke reforme i institucionalne kapacitete za eliminaciju ekonomske nestabilnosti i jačanje političke stabilnosti. Sve dok se ovo ne dogodi situacija na tržištu kapitalnih ulaganja neće se bitnije promijeniti. Na djelu će se imati odlaganje ekonomskog rasta. Kada je riječ o tržištu predmeta privatizacije kandidatkinja dolazi do sljedećih zaključaka, kao prvo, radi se o tržištu sa veoma komplikovanom i obimnom regulativom, uz postojanje niza regulatornih i kontrolnih institucija, prije svega agencija za privatizaciju, vlada i sudova (entitetskih, kantonalnih, BD), što ograničava slobodu preduzetništva na ovome tržištu, otežava konkurenciju i slobodu tržišnog izbora sa najboljim kombinacijama za prodavce i kupce. Drugo, uočava se da se na ovom tržištu, kao rezultat napretka u privatizaciji, sa jedne strane, smanjuje obim ponude državnog kapitala, a sa druge strane, mijenja struktura ponude privatizacijskih projekata, tj. nude se preduzeća koja su već godinama u dubokim i sistemskim problemima i čiji su akumulirani gubici veći od kapitala kompanije. Kao treće, imajući u vidu činjenicu da se na ovome tržištu na strani ponude pojavljuju preduzeća niske konkurentnosti koja imaju nisku ili negativnu tržišnu cijenu, sa velikim finansijskim obavezama i viškom zaposlenih, te potrebom značajnog restrukturiranja, logično, potražnja za tim preduzećima je slaba. Zbog svega toga kupci su u poziciji da diktiraju uslove kupovine, polazeći od vlastitih preferencija, cijena, i investicija za predmet privatizacije. I četvrto, kandidatkinja konstatuje da se glavni razlozi nedovoljnog interesa investitora za ovo tržište, pored ostalog, odnose na nizak obim ponude državnog kapitala u atraktivnim kompanijama, tj. na loš kvalitet predmeta privatizacije. Što se tiče tržišta nekretnina u BiH, za njega kandidatkinja uočava da se u periodu od 1998-2008. godine nalazilo u dramatičnom usponu, posebno u većim bh gradovima i na atraktivnim turističkim lokacijama. Međutim, sa nastupanjem ekonomske krize situacija se znatno mijenja, jer se ekonomska kriza u realnom sektoru prvo odrazila na tržište nekretnina. Dolazi do značajnijih korekcija cijena nekretnina na bh tržištu već krajem 2008. i početkom 2009. godine pa i do tendencijskog pada prosječne cijene u svim većim gradovima (negdje i u dvocifrenom procentu pada). Kada je riječ o zemljištu kao segmentu tržišta nekretnina kandidatkinja uočava da je slobodno

funkcionisanje ovog segmenta ograničeno zbog rijetko dostupnog komercijalnog zemljišta na perspektivnim lokacijama, sa jedne, i komplikovanosti procedura za obezbjeđenje neophodnih dozvola i saglasnosti za gradnju, sa druge strane. Kandidatkinja konstatuje da građevinski lobiji u BiH na razne (legalne i polulegalne) načine ograničavaju konkurenciju u preuzimanju atraktivnog građevinskog zemljišta, zadržavajući za sebe povlaštenu poziciju i time sprečavajući slobodno formiranje cijena. Što se tiče tržišta kapitala, ono je prema kandidatkinji u BiH nastalo kao logičan slijed procesa privatizacije, odnosno kao mjesto za postprivatizacijsku redistribuciju i okrupnjavanje vlasništva. Iako su na bh tržištu kapitala uspostavljene institucije, potrebna infrastruktura i regulativa koja omogućava funkcionisanje tržišta, ovo tržište se još uvijek nalazi u fazi nedovoljne razvijenosti. Kandidatkinja zaključuje da na ovome tržištu nedostaje investitora, nedovoljna je javna ponuda HOV zbog nerazvijenosti realnog sektora i emitenata HOV, a u skladu sa tim skroman je i obim prometa. Radi se o tržištu koje je više sekundarno, manje primarno, a nama je potrebno da bude, upravo, obrnuto. Ujedno, ovo tržište je više špekulativno, a sve manje investicijsko, a i to bi trebalo da je obrnuto. I na kraju, kandidatkinja ističe da se bh tržište kapitala pretvorilo u svoju suprotnost i postalo, odnosno bilo i ostalo, sve ono što ne treba da bude. Kao takvo ne doprinosi razvoju investicionog tržišta i ekonomskom oporavku BiH.

Nadalje, analiza investicionog tržišta BiH sprovedena je kroz niz uzastopnih koraka koji su izvedeni metodom „od vrha ka dnu”, odnosno na početku je izvršena ocjena i prognoza makroekonomskih pokazatelji razvoja investicionog tržišta, zatim je u nastavku analize data ocjena i prognoza investicione privlačnosti grana i regiona. Na osnovu iscrpnih analiza kandidatkinja dolazi do određenih rezultata i zaključaka na osnovu kojih su grane i regioni prema ocjeni i prognozi njihove investicione privlačnosti razvrstani u četiri grupe, opisane su njihove karakteristike i u skladu sa tim predloženi prioritetni pravci investiranja za BiH. Ove preporuke kandidatkinja nudi u trećoj glavi predmetnog rada.

- Izvori ekonomskog rasta, svakako, trebaju biti prvenstveno investicije i izvoz roba i usluga, a ne previsoka potrošnja države, i deficitni uvoz roba i usluga. Interpretirajući rezultate sprovedenih analiza kandidatkinja zaključuje da je struktura BDP-a BiH takva da ni jedna od komponenti nema potreban udio u BDP. Potrošnja domaćinstava i države je prevelika, udio investicija i izvoza nizak, što se za uvoz ne bi moglo reći. Najveće učešće u BDP ima dodata vrijednost stvorena u trgovini (13,3%), prerađivačkoj industriji (10,5%), javnoj upravi (9,2%), kao i poslovanju nekretninama (5,1%). Struktura BDP-a, odnosno svega onoga što bh ekonomija stvori za godinu dana, veoma je nepovoljna, jer skoro 70% BDP-a čine usluge a proizvodnja je mala. Slika o lošoj ekonomskoj i poslovnoj politici i uništenoj proizvodnji dodatno se pogoršava kada se detaljnije sagleda šta se, i koliko, uvozi i izvozi, odnosno kad se razmotri struktura robne razmjene.

- Finansijski sistem, koji je odgovoran za finansiranje preduzetničkih projekata, nakon 2000. godine je podstakao kreditnu ekspanziju, ali sa primarnim fokusom prema stanovništvu („pumpanje” potrošnje stanovništva), a ne prema glavnim nosiocima ekonomskog razvoja – malim i srednjim preduzećima. Dominantna pozicija banaka i slabo razvijeno tržište kapitala (akcije i obveznice) onemogućili su preduzećima korištenje „alternativnih” finansijskih instrumenata. To je uticalo na smanjenje privatnih investicija. Osim toga, makroekonomski učinci razvoja navedenih kreditnih struktura su katastrofalni, jer su doveli do „razlaza” portfolio i realnih investicija. Glavni investicioni blokovi – portfolio i realne investicije moraju biti uravnoteženi, bez spekulativnih mjehurova i u harmoničnom skladu ukoliko se računa na maksimalni efekat.

Kandidatkinja je u daljem istražila mogućnosti i spremnost MSP u BiH za prikupljanje nedostajućeg kapitala emisijom HOV. Motiv za kandidatkinjino empirijsko istraživanje bio je da se utvrdi šta MSP vide kao ključne prepreke za uspješno poslovanje i koliko su spremni i upoznati sa mogućnošću prikupljanja finansijskih sredstava emisijom HOV, jer ako su ona generator ekonomskog rasta neophodno je otkloniti te prepreke i omogućiti im nesmetano poslovanje. Ovo istraživanje kandidatkinja je

sprovela u periodu od 25.10. do 25.12.2013. godine metodom elektronske ankete (*self reported survey*). Metodom slučajnog izbora izabrala je 100 preduzeća, koja su po svojoj pravnoj formi akcionarska (dionička) društva (ad/dd) ili društva sa ograničenom odgovornošću (doo), iz baze podataka bh preduzeća Registri poslovnih subjekata u BiH. Ukupno 28 preduzeća je u potpunosti odbilo učestvovati u istraživanju – anketiranju, uglavnom zbog poslovne politike tajnosti. Realizovana je 21 anketa, što čini stopu odgovora od 21%, koja je potpuno prihvatljiva za ovaj tip istraživanja. Sva preduzeća, koja su učestvovala u istraživanju, bila su upoznata sa činjenicom da će njihovi odgovori biti tajni, anonimni i da će biti korišteni isključivo za potrebe ovoga istraživanja, kao i da neće biti objavljivana u izvornom obliku niti dostavljana trećim pravnim i fizičkim licima. Prema rezultatima sprovedenog istraživanja, kandidatkinja konstatuje da je glavna prepreka za poslovanje bh preduzeća nedostatak finansijskih sredstava i otežan pristup istim, zatim sljede visoke poreske stope i rasprostranjenost korupcije. Sa načinom i mogućnostima prikupljanja finansijskih sredstava emisijom HOV/VP upoznat je zadovoljavajući broj bh preduzeća. Međutim, simptomatično je, niti jedno preduzeće iz posmatranog uzorka nije do sada prikupljalo finansijska sredstva na ovaj način, a za najveću prepreku smatraju komplikovane zakonske i administrativne procedure vezane za učešće na tržištu kapitala i nedostatak edukacije. Ono što je prema kandidatkinji ohrabrujuće, čak 66,67% preduzeća iz uzorka izrazilo je spremnost da prikuplja finansijska sredstva emisijom HOV/VP. Tako prikupljena sredstva prioritetno bi usmjerili na povećanje postojećeg obima proizvodnje/usluga, a većina preduzeća (85,71% uzorka) se izjasnila kako bi sigurno povećala broj zaposlenih radnika. Kandidatkinja pretpostavlja da bi povećanje postojećeg obima proizvodnje/usluga i broja zaposlenih radnika obezbjedilo veću proizvodnju, ali za to je nužno snažno partnerstvo realnog i finansijskog sektora.

- Dokaze o postojanju pozitivne korelacije između kretanja na tržištima kapitala i razvoja realnog sektora mjerenog BDP-a po stanovniku kandidatkinja nalazi u brojnim proučenim i prezentovanim naučnim radovima. Da bi utvrdila kakva je priroda te korelacije u slučaju BiH, kandidatkinja sprovodi empirijsko istraživanje. Za utvrđivanje postojanja i prirode veze između tržišne kapitalizacije i BDP-a po stanovniku kandidatkinja je uradila korelacionu i linearnu regresionu analizu veze između tržišne kapitalizacije i BDP-a po stanovniku u BiH za period 2003-2012. godina (nezavisna promjenjiva: tržišna kapitalizacija) i u parcijalnom posmatranju u dva perioda – period prije krize (do 2007. godine) i poslije krize (od 2008. godine). Zaključci sprovedenog empirijskog istraživanja su da u parcijalnom posmatranju (do 2007. i od 2008. godine) postoji značajan nivo korelacije između tržišne kapitalizacije i BDP-a po stanovniku, uz visok stepen pouzdanosti. Samo što je ta korelacija pozitivna za period do 2007. godine, a negativna za period od 2008. godine. To ukazuje na činjenicu da je od 2008. godine došlo do jakog unutrašnjeg disbalansa između finansijskog i realnog sektora. Ako se ova pojava posmatra iz ugla investicija i investicione aktivnosti, onda se može reći da je došlo do unutrašnjeg disbalansa između realnih i portfolio (finansijskih) investicija. Dalje to znači, ukoliko bi se tržišna kapitalizacija povećala, da bi mogli da očekujemo pad BDP-a po stanovniku u tekućim cijenama. Na osnovu rezultata sprovedenog istraživanja nameće se opšti zaključak da finansijski sektor ne prati realni, nego upravo suprotno, kreću se nesinhrono. Zato nema ni potrebne sinergije realnih i portfolio investicija. Za ekonomski rast i razvoj, a samim tim i ekonomski oporavak BiH, neophodno je što brže eliminisanje disharmonije između ova dva bloka investicionog procesa. Potrebno je korigovanje, prilagođavanje kako realnog, tako i finansijskog sektora.

- Za prevladavanje krize u investicionoj sferi prema kandidatkinji nužno je aktivno upravljanje investicijama u BiH. One trebaju biti dominantno usmjerene u one grane i proizvodnje u kojima BiH ima komparativne ili pak, konkurentne prednosti. Uz to nužan je uz sinergiju realnih i portfolio investicija kontinuitet investiranja. Sve to zajedno uzeto je jedini put i način za ekonomski oporavak BiH, navodi kandidatkinja. Loše makroekonomske performanse uticale su na smanjenje zarade MSP, kao i na gubljenje rasta zbog uzdržavanja od investicija. Princip investiranja u BiH treba da bude ulaganje u grane, odnosno sektore, koji stvaraju uvećanu vrijednost.

Kandidatkinja ističe da je za postizanje investicionog uspjeha nužno ulaganje u različite klase aktiva. Za BiH važna su ulaganja u ljudski kapital. Investicije usmjerene u obrazovanje i usavršavanje vještina pojedinaca (ljudski kapital) podjednako su važne kao i investicije u fizički kapital. Pored toga, ulaganja u inovacije i inovativno preduzetništvo podjednako su važna i neophodna za ekonomiju BiH. Istina, razvoj nauke i novih tehnologija je potreban, ali ne i dovoljan uslov za ekonomski rast. Neophodna je njihova primijena u realnom ekonomskom životu. Inovativni proizvodi i usluge, kao i procesi, doprinose razvoju svih faktora proizvodnje (rada, kapitala i tehnologije). Inovacije u proizvodnji obezbjeđuju povećanje produktivnosti i kvaliteta radne snage, efikasnije korištenje kapitala i veću akumulaciju, zatim poboljšavaju nivo postojeće tehnologije. Sa druge strane, u finansiranju investicija, domaći resursi i štednja treba da imaju bazni značaj, ističe kandidatkinja. Na pitanje: *Zašto?* Kandidatkinja odgovara da zbog visoke zaduženosti BiH, kao i činjenice da SDI ne predstavljaju dobru dugoročnu osnovu održivog razvoja. Kod nas su SDI male. SDI u BDP su iznosile svega 2,2% u 2012. godini. Osim toga, „djelotvorno” utiču na uvoz roba i usluga. Zato se, prema tvrdnjama kandidatkinje u daljem razvoju i na putu ekonomskog oporavka sve više moramo oslanjati na vlastite investicione potencijale. Ovim kandidatkinja otvara pitanje mehanizma transformacije štednje stanovništva u investicioni potencijal, i tvrdi da stanovništvo, zahvaljujući trenutnoj ekonomskoj situaciji u BiH, teško da može imati aktivniju ulogu. Sa jedne strane, to objašnjava niskim dohotkom stanovništva, a sa druge, motivima kojima se rukovodi isključeno stanovništvo. Pasivnu ulogu sektora stanovništva u ekonomiji kandidatkinja objašnjava tim što je najvećem broju njih socijalna podrška i dalje prijeko potrebna. Onaj dio stanovništva, koji realno ima mogućnosti za investiranje, nije dovoljno motivisan za transformaciju svoje štednje u investicije niti za smanjivanje tekuće potrošnje. Prema kandidatkinji u BiH problem se sastoji u nepovjerenju stanovništva prema državi, naročito finansijskom tržištu, takođe i u niskoj finansijskoj pismenosti stanovništva i u malom izboru finansijskih instrumenata i investiranja. Investiciona aktivnost stanovništva određuje se, sa jedne strane, opštim makroekonomskim uslovima života, a sa druge strane, nivoom razvoja infrastrukture investicionog tržišta. U slučaju BiH na oba ta nivoa situacija je izrazito nepovoljna. Zato je, upravo, u tim oblastima i neophodno donošenje mjera za stimulisanje procesa transformacije štednje stanovništva u investicije. Među prioritetima kandidatkinja izdvaja sljedeće: uspostavljanje razvijene tržišne infrastrukture u okviru investicionog tržišta, uvođenje novih finansijskih instrumenata i investicionih proizvoda, racionalnije korišćenje instrumenata državnih i municipalnih HOV, usavršavanje bankarskog sistema, podrška njegovoj stabilnosti i održivosti (npr. putem povećanja iznosa osiguranog depozita), poboljšanje informacione podrške za investicione i preduzetničke djelatnosti (pravljenje informacionih portala, konsultantskih službi), usavršavanje sistema državnih i municipalnih garancija, i tome slično. Međutim, najefikasniji mehanizam razvoja investicionog potencijala stanovništva predstavlja razrada odgovarajućeg ciljnog programa u sklopu projektnog upravljanja koji će biti usmjeren na aktivizaciju procesa transformacije štednje stanovništva u investicije. Finansijski resursi stanovništva, a oni nisu mali, mogu postati važna komponenta stabilnog ekonomskog razvoja BiH. Osim poboljšanja makroekonomskih uslova života stanovništva, neophodan je i razvoj infrastrukture investicionog tržišta i aktiviranje provjerenih podsticajnih mjera.

- Na osnovu analiziranih relevantnih izvještaja međunarodnih institucija trenutnom stanju investicionog ambijenta BiH, kandidatkinja dijagnostifikuje pet njegovih „bolesti” i to: velika javna potrošnja, makroekonomska nestabilnost, nerazvijeno finansijsko tržište, slaba zaštita vlasničkih prava i široka rasprostranjenost korupcije, te loši uslovi poslovanja. Ovako loše karakteristike bh investicionog ambijenta čine ga neatraktivnim za domaće i strane investitore. Prema tvrdnjama kandidatkinje poboljšanje investicionog ambijenta, nemoguće je bez sveobuhvatnog poboljšanja ekonomskog sistema i privredno-sistemskih mehanizama u domenu izbora prioriteta i obezbjeđenja neophodnih resursa za razvoj preduzeća.

Za privlačenje investicija u domaću ekonomiju neophodna je ozbiljna nacionalna politika investiranja. Kandidatkinja ističe kako glavni zadatak bosanskohercegovačke politike investiranja treba da bude formiranje podsticajnog ambijenta pogodnog za privlačenje i efikasnije korištenje investicionih resursa. Uz to važno mjesto ima efikasan i transparentan finansijski sistem. On treba biti sposoban da preusmjerava finansijska sredstva od subjekata koji štede prema subjektima koji žele da investiraju u produktivne investicije. U BiH, kao i u većini zemalja u razvoju, dominantnu poziciju u finansijskom sistemu zauzimaju komercijalne banke, uz slab rast tržišta kapitala čijem razvoju treba posvetiti posebnu pažnju. Sa druge strane, banke u BiH trebaju postati nosilac razvoja partnerskog ekonomskog okruženja za preduzeća i okrenuti se snažnijem finansiranju sektora MSP.

Ostaje nam na kraju da formulišemo svoje mišljenje i prijedlog.

4. Mišljenje i prijedlog Komisije

Prije nego što započnemo iznositi svoje zaključno mišljenje o ovoj disertaciji, želimo da kažemo da ćemo se striktno držati Nauke o nauci i odgovarajućih naučnih metodologija po kojima je doktorska disertacija naučno i originalno djelo, samostalno urađeno, utemeljeno na naučnoj metodologiji i istraživanjima fundamentalnog i primjenjenog karaktera, te brojnim naučnim metodima koji omogućuju da doktorand pokaže svoje istraživačke sposobnosti i da vidljiv doprinos nauci – u smislu otkrivanja novih naučnih činjenica, paradigmi, teorija i teorema, pojava, zakonitosti i sl.

Saglasno prethodnom, ova disertacija daje detaljnu sintezu dosadašnjih teorija, istraživanja, korištenih pokazatelja atraktivnosti investicionog ambijenta BiH, kao i prognozu i ocjenu granskih, regionalnih i korporativnih pokazatelja atraktivnosti budućih investicija. Uz to, u radu su identifikovani i uzroci niskog interesa investitora za investiranje, koji najvećim dijelom potiču iz neatraktivnosti investicionih projekata. Istraživanje je ukazalo na to da efektivnog i efikasnog investicionog procesa ne može biti ako se ne vodi, ne samo cjelovita, već i produktivno usmjerena politika proširene reprodukcije u privredi. U sklopu investicionog i reproduccionog ciklusa podjednako su vrijedne i realne i portfolio investicije, ako su sinhronizovane. Do sada su, međutim, bile u izrazitoj disharmoniji. Dijagnostifikovanjem uzroka te disharmonije ova doktorska disertacija ukazuje na do sad činjene greške i nužnost promjene važeće filozofije privređivanja i razvoja kroz prijedlog mjera koje bi vodile uspostavljanju harmoničnih i boljih odnosa između pomenuta dva bloka investicija.

U sektoru investiranja kandidatkinja je posebno aktuelizovala problem jačanja privatnih investicija zbog dokazano više granične produktivnosti koje one imaju naspram javnih ili sličnih vidova investicija. Pri tome je posebno istaknuta nužnost jačanja MSP i obezbjeđenje neophodnih sredstava za finansiranje njihovih projekata i poduhvata. Istraživanja u ovome radu su potvrdila da preduzeća kojima je omogućen pristup tržištu kapitala rastu brže i po višim stopama od onih kojima taj pristup nije omogućen. Istraživanja su pokazala spremnost bh MSP za prikupljanje nedostajućeg kapitala emisijom HOV. Međutim, to zahtijeva i prilagođavanje tržišta kapitala u smislu pojednostavljivanja komplikovanih zakonskih i administrativnih procedura vezanih za učešće na tržištu kapitala, ali i uspostavljanje povjerenja u tržište kapitala kao način prikupljanja finansijskih sredstava. Drugačije rečeno, kompletan finansijski sistem, pa tako i tržište kapitala kao njegov dio, moraju biti pravilno usmjeravani i dobro regulisani da bi bili snažna podrška rastu proizvodnje u dugom roku.

Metodološki gledano, ovo istraživanje je obavljeno krajnje korektno uz korišćenje 20-ak metoda iz standardne naučne metodologije i instrumentarija statističke analize, uz adekvatnu softversku podršku SPSS (*Statistical Package for Social Studies*) IBM SPSS Statistics 19. Kandidatkinja je pored korišćenja

rezultata brojnih međunarodnih i regionalnih istraživanja, sproveda i vlastita kvantitativna istraživanja, kojima je rasvijetlila brojna pitanja bitna za dokazivanje postavljene hipoteze.

Uz prethodno, treba naglasiti i to da kandidatkinja predmetnu problematiku u doktorskoj tezi izlaže konzistentno, rečenice su dobro organizovane jasne i logički povezane i nigdje ne prelaze standard od 25 riječi. Upotreba varvarizama je rijetka i ne prelazi standard od 3%. Kandidatkinja se strogo drži gramatičke, leksičke i stilističke norme jezika i piše racionalno, tj. u standardu „da je riječima tijesno, a mislima široko”. Piše sa darom, dakle inventivno, što znači da prvo razmišlja, pronađe argumentaciju i onda odabere misao koju će rečenički izraziti. Njene tvrdnje su zasnovane ili na primjerima, sigurnim kvantitativnim pokazateljima ili pak na bazi premisa (silogistički zaključci). Nema fraziranja i upotrebe „praznih” riječi. Argumentacija koja je korištena u ovom radu je isključivo usmjerena na potvrđivanje postavljenih istraživačkih hipoteza.

Očekujemo da će ova doktorska disertacija dati dodatni impuls daljem izučavanju poslovnih finansija, investicionog menadžmenta, vrednovanja poslovnog kapitala i njegove produktivnosti. Rad na disertaciji zbog složenosti teme i brojnih korištenih metoda i provjera bio je veoma zahtjevan i složen, pogotovo iz razloga što je predmetno područje relativno slabo obrađeno u okviru domaće teorijske i druge literature.

Na bazi svega gore iznesenog konstatujemo da je kandidatkinja pokazala originalni pristup i samostalno i uspješno izvršila postavljeni zadatak i kroz svoju disertaciju, naučnim metodama, dokazala postavljene hipoteze, te ostvarila značajne istraživačke rezultate i dala doprinos naučnom izučavanju uticaja sinergije realnih i portfolio (finansijskih) investicija na ekonomski oporavak i razvoj privrede BiH, a samim tim i doprinos ekonomskoj teoriji i praksi uopšte. Ovdje posebno mislimo na produbljivanje teme investiranja, investicione prognoze, analizu investicionih potreba, interesa investitora, prilagođavanje preduzeća, sistema, itd.

Imajući u vidu sve prethodno navedeno, tj. kvalitet, značaj, ostvarene rezultate i naučni doprinos ovog rada, Komisija jednoglasno pozitivno ocjenjuje predmetnu doktorsku disertaciju i sa posebnim zadovoljstvom predlaže Naučno-nastavnom vijeću Ekonomskog fakulteta na Palama da usvoji Izvještaj Komisije za ocjenu doktorske disertacije pod nazivom „*Sinergija realnih i portfolio investicija i ekonomski oporavak Bosne i Hercegovine*” kandidatkinje mr Zorice Golić, diplomiranog ekonomiste iz Bijeljine. I moli da se isti uputi Senatu Univerziteta u Istočnom Sarajevu da donese konačnu odluku vezanu za odobrenje odbrane doktorske disertacije, jer su se za to stekli svi pravni i drugi potrebni uslovi.

Pale, jula 2014. godine

KOMISIJA:

1. Prof. dr Milorad Ivanišević, redovni profesor, uža naučna oblast Poslovne finansije, Ekonomski fakultet Beograd, Univerzitet u Beogradu, **predsjednik**;

2. Prof. dr Branko Đerić, redovni profesor, uža naučna oblast Teorijska ekonomija; Razvoj i ekonomska politika, Ekonomski fakultet Pale, Univerzitet u Istočnom Sarajevu, **mentor**;

3. Prof. dr Radomir Božić, redovni profesor, uža naučna oblast Računovodstvo; Poslovne finansije, Ekonomski fakultet Pale, Univerzitet u Istočnom Sarajevu, **član**;

4. Prof. dr Goran Popović, vanredni profesor, uža naučna oblast Međunarodna ekonomija, Ekonomski fakultet Banja Luka, Univerzitet u Banjoj Luci, **član**;

5. Prof. dr Milivoje Radović, vanredni profesor Ekonomije, Ekonomike javnog sektora i Tržišta rada, Ekonomski fakultet u Podgorici, Univerzitet Crne Gore, **član**.