

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ У СУБОТИЦИ

ИЗВЕШТАЈ О ОЦЕНИ ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ

I ПОДАЦИ О КОМИСИЈИ
<p>1. Датум и орган који је именовао комисију</p> <p>На основу предлога Департамента за финансије, банкарство, рачуноводство и ревизију, Наставно-научно веће Економског факултета у Суботици је на 26. седници одржаној 23.04.2015. године донело одлуку о формирању Комисије за оцену и одбрану докторске дисертације кандидата Милоша Пјанића.</p>
<p>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:</p> <p>1. Проф. др Ненад Вуњак, редовни професор Економског факултета у Суботици, Универзитет у Новом Саду, ужа научна област Финансије (Банкарство), изабран 02.03.1992. године на Економском факултету у Суботици, где је и запослен,</p> <p>2. Проф. др Иван Миленковић, ванредни професор Економског факултета у Суботици, Универзитет у Новом Саду, ужа научна област Финансије, изабран 02.10.2013. године на Економском факултету у Суботици, где је и запослен,</p> <p>3. Доц. др Вера Мировић, доцент Економског факултета у Суботици, Универзитет у Новом Саду, ужа научна област Финансије, изабрана 05.03.2015. године на Економском факултету у Суботици, где је и запослена,</p> <p>4. Проф. др Евица Петровић, редовни професор Економског факултета у Нишу, Универзитет у Нишу, ужа научна област Финансије, изабрана 05.07.2002. године на Економском факултету у Нишу, где је и запослена,</p> <p>5. Доц. др Мирела Митрашевић, доцент Факултета пословне економије у Бијељини, Универзитет у Источном Сарајеву, ужа научна област Актуарство, изабрана 01.04.2011. године на Факултету пословне економије у Бијељини, где је и запослена.</p>
II ПОДАЦИ О КАНДИДАТУ
<p>1. Име, име једног родитеља, презиме: Милош (Радослав) Пјанић</p> <p>2. Датум рођења, општина, држава: 21.11.1982. године, Бачка Паланка, Република Србија</p> <p>3. Назив факултета, назив студијског програма дипломских академских студија – мастер и стечени стручни назив Економски факултет у Суботици, Универзитет у Новом Саду, Маркетинг менаџмент, дипломирани економиста</p> <p>4. Година уписа на докторске студије и назив студијског програма докторских студија 2008. година, Студијски програм - Економија, модул – Финансије</p> <p>5. Назив факултета, назив магистарске тезе, научна област и датум одбране:</p>

6. Научна област из које је стечено академско звање магистра наука:

III НАСЛОВ ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ:

Стратегија управљања портфолиом институционалних инвеститора на финансијском тржишту одабраних земаља у успону

IV ПРЕГЛЕД ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ:

Навести кратак садржај са знаком броја страна, поглавља, слика, шема, графика и сл.

Докторска дисертација кандидата Милоша Пјанића под називом „**Стратегија управљања портфолиом институционалних инвеститора на финансијском тржишту одабраних земаља у успону**“, поред садржаја и сажетка на српском и енглеском језику, написана је на 395 страница компјутерски сложеног текста. Дисертација је структурирана у 5 делова, а сваки део у неколико поглавља и већи број тачака и подтачака. Осим дескриптивног дела, дисертација садржи 131 графикон, 76 табела, 10 слика и 2 прилога, што у значајној мери обogaђује приступ у истраживању и помаже при анализи, разумевању као и извођењу оцена и закључака у вези истраживања.

При изради дисертације кандидат је консултовао врло обимну библиографску грађу новијег датума, и то: а) 270 студија, монографија и чланака, б) 19 закона и ц) 51 web site. Исто указује, на ширину научне и стручне основе од које је кандидат пошао у истраживању ове врло сложене и актуелне проблематике. Такође, представља драгоцен извор информација за све оне који желе да наставе даља истраживања из ове научне области.

Посебно треба истаћи чињеницу да рад садржи 360 фуснота, што указује да је у већем обиму цитирана домаћа и страна литература.

Дисертација је структурирана на следећи начин (скраћен садржај):

УВОД – од 1. до 9. странице.

I КАРАКТЕРИСТИКЕ ИНСТИТУЦИОНАЛНИХ ИНВЕСТИТОРА НА ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТУ ОДАБРАНИХ ЗЕМАЉА У УСПОНУ – од 11. до 134. странице

1. Карактеристике и структура финансијског тржишта
2. Карактеристике инвестиционих фондова на финансијском тржишту
3. Карактеристике пензијских фондова
4. Карактеристике осигуравајућих друштава
5. Тржиште инвестиционих фондова одабраних земаља у успону
6. Тржиште пензијских фондова одабраних земаља у успону
7. Тржиште осигурања одабраних земаља у успону
8. Компаративна анализа институционалних инвеститора одабраних земаља у успону

II РИЗИЦИ ИНСТИТУЦИОНАЛНИХ ИНВЕСТИТОРА НА ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТУ И ЊИХОВ УТИЦАЈ НА СТРУКТУРУ ПОРТФОЛИА – од 135. до 185. странице

1. Управљање ризиком институционалних инвеститора
2. Карактеристике ризика инвестиционих фондова
3. Карактеристике ризика пензијских фондова
4. Карактеристика ризика осигурања

III РЕГУЛАТОРНИ ОКВИР УПРАВЉАЊА РИЗИЦИМА И СТРУКТУРОМ ПОРТФОЛИА ИНСТИТУЦИОНАЛНИХ ИНВЕСТИТОРА НА ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТУ – од 186. до 271. странице

1. Регулатива инвестирања инвестиционих фондова
2. Стратегије управљања портфолиом инвестиционих фондова

3. Регулатива инвестирања пензијских фондова
4. Стратегије управљања портфолиом пензијских фондова
5. Регулатива инвестирања осигуравајућих друштава
6. Стратегије управљања портфолиом осигуравајућих друштава

IV МОДЕЛИ МЕРЕЊА РИЗИКА – од 271. до 345. странице

1. Анализа осетљивости
2. Тестирање екстремних догађаја
3. Тестирање сценарија
4. САРМ модел мерења цене капитала фондова
5. Ризична вредност – VaR (Value at Risk)
6. Врсте VaR метода
7. Управљање ризицима VaR методом и могућност примене VaR методе
8. Примена VaR методе у циљу формирања оптималних портфолиа институционалних инвеститора

V ЗАКЉУЧНА РАЗМАТРАЊА – од 346. до 355. странице

ЛИТЕРАТУРА – од 356. до 370. странице

СПИСАК ГРАФИКОНА – од 371. до 376. странице

СПИСАК ТАБЕЛА - од 376. до 379. странице

СПИСАК СЛИКА - од 379. до 380. странице

ПРИЛОЗИ - од 381. до 395. странице

V ВРЕДНОВАЊЕ ПОЈЕДИНИХ ДЕЛОВА ДОКТОРСKE ДИСЕРТАЦИЈЕ:

У оквиру **Увода** кандидат је детаљно образложио проблем и дефинисао предмет истраживања, указао на значај проучавања предмета докторске дисертације као и сврху и циљеве истраживања, те дао приказ владајућих и ставова у постојећој референтној литератури. Након тога приказане су дефинисане хипотезе, методологија и организација садржаја докторске дисертације. Основни циљ предметног истраживања је усмерен на примену модела процене ризика базираних на ВаР (Валуе ат Риск) методологији приликом формирања оптималних портфолиа институционалних инвеститора на финансијским тржиштима одабраних земаља у успону. Добијени резултати треба да послуже као основа формирања интерних модела приликом формирања оптималних портфолиа наведених институционалних инвеститора на финансијским тржиштима одабраних земаља у успону. У циљу идентификовања могућих препрека, кандидат Милош Пјанић је поред теоријског истраживања организовао и емпиријско истраживање, при чему је користио индуктивно-дедуктивни метод, компаративни метод, математичко-статистички метод. Упоредо са тим коришћени су методи верификације и компаративне анализе код управљања ризицима солвентности и могућностима инвестирања на финансијском тржишту одабраних земаља у успону. У раду су примењиване и квантитативне методе попут ВаР модела при оцени ризика инвестирања чија је ефикасност повезана са поузданошћу историјских података и квалитативном анализом као допуном истих.

У **првом делу** докторске дисертације, под називом „**Карактеристике институционалних инвеститора на финансијском тржишту одабраних земаља у успону**“, кандидат Милош Пјанић је истраживање организовао у осам поглавља. У оквиру првог поглавља кандидат указује на значајност финансијског тржишта за једну националну привреду, као и на кључне детерминанте за ефикасно функционисање финансијског тржишта уочавајући и истичући кључне факторе који утичу на сложеност финансијског система.

У даљем истраживању кандидат указује на кључне карактеристике, врсте, циљеве, структуру и организацију функционисања институционалних инвеститора на финансијском тржишту као што су: инвестициони фондови, пензијски фондови и осигуравајућа друштва. У том контексту,

кандидат ставља фокус на анализу пословања институционалних инвеститора у одабраним земљама у успону, као што су: Србија, Црна Гора, Босна и Херцеговина, Хрватска и Словенија. При томе се истичу чињенице да су се институционални инвеститори у протеклих пар година суочавали са великим бројем проблема. Након њиховог успешног почетка рада, уследила је глобална економска криза која је „пољуљала“ и најразвијенија финансијска тржишта, што је за последицу имало драстично смањење трговања финансијским инструментима на свим европским и светским берзама. Сходно наведеном, кандидат добро примећује и јасно упозорава да сваки потенцијални инвеститор пре инвестирања треба да се добро информишу о самом институционалном инвеститору, да у квалитету финансијских информација увек постоје недостаци, да увек поступа на сопствену одговорност и да у избору између мноштва алтернатива одабере ону која је, пре свега, у његовом личном интересу, јер веома често интерес није обостран. Инвеститори и сами треба да знају, да за сопствене инвестиције и избор стратегије улагања треба да издвоје време. Правилним избором стратегије улагања може се значајно побољшати квалитет живота. Ако је то циљ при улагањима, тада се треба одредити за оно улагање која су добра у добрим и у лошим временима. Таква улагања не зависе од тога да ли ће на тржишту доћи до његовог развоја или спекулативних активности. Из различитих разлога штедише и инвеститори у свету, као и у земљама у успону су већ искусили како имовина може да се умножи, али нажалост, и како целокупна уштеђевина може да се изгуби. Таква искуства сигурно доприносе расту опрезности и смањењу могућности од непотребног ризика и без посебних упозорења на потенцијални ризик.

Први део дисертације кандидат завршава детаљним приказом компаративне анализе институционалних инвеститора одабраних земаља у успону истичући кључне показатеље на основу којих је вршена компаративна анализа као што су: број институционалних инвеститора, њихова бруто премија, добит у посматраном периоду, удео у друштвеном бруто производу, број инвестиционих јединица, број друштава за управљање и њихова нето имовина. Након извршене компаративне анализе институционалних инвеститора, кандидат Милош Пјанић указује да се у претходним годинама, пре наступања кризе и рецесије, финансијски систем земаља у успону убрзано развијао, уведене су савремене регулативе и успостављене нове финансијске институције које су допринеле успостављању и одржавању стабилности макроекономских показатеља. Сектор осигурања у условима светске економске кризе одиграо је важну улогу и пружио подршку другим финансијским институцијама, што значи да није био изолован на светском финансијском тржишту тако да је негативне ефекте осетио кроз смањење нивоа капитала и финансијског потенцијала, при чему је релативно добро поднео ефекте кризе у односу на друге институционалне инвеститоре.

Други део докторске дисертације, под називом „Ризици институционалних инвеститора на финансијском тржишту и њихов утицај на структуру портфолија“ кандидат је истраживање организовао у четири међусобно повезана поглавља. У првом поглављу кандидат је детаљно анализирао процес управљања ризиком, стављајући акценат на кључне фазе управљања ризиком: утврђивање циљева управљања ризиком, идентификација ризика, процена ризика, методе за управљање ризиком и контрола програма за управљање ризиком. Анализирајући процес управљања ризиком кандидат истиче да је глобализација светске привреде допринела концентрацији имовине и људи, као и повећању комплексности производних и услужних делатности, што је пословање институционалних инвеститора учинило знатно ризичнијим него у ранијем периоду. Ризик је постао универзална појава и карактеристика свих економских активности привредних субјеката, као и појединаца. Економски развој и глобализација светске привреде доприносе смањењу ефикасности контроле и управљања ризиком на националном нивоу, тако да питање како поступати са неким ризичним активностима и процесима постаје веома комплексно. Са друге стране, развој науке и технологије, као и метода управљања ризицима, допринели су овладавању многим од познатих ризика, тако да се учесталост штета смањила код бројних технолошки софистицираних процеса и активности, при чему су се повећале штетне последице несрећа чији је узрок људски фактор. Поред тога, у последњих тридесетак година дошло је и до повећања броја природних катастрофа које су у појединим земљама причиниле штете мерене и до 50% годишњег бруто домаћег производа. Такви губици су ненадоднакви посебно за земље у успону, које по правилу имају неразвијен сектор осигурања и неразвијена финансијска тржишта. Због значаја институционалних инвеститора како са макро тако и са микро аспекта веома је важна идентификација и управљање ризицима.

Друго поглавље другог дела дисертације кандидат Милош Пјанић је посветио карактеристикама

ризика инвестиционих фондова истичући да појаве које за коначан резултат имају губитак у новчаном изразу, било да су везане за успех обављања појединих послова или да су сумарно исказане преко биланса успеха банке или фонда, представљају ризике банке или фонда. Улагања у финансијске инструменте као хартије од вредности сматрају се релативно сигурним, нарочито у обвезнице државних органа и институција, али постоје околности када су та улагања више или мање несигурна, односно ризична. Стога се сматра да несигурност (ризик) улагања у хартије од вредности (обвезнице и акције) може бити мала и велика. Код улагања у хартије од вредности веома су битне две карактеристике: (1) ризик и (2) профитабилност, односно допринос од улагања у хартије од вредности. При томе, фонд треба да буде „обазрив“ у односу на улагање у хартије слабијег квалитета и да диверсификацији посвети посебну пажњу због минимизирања ризика. Степен ликвидности и ликвидна позиција фонда, као и потреба за додатним приходима, су такође важни елементи за пласман фонда у хартије од вредности. Треба истаћи, да су важне и залихе хартија од вредности које сваки фонд треба да поседује и да финансира истие.

У трећем поглављу кандидат је анализирао карактеристике ризика пензијских фондова указујући да пензијски фондови нису изложени ризику ликвидности, из разлога што могу предвидети приливе и одливе новчаних средстава. Ова врста институционалних инвеститора је заинтересована за структуру портфолиа која ће им омогућити максималан принос уз прихватљив за њих ниво ризика. Стога, пензијски фондови инвестирају много више у дугорочне хартије од вредности које им доносе високе приносе, као што су акције предузећа. У наставку кандидат детаљно анализира ризике којима су изложени пензијски фондови као што су: ризик инсолвентности, ризик портфолиа, ризици каматне стопе и инфлације, ризик проневере и ризик напуштања фонда.

У четвртном поглављу кандидат је детаљно образложио карактеристике ризика осигурања. Кандидат је надаље образложио ризике којима су изложена осигуравајућа друштва и у оквиру дотичног: (1) ризик осигурања, (2) ризик неживотних осигурања, (3) ризик животних осигурања, (4) ризик здравственог осигурања. Осигуравајућа друштва се у свом пословању сусрећу и са осталим ризицима који су у раду такође анализирани, при чему је акценат анализе стављен на тржишни ризик. Тржишни ризик најчешће настаје услед непредвиђеног кретања каматних стопа, девизног курса и осталих тржишних индикатора али и волатилности финансијских варијабили. С обзиром на комплексност овог ризика у раду су анализирани и његове врсте које се према директиви Европске уније Солвентност II могу квантификовати и за које је потребно обезбедити додатни капитал. У процесу управљања овим ризиком директива указује на значајну улогу актуара и политику инвестирања.

У трећем делу дисертације, под називом „Регулаторни оквир управљања ризицима и структуром портфолиа институционалних инвеститора на финансијском тржишту“ приказана је регулатива инвестирања и структура портфолиа институционалних инвеститора у одабраним земљама у успону. Поред наведеног, детаљно је анализирана стратегија управљања портфолиом институционалних инвеститора одабраних земаља у успону. Приказана је структура пласмана средстава институционалних инвеститора у одабраним земљама у успону у периоду од 2010. до 2014. године. Кандидат посебан нагласак ставља на Директиву Европске уније Солвентност II као регулаторни оквир за рад осигуравајућих друштава са намером да се обезбеди сигурност у пословању осигуравајућих друштава у Европској унији.

Потребан капитал за обезбеђење солвентности јесте капитални захтев на основу ризика и представља кључни контролни ниво солвентности. Наиме, од осигуравајућих друштава се захтева процена свих потенцијалних губитака из активе и обавеза у наредних дванаест месеци. Директива Солвентност II успоставља два метода за израчунавање СЦР и то европску стандардну формулу и сопствене интерне моделе друштва. Полазећи од новог оквира Директиве који је базиран на три стуба примене Солвентности II, кандидат указује на последице Солвентности II. Солвентност II ће довести до недвосмислене идентификације ризика са којима су осигуравајућа друштва суочена, као и ризика који су повезани и са животним и са неживотним осигурањем, катастрофалним догађајима, инвестицијама и потражним позицијама. У истаживањима су мерљиви ефекти чувања капитала услед диверзификације и трансфера ризика. Све ове информације омогућавају управљање осигуравајућим друштвима на начин којим се контролише целокупна изложеност ризику (управљање преузимањем ризика, процесом инвестирања и процесом трансфера ризика).

Солвентност II ће елиминисати погрешне подстицаје за преузимање ризика (праћењем ризика инвестирања, кредитног ризика, ризика катастрофалним догађаја), а главна корист од Солвентности II за индустрију осигурања јесте ризиком одређена цена производа осигурања. Солвентност II ће омогућити иновацију производа која доприноси стварању производа са карактеристикама ризика којима је могуће управљати. Солвентност II ће појачати фокус осигуравајућих друштава на креирање економске вредности, која је неизбежно повезана са снажним управљањем ризиком.

Солвентност II ће са друге стране захтевати од осигуравајућих друштава да усагласе различите информације које су потребне за рачунање захтева за капиталом који одговара ризицима компаније, и да континуирано ажурирају информације у складу са променом ризика у окружењу. То ће довести до виших трошкова и захтева за континуираним учењем и стриктном применом ризик/принос фокуса. Континуирано учење није само битно за осигуравајућа друштва. Оно је врло значајно и за надзорне органе, односно органе супервизије. Неуспех у обезбеђивању хармонизованог регулаторног оквира који је базиран на економским принципима, може креирати погрешан подстицај за индустрију. За обезбеђење „здравог“ сектора осигурања према Солвентности II потребно је да оквир конзистентно рефлектује економске принципе, препознаје диверзификацију, дозвољава интерне моделе, подстиче реосигурање и остале технике сузбијања ризика, обезбеђује поверење и тржишне механизме ослањајући се на растућу транспарентност.

У четвртом делу дисертације, под називом „Модели мерења ризика“ кандидат Милош Пјанић детаљно образлаже пет најраспрострањених и најпознатијих приступа мерења тржишног ризика, као што су: (1) анализа осетљивости, (2) тестирање екстремних догађаја, (3) тестирање сценарија, (4) ЦАПМ модел и, (5) ВаР (Value at Risk). Кандидат наглашава да у данашњем свету ниједна велика компанија, а посебно финансијска институција, не може дугорочно планирати своје пословање без потпуног разумевања околине и ризика који је окружују. У времену опште глобализације и дерегулације улог је за сваку појединачну институцију, али и за целокупни финансијски сектор, превелик да би се могло допустити занемаривање тржишних ризика. Будући да је мерење тржишних ризика веома захтевно и широко подручје, логичан је био и развој многобројних метода за његово мерење и управљање.

У наставку истраживања посебан нагласак се ставља на примену ВаР (Value at Risk) модела мерења ризика ин ситуционалних инвеститора одабраних земаља у успону као једном од најзначајнијих напредака на пољу управљања ризицима У последњој деценији је развој и све шира примена ове методологије мерења ризика која је посебно створена како би мерила и управљала различитим ризичним позицијама целокупне финансијске институције. Овај део истраживања је детаљно обухватио приказивање структуре портфолиа институционалних инвеститора одабраних земаља у успону, израчунавање и примену ВаР модела, и резултата примене историјског, аналитичког и параметарског ВаР-а акција и обвезница које сачињавају портфолио институционалних инвеститора одабраних земаља у успону. Уз бројне табеле и графиконе детаљно је приказано кретање наведених ВаР модела као и приноса акција и обвезница у посматраном периоду институционалних инвеститора одабраних земаља у успону. Истраживањем се утврђује адекватност капитала, максимално могући губици за сваку акцију и обвезницу појединачно, затим за портфолио акција, портфолио обвезница, као и за целокупан портфолио свих институционалних инвеститора за дати ниво поверења од 99,5%, сходно Директиви Европске уније Солвентност II.

Пети део дисертације представља закључке до којих је дошао кандидат истражујући комплексну област примене ВаР модела у циљу формирања оптималних портфолиа институционалних инвеститора одабраних земаља у успону. На бази детаљног истраживања литературе и резултата емпиријског истраживања у одабраним земљама у успону, кандидат Милош Пјанић истиче да се адекватним креирањем и управљањем портфолиа може доћи до ефикаснијих портфолиа институционалних инвеститора одабраних земаља у успону, приказујући при томе оптималност портфолиа „искључивањем“ и „укључивањем“ појединих хартија од вредности (акција). У завршном делу петог поглавља кандидат је указао на научни допринос рада као и препоруке и могућности за даља истраживања у овој области.

VI СПИСАК НАУЧНИХ И СТРУЧНИХ РАДОВА КОЈИ СУ ОБЈАВЉЕНИ ИЛИ ПРИХВАЋЕНИ ЗА ОБЈАВЉИВАЊЕ НА ОСНОВУ РЕЗУЛТАТА ИСТРАЖИВАЊА У ОКВИРУ РАДА НА ДОКТОРСКОЈ ДИСЕРТАЦИЈИ

1. Миленковић, Н., **Пјанић, М.**, Андрашић, Ј., (2013), *Credit Risk (Based on Analysis of Financial Statements) as the Decisive Factor Influencing the Risk of Investors*, Journal of Modern Accounting and Auditing, USA, 9(8), стр. 1081-1087 (**M24**)
2. Миленковић, Н., Андрашић, Ј., **Пјанић, М.**, (2014), *Main Factors Affecting the Balance of Investments in Serbia and New Trends of Investment*, Management Studies, February 2014, Vol. 2, No. 2, USA, стр. 81-87. (**M24**)
3. Малешевић, Е., Лучић, Д., **Пјанић, М.**, Ђурасиновић, Ј., Миленковић, Н., (2013), *Effect of Budget Deficit Financing in Transition Countries*, Technics Technologies Education Management, Sarajevo, Bosnia and Herzegovina, 8(3), стр. 1266-1277 (**M23**)
4. **Пјанић, М.**, Миленковић, Н., Андрашић, Ј., (2013), *Investicioni fondovi u funkciji jačanja korporativnog upravljanja u Srbiji*, Anali Ekonomskog fakulteta u Subotici, Ekonomski fakultet u Subotici, 49(30), стр. 147-165 (**M51**)
5. Андрашић, Ј., Миленковић, Н., **Пјанић, М.**, (2013), *Internationalization of companies in selected countries of South-East Europe*, Facta universitatis - series: Economics and Organization, Ekonomski fakultet Niš, 10(3), стр. 317-329 (**M51**)
6. **Пјанић, М.**, (2011), *Ефекти кризе на берзанско пословање у Србији и земљама региона*, Poslovna ekonomija, časopis za poslovnu ekonomiju, preduzetništvo i finansije, Fakultet za uslužni biznis, Sremska Kamenica, стр. 227-246 (**M51**)
7. **Пјанић, М.**, Андрашић, Ј., Миленковић, Н., (2014), *The insurance market in Serbia in the conditions of the world economic crisis*, IV International Symposium Engineering Management and Competitiveness (EMC 2014), Tehnološki fakultet „Mihajlo Pupin“ , Zrenjanin, стр. 270-276 (**M33**)
8. **Пјанић, М.**, Иванчевић, Ј., (2013), *Pension funds in function to strengthen corporate governance in Serbia*, III International Symposium Engineering Management and Competitiveness (EMC 2013), Tehnološki fakultet „Mihajlo Pupin“ , Zrenjanin, стр. 339-345 (**M33**)

VII ЗАКЉУЧЦИ ОДНОСНО РЕЗУЛТАТИ ИСТРАЖИВАЊА

Прегледом докторске дисертације јасно се уочава да она садржи систематизовану, концизну и апликативну истраживачку грађу. Основни резултати истраживања се односе на: (а) Анализом портфеља институционалних инвеститора одабраних земаља у успону, при чему се може закључити да у структури портфеља осигуравајућих друштава и пензијских фондова доминирају државне обвезнице као најсигурни вид пласмана и то са чак 90% и више. За инвестиционе фондове, с обзиром на законску регулативу њихових пласмана, у структури портфеља су доминантне акције. Оно што је карактеристично за све поменуте земље и њихове националне финансијске берзе, јесте чињеница, да је на свим берзама дошло до смањења трговања, при чему су многи индекси који показују кретање цена акција и обвезница забележили пад, а поједини и историјски минимум. Институционални инвеститори у појединим земљама као што су Србија, Црна Гора, Босна и Херцеговина, чак и Хрватска као најмлађа чланице Европске уније у структури својих портфеља имају скоро индентичне акције и то акције највећих и најуспешних приватизованих домаћих компанија. Наведена чињеница указује на неликвидност великог броја акција листингованих на поменутиим националним финансијским берзама, чије су цене непромењене и по неколико месеци услед непостојања понуде и тражње за њима. Ситуација је

нешто другачија када је у питању Словенија као „најстарија“ чланица Европске уније у односу на све остале земље бивше Југославије. У структури пензијских фондова и осигуравајућих друштава такође су доминантне државне обвезнице али уз знатно веће присуство акција, где је дозвољена и куповина страних акција као на територији Европске уније, тако и куповина акција ван Европског континента.

Наведено истраживање указује на чињеницу да је доминантна **пасивна** стратегија управљања портфолиом институционалних инвеститора одабраних земаља у успону. Приватизацијом преосталих успешних јавних предузећа у одабраним земљама у успону као што је нпр. „Телеком Србија“ и листинговањем акција ових предузећа на националним берзама, институционални инвеститори како домаћи тако и страни биће заинтересовани за куповину ових акција. На овај начин би се поспешила понуда ликвидних хартија од вредности, а „искључивањем“ и „укључивањем“ појединих хартија од вредности (акција) долази до успостављања оптималних портфолиа институционалних инвеститора на финансијском тржишту одабраних земаља у успону. На основу добијених резултата истраживања у потпуности је потврђена **прва хипотеза** да се адекватним креирањем портфолиа, као и применом VaP модела, може доћи до оптималних портфолиа институционалних инвеститора одабраних земаља у успону.

Резултати истраживања указују, да је за земље у успону један од најзначајнијих проблема креирање и управљање портфолиом хартија од вредности и анализа тржишта. Значај креирања и управљања портфолиом хартија од вредности „огледа“ се у избору алтернативних одређења инвеститора у циљу обезбеђења нижег нивоа ризика уз дату очекивану стопу приноса и вишу очекивану стопу приноса уз дати ниво ризика. Процеси интернационализације и глобализације финансијских тржишта доводе до различитих ризика који утичу на инвеститора. Из тих разлога потребно је њихово непрестано праћење, а приликом избора и селекције хартија од вредности за креирање портфолиа, потребно је користити и дериватне хартије, уз примену диверзификације као модела за свођење ризика на прихватљиви ниво.

Растућа интернационализација и концентрација послова институционалних инвеститора, појава нових ризика, као и потреба за интегралним обухватом свих ризика са којима се сусрећу у свом пословању, односно процена њихове укупне финансијске позиције обухватом свих аспеката пословања, доводе до потребе за већом сарадњом и бољим разумевањем између регулаторних органа. Имајући у виду да, с једне стране, развој сектора институционалних инвеститора зависи од развијености реалног окружења, затим од бруто домаћег производа, куповне моћи и културолошких одредница које детерминишу доходак који ће бити одвојен за обезбеђивања економске сигурности или као штедња (животно осигурање), а да се, с друге стране, очекује скроман реалан раст БДП, развој сектора институционалних инвеститора у поменутих земљама у успону биће у високом степену условљен стањем у реалној економији. Исто ће зависити и од спремности друштава за осигурање да развијају своје услуге у сегментима тржишта са потенцијалом за развој, уз едукацију потенцијалних корисника услуга и унапређење поступака управљања ризицима.

Економски јаче и развијеније земље у успону успеле су да развију базичну правну регулативу, односно одговарајуће институције потребне за функционисање тржишта капитала, за емисије хартија од вредности и за њихово трговање. Проблем који и данас оптерећује ова „млада“ тржишта је проблем информационе асиметрије, недовољне транспарентности, непоузданост извештаја емитената пласираних према јавности и потенцијално инвеститору. За креирање целокупног амбијента за развој тржишта капитала и функције портфолио менаџмента, држава има посебну улогу. Поред улоге регулатора и обавезе за обликовање финансијског тржишта, држава је заинтересована за ефикасно функционисање тржишта капитала, јер оно кључно утиче и на развој осталих сегмената привредних система земаља у успону. Стварање ових предуслова од стране државе у ствари представља само „плодно тло“ за функционисање финансијских тржишта и функцију портфолио менаџмента. Са повећаним бројем учесника, инвеститора и хартија, тржиште постаје занимљивије за домаће улагаче, али и за стране инвеститоре. Тако се у земљама у транзицији шири инвеститорска база што, пре свега, утиче на стабилност финансијског система јер се ризик дели на већи број финансијских инвеститора - односно учесника. Имајући у виду наведене резултате, потврђује се и **друга хипотеза** која указује, да се процеси транзиције разликују од земље до земље, имајући у виду специфичности њихових привреда, те је потребно сагледати колико развој финансијских тржишта одабраних земаља у успону утиче на појаву нових ризика и колико квалитативно и квантитативно утиче на

инвестиционе пласмане институционалних инвеститора.

Трећа хипотеза која гласи, да је потребно сагледати и остале факторе, као што су: законска ограничења, регулација, природа пасиве, промена власничке структуре и раст и развој финансијског тржишта и увођење нових финансијских институција и инструмената који утичу на формирање оптималних инвестиционих портфолиа институционалних инвеститора у одабраним земљама у успону, потврђује се на основу добијених резултата истраживања. Веома важан услов за развој финансијских тржишта је јасно дефинисана власничка структура. С обзиром да је приватизација спроведена у већини земаља у успону природни амбијент за тржишну економију представља својинска структура у којој доминантну улогу има приватно власништво. Такође, на овим тржиштима која су још „плитка“, са аспекта инвеститора важна је: лепеза финансијске активне и структуре финансијских инструмената којима се може трговати, као и функционисање примарног и секундарног тржишта. У земљама у успону новонастала тржишта хартија од вредности су још увек млада и постоји већа доза флексибилности у погледу степена контроле и регулације, у односу на високо развијена тржишта капитала. У већини земаља, обухваћена променама, тржишта капитала су конципирана као национална и заснивају се на правној регулативи која обезбеђује стабилност а мање узимајући у обзир конкурентност тржишта. У циљу подстицања даљег развоја домаћих хартија од вредности неопходно је усвојити нову правну регулативу, која прихвата променљивост финансијских тржишта и неуспех неких финансијских институција у њему. Важан показатељ развоја тржишта капитала је ликвидност. У Србији и у другим земљама у успону велики број хартија које се котирају на „слободном“ берзанском тржишту је неликвидан и поред раста тржишне капитализације на локалним берзама. Хартије које су котиране на „слободним“ берзанским тржиштима у земљама у окружењу су неликвидне због слабе куповне моћи локалних инвеститора и одсуства страних професионалних и индивидуалних инвеститора.

За земље у успону које имају намеру да постану чланице Европске уније посебан задатак представља усаглашавање и стандардизација законских прописа са законодавством Европске уније. Нормативна регулатива и њено спровођење у пракси умногоме доприноси развоју и стабилности тржишта капитала. Доношење правних прописа у овој области има за циљ обезбеђивање пуне правне сигурности и заштите свих учесника на овом тржишту. То обезбеђује инвеститорима могућност за доношење валидних инвестиционих одлука. У групи правних прописа који уређују ову област спадају и прописи који дефинишу спровођење надзора над целокупним активностима које се одвијају на тржишту хартија од вредности. То пре свега обухвата, контролу и начин емитовања хартија, ротацију и законитости промета хартија. Предмет надзора и контроле обухвата и примену етичких принципа и професионалности у понашању непосредних учесника. Такође, пројекат Солвентност II захтева од осигуравајућих друштава: (1) јачање система интерних контрола, (2) другачије израчунавање капиталних захтева, (3) сопствену процену ризика, (4) као и извештавање о ризицима. Извештавање о ризицима укључује дефиниције и класификацију ризика, контролне механизме за откривање и превенцију ризика, као и саму процену и процес управљања ризицима. Иако се имплементација директиве Солвентност II константно одлаже, у блиској будућности ће се морати повећавати расположиви капитал, тј. дефинисати минимални и солвентни капитал, што ће свакако имати негативне консеквенце на пословање финансијски слабијих друштава.

VIII ОЦЕНА НАЧИНА ПРИКАЗА И ТУМАЧЕЊА РЕЗУЛТАТА ИСТРАЖИВАЊА

Докторска дисертација представља компактну истраживачку целину, која на разумљив и концизан начин презентује, анализира и тумачи резултате истраживања применом релевантних статистичких метода обраде и анализе података. Прикази и тумачења резултата истраживања дати су прегледно кроз текст, бројне табеле, графиконе, слике и прилоге. Изведене анализе, оцене и закључци су јасни и садржајни, засновани на достигнућима савремене теорије и добре праксе, фокусирани на предмет, дефинисане циљеве и постављене хипотезе истраживања. Избор наведених метода, као и начина њихове примене у потпуности су прилагођени природи и карактеру проблема који су анализирани у оквиру докторске дисертације. Посебно, применом ВаР модела и адекватним креирањем и управљањем портфолиа могуће је успоставити оптималније портфолије институционалних инвеститора

одабраних земаља у успону. Комисија позитивно оцењује начин на који је кандидат приказао и тумачио резултате истраживања.

IX КОНАЧНА ОЦЕНА ДОКТОРСKE ДИСЕРТАЦИЈЕ:

Експлицитно навести да ли дисертација јесте или није написана у складу са наведеним образложењем, као и да ли она садржи или не садржи све битне елементе. Дати јасне, прецизне и концизне одговоре на 3. и 4. питање:

1. Да ли је дисертација написана у складу са образложењем наведеним у пријави теме
Докторске дисертација је написана у потпуности у складу да образложењима које је кандидат навео у пријави докторске дисертације.

2. Да ли дисертација садржи све битне елементе
Докторска дисертација садржи све битне елементе, који се односе на структуру пријављеног истраживања, на циљ, предмет, проблеме и постављене хипотезе истраживања.

3. По чему је дисертација оригиналан допринос науци
Кључни научни допринос дисертације се односи на сазнање да доследна примена ВаР модела у поменутих земаљама у успону због високих варијација као што су цене финансијских инструмената и девизног курса треба да буде допуњена и квалитативном анализом, као што су подаци добијени од Агенција за привредне регистре, Националних банака, Берзи, Пореских управа, Министарстава финансија, Статистичких завода, Агенција за надзор осигурања. У дисертацији је указано на разлоге доминантности пасивне стратегије управљања портфолиом институционалних инвеститора као и на непоходност усаглашавања стандардизације законских прописа и осталих радњи у циљу ефикасности пословања институционалних инвеститора, као посепшивању активне стратегије управљања портфолиом институционалних инвеститора.

Указано је да за сада изложеност наведеним ризицима не угрожава солвентност посматраних осигуравајућих друштава, с тим да се има у виду чињеница да ће потпуна примена Солвентност II захтевати од земаља у успону ригорознија правила (корекције за обрачун маргине солвентности, повећање расположивог капитала, тј. дефинисање минималног и солвентног капитала). Такође, захтеваће се потреба за квалитетнијом статистичком базом података у временском периоду од најмање десет година. Садашња асиметричност базе података и прецизно израчунавање код ВаР модела допуњава се квалитативном анализом која се заснива на садашњим, реалним подацима. Научни допринос истраживања може се видети у обимном научном и стручном материјалу прилагођеном домаћој и страниј литератури, суптилној анализи материје и извођењу закључака о могућој примени истих на домицилном финансијском тржишту. Посебан допринос истраживања може се видети у четвртом делу дисертације где се објашњавају модели мерења ризика, а посебно примена ВаР модела.

4. Недостаци дисертације и њихов утицај на резултат истраживања
У докторској дисертацији нису уочени недостаци битне природе који би били од утицаја на резултате истраживања.

X ПРЕДЛОГ:

На основу укупне оцене дисертације, комисија предлаже:

- да се докторска дисертација прихвати, а кандидату одобри одбрана
- да се докторска дисертација враћа кандидату на дораду (да се допуни односно измени) или
- да се докторска дисертација одбија

Полозећи од напред наведених ставова Комисија предлаже Наставно-научном већу Економског факултета у Суботици да **прихвати позитивну оцену докторске дисертације**

под насловом „Стратегија управљања портфолиом институционалних инвеститора на финансијском тржишту одабраних земаља у успону“ и да кандидату **Милошу Пјанићу одобри јавну одбрану докторске дисертације**. Комисија овакав предлог дефинише на основу:

1. јасно дефинисаног предмета и циља истраживања.
2. логично постављеног и реализованог плана истраживања,
3. позитивних одговора на постављене хипотезе истраживања.
4. научног доприноса урађене дисертације.

У Суботици, 05.05.2015. године

НАВЕСТИ ИМЕ И ЗВАЊЕ ЧЛАНОВА КОМИСИЈЕ
ПОТПИСИ ЧЛАНОВА КОМИСИЈЕ

(Др Ненад Вуњак, редовни професор
Економског факултета у Суботици,
Универзитет у Новом Саду)

(Др Иван Миленковић, ванредни
професор Економског факултета у
Суботици, Универзитет у Новом
Саду)

(Др Вера Мировић, доцент
Економског факултета у Суботици,
Универзитет у Новом Саду)

(Др Евица Петровић, редовни
професор Економског факултета у
Нишу, Универзитет у Нишу)

(Др Мирела Митрашевић, доцент
Факултета пословне економије у
Бијељини, Универзитет у Источном
Сарајеву)

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.