

**НАСТАВНО-НАУЧНОМ ВЕЋУ  
ЕКОНОМСКОГ ФАКУЛТЕТА УНИВЕРЗИТЕТА У КРАГУЈЕВЦУ**

**Предмет: Извештај Комисије о оцени докторске дисертације**

Одлуком Наставно-нучног већа Економског факултета Универзитета у Крагујевцу, број 146/15-1) од 27.01.2016. године, именовани смо за чланове Комисије за писање Извештаја о оцени докторске дисертације под насловом „**Финансијски систем и економски раст**“, кандидата **Милке Грбић**.

На основу увида и свеобухватне анализе урађене и предате докторске дисертације, Комисија за писање Извештаја о оцени докторске дисертације и за њену јавну одбрану подноси Наставно-научном већу Економског факултета Универзитета у Крагујевцу следећи

**ИЗВЕШТАЈ**

**1. ПОДАЦИ О КАНДИДАТУ**

**1.1. Основни биографски подаци**

Милка Грбић је рођена 18.05.1981. године у Новој Вароши. Основну школу завршила је у Радоињи (општина Нова Варош) 1996. године, са одличним успехом. Гимназију (друштвено-језички смер) у Новој Вароши завршила је 2000. године, такође са одличним успехом.

Економски факултет Универзитета у Крагујевцу уписала је 2000. године. Испите предвиђене наставним планом и програмом положила је са просечном оценом 8,64. Дипломирала је фебруара 2005. године на смеру Финансије и рачуноводство. Награђивана је од стране Економског факултета у Крагујевцу за постигнуте резултате у току студија.

Докторске студије је уписала 2008. године на Економском факултету Универзитета у Крагујевцу, на Студијском програму Економија, модул Макроекономија. Испите предвиђене наставним планом и програмом положила је са просечном оценом 9,88. Студијски истраживачки рад (први докторантски колоквијум) одбранила је марта 2013. године, а Прелиминарни предлог теме докторске дисертације (други докторантски

колоквијум) јануара 2014. године. Предложена тема докторске дисертације прихваћена је под насловом „Финансијски систем и економски раст“ од стране Наставно-научног већа Економског факултета Универзитета у Крагујевцу јуна 2014. године. Урађену докторску дисертацију предала је децембра 2015. године.

Од јула 2005. године до септембра 2007. године радила је у Општинској управи општине Нова Варош, Одељење за друштвене делатности, финансије и буџет, на пословима планирања и анализе буџета.

Од септембра 2007. године Милка Грбић је запослена на Економском факултету Универзитета у Крагујевцу, у звању сарадника у настави на наставном предмету Основи економије, а од октобра 2009. године у звању асистента. Одлуком Наставно-научног већа Факултета од 2007-2010. године изводила је вежбе на наставном предмету Финансијска тржишта и финансијски инструменти, а у периоду 2010-2013. на наставном предмету Основи макроекономије.

Учествовала је на реализацији: потпројекта “Менаџмент и маркетинг истраживања као подршка реализацији интердисциплинарних пројеката” у оквиру интердисциплинарног пројекта Преклиничка испитивања биоактивних супстанци (бр. 41010) Министарства просвете, науке и технолошког развоја Републике Србије у периоду 2011-2015. и пројекта Економског факултета Универзитета у Крагујевцу под насловом „Од кризе до економског развоја – савремени изазови у економији и менаџменту“.

У периоду од 06. до 11. новембра 2011. године похађала је курс “Kyiv International School of Analytics” у Кијеву (Украјна). Том приликом је учествовала на IV Међународној конференцији под називом „Innovative Development Forecast for National Economies, 2011-2021“, са коауторским радом под насловом „Impact of Technological Innovations on The Competitiveness of Transition Countries“, који је освојио прву награду.

У циљу стручног усавшавања похађала је већи број курсева као што су: курс Академских вештина и Развој педагошких компетенција универзитетских наставника и сарадника. Вршила је дужност секретара Катедре за општу економију и привредни развој, била је члан Савета Факултета и Комисије за обезбеђење квалитета Економског факултета у Крагујевцу.

Основне области научно-стручног интересовања Милке Грбић су: теорија и политика економског раста и развоја, макроекономски модели и финансијски систем и финансијске институције.

## 1.2. Научно-истраживачки рад

Кандидат Милка Грбић, у свом досадашњем раду, паралелно са наставно-педагошким активностима, успешно се бавила и научно-истраживачким радом. О научно-истраживачком раду кандидата, непосредно сведоче ауторски и коауторски радови:

### Рад у тематском зборнику међународног значаја М(14)

1. Milena Jakšić, **Milka Grbić**, (2011). The Comparative Analysis of The Current and Capital Pensions Financing. У: Babić Verica (ur.) *Contemporary Issues in Economics, Business and Management*, Faculty of Economics University of Karagujevac, 151-163. (ISBN: 978-86-6091-018-1), [COBISS.SR-ID 512736604]
2. Milena Jakšić, Violeta Todorović, **Milka Grbić**, (2013). Alternative approaches to risk management in insurance companies. У: Babić Verica (ur.). *Contemporary issues in economics, business and management*, Faculty of Economics University of Kragujevac, 289-300. (ISBN: 978-86-6091-042-6), [COBISS.SR-ID 513085020]

### Рад у часопису међународног значаја М(23)

3. Ljiljana Maksimović, **Milka Grbić**, Vladimir Mihajlović (2012). Impact of Technological Innovations on The Competitiveness of Transition Countries. *Actual Problems of Economics*, 7(133), 394-403. (ISSN 1993-6788), [COBISS.SR-ID 512960860]
4. Milena Jakšić, **Milka Grbić**, Srđan Đinđić, (2013). Financial System Transition in Serbia: The First Decade of The XXI Century. *Actual Problems of Economics*, 12(150), 578-587. (ISSN 1993-6788), [COBISS.SR-ID 513281372]
5. Saša Obradović, **Milka Grbić**, (2015). Causality Relationship between Financial Intermediation by Banks and Economic Growth: Evidence from Serbia. *Prague Economic Papers*, 24(1), 60-72. (1210-0455), [COBISS.SR-ID 513391452]

### Рад у тематском зборнику националног значаја (М45)

6. Милена Јакшић, **Милка Грбић** (2013). Реформа финансијског система – промене и достигнути ниво развоја, У: Максимовић, Љ. (ур.), Марјановић, Г. (ур.), Обрадовић, С. (ур.). *Ефекти транзиције и перспективе привреде Србије*, Универзитет у Крагујевцу – Економски факултет, 127-148. (ISBN: 978-86-6091-038-9), [COBISS.SR-ID 513090396]
7. **Милка Грбић**, Ненад Јанковић, (2014). Прилив и секторска структура *grinfeld* и *braunfeld* инвестиција у локалној привреди. У: Максимовић, Љ. (ур.), Станишић, Н. (ур.). *Стање и перспективе економског развоја града Крагујевца*, Универзитет у Крагујевцу – Економски факултет, 61-71. (ISBN: 978-6-6091-048-8), [COBISS.SR-ID 513328220]

8. **Милка Грбић**, Милена Јакшић, (2015). Универзитетски *spinof* подухвати као фактор друштвено-економског развоја. У: Мимовић, П. (ур.). *Универзитетски spinof подухвати: организациони оквир за реализацију интердисциплинарних пројеката*, Универзитет у Крагујевцу – Економски факултет, 107-122. (ISBN: 978-86-6091-055-6), [COBISS.SR-ID 513400668]
9. **Милка Грбић**, Милена Јакшић, (2015). **Значај ЕУ за прилив капитала у Србији**. У: Јакшић, М. (ур.), Стојановић-Алексић, В. (ур.), Мимовић, П. (ур.). *Економско-социјални аспекти прикључивања Србије Европској унији*, Универзитет у Крагујевцу – Економски факултет, 117-126. (ISBN: 978-86-6091-059-4), [COBISS.SR-ID 513465692]
10. Милена Јакшић, **Милка Грбић**, (2015). **Развијеност финансијског тржишта у ЕУ и могућности развоја финансијског сектора у Србији**. У: Јакшић, М. (ур.), Стојановић-Алексић, В. (ур.), Мимовић, П. (ур.). *Економско-социјални аспекти прикључивања Србије Европској унији*, Универзитет у Крагујевцу – Економски факултет, 479-490. (ISBN: 978-86-6091-059-4), [COBISS.SR-ID 513465948]

#### Рад у часопису националног значаја М(52)

11. **Милка Грбић**, (2012). Приказ књиге „Introduction to International Political Economy“. *Економски хоризонти*, 14(2), 133-135. (ISSN 1450-863X), [COBISS.SR-ID 192824588]
12. **Милка Грбић**, (2013). Утицај структуре финансијског система на економски раст. *Рачуноводство*, 57(5-6), 93-101. (ISSN 1450-6114), [COBISS.SR-ID 201424396]
13. **Милка Грбић**, (2013). Финансијски развој као нужна претпоставка економског развоја. *Рачуноводство*, 57(7-8), 92-101. (ISSN 1450-6114), [COBISS.SR-ID 203925772]

#### Рад у часопису националног значаја М(51)

14. Стеван Луковић, **Милка Грбић**, (2014). Тестирање повезаности државних прихода и државних расхода у Србији. *Економске теме*, 52(2), 135-145. (ISSN 0353-8648), [COBISS.SR-ID 513366876]

#### Саопштење са скупа националног значаја штампано у целини М(63)

15. **Милка Грбић**, (2010). Улога тржишта капитала у привредном развоју Србије. У: Лековић, В. (ур.). *Институционалне помене као детерминанта привредног развоја Србије*, Универзитет у Крагујевцу – Економски факултет, 354 - 366. (ISBN: 978-86-6091-002-0), [COBISS.SR-ID 512445788]
16. Милена Јакшић, **Милка Грбић**, (2010). Диверсификована структура финансијских институција – фактор ефикасности финансијског тржишта Србије. У: Ковачевић, М. и други (ур.). *Како повећати конкурентност привреде и извоза Србије*, Научно

- друштво економиста Србије и Економски факултет у Београду, 447 - 463. (ISBN: 978-86-403-1095-6), [COBISS.SR-ID 512594524]
17. **Милка Грбић**, (2011). Инвестициони фондови у функцији привредног развоја Србије. У: Лековић, В. (ур.). *Институционалне помене као детерминанта привредног развоја Србије*, Универзитет у Крагујевцу – Економски факултет, 209 - 219. (ISBN: 978-86-6091-019-8), [COBISS.SR-ID 512755548]
18. **Милка Грбић**, Милена Јакшић, (2012). Таргетирање инфлације у функцији стабилности цена. У: Лековић, В. (ур.). *Институционалне помене као детерминанта привредног развоја Србије*, Универзитет у Крагујевцу – Економски факултет, 177 - 190. (ISBN: 978-86-6091-028-0), [COBISS.SR-ID 512950620]
19. **Милка Грбић**, Милена Јакшић (2012). Утицај глобалне рецесије на тржиште капитала у Србији. У: Гречић, В. (ур.), Веселиновић, П (ур.). *Актуелна кретања у европској и светској привреди: импликације на Србију*, Универзитет у Београду – Економски факултет, 115-126. (ISBN: 978-86-403-12-55-4), [COBISS.SR-ID 513004124]
20. Милена Јакшић, **Милка Грбић**, (2013). Како пензијски систем и текуће финансирање пензија у Републици Србији учинити одрживим?. У: Лековић, В. (ур.). *Институционалне помене као детерминанта привредног развоја Србије*, Универзитет у Крагујевцу – Економски факултет, 371-386. (ISBN: 978-86-6091-043-3), [COBISS.SR-ID 513260892]
21. Сандра Стојадиновић-Јовановић, **Милка Грбић**, Мирјана Ракић, (2014). Значај финансирања туризма страним инвестицијама за земље региона ЈИЕ. У: Аранђеловић, З. (ур.). *Регионални развој и демографски токови земаља Југоисточне Европе*, Универзитет и Нишу – Економски факултет, 741-750. (ISBN: 978-86-6139-092-0), [COBISS.SR-ID 513324124]

## 2. ПРИКАЗ СТРУКТУРЕ И САДРЖАЈ ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ

### 2.1. Основни подаци о докторској дисертацији

Докторска дисертација кандидата Милке Грбић, под насловом „**Финансијски систем и економски раст**“, написана је на хі + 294 страна компјутерски обрађеног текста, формата А4, стандардног прореда и величине слова. Након апстракта на српском и енглеском језику, дисертација обухвата: Увод (стр. 6), четири логички повезана дела: I део: *Концептуалне карактеристике финансијског система* (стр. 63), II део: *Детерминанте и показатељи развоја финансијског система и економског раста* (стр. 46), III део: *Теоријско-методолошки аспекти међузависности развоја финансијског система и економског раста* (стр. 53), IV део: *Емпиријско истраживање међузависности развоја*

финансијског система и економског раста (стр. 73), Закључак (стр. 12), Литературу (стр. 19) и Прилог (стр. 19).

У циљу боље прегледности, лакше упоредивости презентованих података и анализе ставова и добијених резултата током истраживања, у дисертацији је урађено 48 слика и 20 табела. Приликом израде докторске дисертације коришћено је 348 библиографских јединица, релевантних научних и стручних извора домаћих и иностраних аутора и извештаја одговарајућих националних и међународних институција.

## 2.2. Предмет, циљеви, хипотезе и истраживачка методологија

**Предмет истраживања** у докторској дисертацији је утврђивање и анализа међузависности развоја финансијског система и економског раста. Финансијски систем, као интегрални део привредног система, има кључну улогу у повезивању штедње и инвестиција. Стога је неспорно важна улога финансијског система у функционисању тржишних привреда. Осим мобилизације и трансфера штедње од финансијски суфицитарних ка финансијски дефицитарним субјектима, финансијски систем омогућава функционисање одговарајућег механизма контроле корпоративног управљања и управљање ризицима иманентним финансијском пословању, као и размену добара и услуга. Свака од наведених функција има утицај на акумулацију капитала и развој технолошких иновација као примарних детерминанти економског раста. Експанзија реалног сектора подразумева раст обима финансијских трансакција. То даље представља основу за увећање обима и квалитета финансијских производа и услуга.

С обзиром на дефинисани предмет истраживања, **основни циљ** докторске дисертације је да теоријско-методолошки и емпиријски сагледа везу између развоја финансијског система и економског раста. На бази дефинисаног основног циља кандидат је извео *специфични циљ* којим се истражује да ли правац узрочности иде од развоја финансијског система ка економском расту, или развој финансијског система следи економски раст.

Сходно утврђеном предмету и циљевима истраживања, у дисертацији су постављене, испитане и доказане следеће релевантне **научне хипотезе**:

**Хипотеза 1:** Економски раст примарно зависи од обима и квалитета финансијских услуга, а не од структуре финансијског система.

**Хипотеза 2.** Стабилност економско-политичког окружења и ефикасност регулаторног оквира имају позитиван утицај на развој финансијског система.

**Хипотеза 3:** Постоји позитивна корелација између развоја финансијског система и стопе економског раста.

**Хипотеза 4:** Не постоји могућност утврђивања универзалног карактера узрочно-последичне везе између развоја финансијског система и економског раста.

У разматрању одређеног предмета истраживања, у докторској дисертацији је, сходно прецизираним циљевима и постављеним научним хипотезама, примењена методологија истраживања карактеристична за област друштвених наука.

*Квалитативна методологија* је превасходно коришћена за проучавање дефинисаних појмова и за дескриптивну анализу на основу интерпретације прикупљених информација које су релевантне за области развоја финансијског система и економског раста. Процес теоријске поставке проблема употпуњен је применом метода анализе и синтезе, индукције и дедукције, са циљем да се, полазећи од појединачних претпоставки, апстракцијом и генерализацијом дефинишу општи закључци значајни за разумевање проблема. Посебно је наглашен метод компаративне анализе примењен у делу дисертације који се бави сагледавањем предности и недостатака тржишно и банкарски оријентисаног финансијског система, као и приликом утврђивања достигнутог нивоа развоја финансијског система и динамике економског раста Републике Србије у односу на европске земље у транзицији.

Поред квалитативне, у дисертацији је примењена и *квантитативна методологија*. Описани су различити математички модели чија је сврха извођење релација и обухватање проблема координације одлука између субјекта, као што су домаћинства, предузећа, финансијски посредници и тржиште хартија од вредности. У оквиру емпиријског истраживања релацијских односа развоја финансијског система и економског раста примењене су статистичко-економетријске методе анализе временских серија. Циљ примене поменутих метода је утврђивање степена статистичке повезаности и тестирање каузалности између показатеља развоја финансијског посредовања банака и стопе економског раста. Корелациона анализа између појединачних показатеља развоја финансијског посредовања банака и стопе економског раста била је предуслов за испитивање њихове узрочно-последичне везе. У даљој анализи формулисан је и оцењен одговарајући векторски ауторегресиони модел. За идентификовање смера каузалне везе између развоја финансијског посредовања банака и економског раста примењен је Грејнцеров тест узрочности. Функција одговора на импулсе и декомпозиција варијансе грешке предвиђања су комплементарне технике које су омогућиле анализу динамичких односа између посматраних варијабли. Статистичко-економетријска анализа спроведена је уз помоћ *EViews 7.0* софтверског пакета.

### **2.3. Садржај докторске дисертације**

Сагласно одређеном предмету и циљевима истраживања, постављеним научним хипотезама и методологији истраживања, утврђен је следећи садржај докторске дисертације:

## УВОД

### ПРВИ ДЕО

#### КОНЦЕПТУАЛНЕ КАРАКТЕРИСТИКЕ ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА

##### 1. ОСНОВЕ ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА

- 1.1. Место и улога финансијског система у тржишној привреди
- 1.2. Елементи финансијског система
  - 1.2.1. Структура и функционисање финансијског тржишта
  - 1.2.2. Врсте и карактеристике финансијских инструмената
  - 1.2.3. Структура и функционисање финансијских институција

##### 2. ФУНКЦИЈЕ ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА

- 2.1. Мобилизација штедње
- 2.2. Прикупљање инфомација и алоцирање капитала
- 2.2. Мониторинг предузећа и контрола корпоративног управљања
- 2.3. Управљање ризицима
- 2.5. Олакшавање размене добара и услуга

##### 3. МОДЕЛИ ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА

- 3.1. Тржишно оријентисан финансијски систем
  - 3.1.1. Финансијски систем у Великој Британији
  - 3.1.2. Финансијски систем у САД
- 3.2. Банкарски оријентисан финансијски систем
  - 3.2.1. Финансијски систем у Немачкој
  - 3.2.2. Финансијски систем у Јапану
- 3.3. Банакарски оријентисан *versus* тржишно оријентисан финансијски систем

### ДРУГИ ДЕО

#### ДЕТЕРМИНАНТЕ И ПОКАЗАТЕЉИ РАЗВОЈА ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА И ЕКОНОМСКОГ РАСТА

##### 1. КОНЦЕПТ И ЗНАЧАЈ РАЗВОЈА ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА

##### 2. ДЕТЕРМИНАНТЕ РАЗВОЈА ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА

- 2.1. Политичко и макроекономско окружење
- 2.2. Финансијска репресија и либерализација
- 2.3. Правна и информациона инфраструктура
- 2.4. Финансијска регулатива и супервизија
- 2.5. Структура власништва финансијских институција

##### 3. ПОКАЗАТЕЉИ РАЗВОЈА ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА

- 3.1. Показатељи развоја банкарског сектора
- 3.2. Показатељи развоја тржишта капитала

##### 4. КОНЦЕПТ ЕКОНОМСКОГ РАСТА

##### 5. ТЕОРИЈЕ ЕКОНОМСКОГ РАСТА



- 5.1. Неокласична теорија економског раста
  - 5.1.1. Акумулација капитала и економски раст – основни Соловљев модел
  - 5.1.2. Технолошки прогрес и економски раст – проширени Соловљев модел
- 5.2. Теорија ендеогеног раста
  - 5.2.1. Економски раст заснован на истраживању и развоју
  - 5.2.1. *АК* модел економског раста

### **ТРЕЋИ ДЕО**

## **ТЕОРИЈСКО-МЕТОДОЛОШКИ АСПЕКТИ МЕЃУЗАВИСНОСТИ РАЗВОЈА ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА И ЕКОНОМСКОГ РАСТА**

1. РАЗВОЈ ФИНАНСИЈСКОГ ПОСРЕДОВАЊА И ТЕХНОЛОШКА СПЕЦИЈАЛИЗАЦИЈА
2. ЕФИКАСНОСТ ФИНАНСИЈСКОГ ПОСРЕДОВАЊА И ЕКОНОМСКИ РАСТ
  - 2.1. Финансијске иновације и акумулација капитала – Соловљев модел
  - 2.2. Трошкови финансијског посредовања и инвестиције – *АК* модел
  - 2.3. Трошкови финансијског посредовања и економски раст
  - 2.4. Ниво развијености банкарског сектора и економски раст
3. ОГРАНИЧЕЊА ЗАДУЖИВАЊА И АКУМУЛАЦИЈА ЉУДСКОГ КАПИТАЛА
4. СКРИНИНГ ПРЕДУЗЕТНИЧКИХ ИДЕЈА И ТЕХНОЛОШКЕ ИНОВАЦИЈЕ
5. МОНИТОРИНГ ИНВЕСТИЦИЈА И ЕКОНОМСКИ РАСТ
6. ЛИКВИДНОСТ ИНВЕСТИЦИЈА И АКУМУЛАЦИЈА КАПИТАЛА
  - 6.1. Улога банака у управљању ризиком ликвидности
  - 6.2. Улога тржишта акција у управљању ризиком ликвидности

### **ЧЕТВРТИ ДЕО**

## **ЕМПИРИЈСКО ИСТРАЖИВАЊЕ МЕЃУЗАВИСНОСТИ РАЗВОЈА ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА И ЕКОНОМСКОГ РАСТА У РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ**

1. СТРУКТУРА ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА
  - 1.1. Банкарски сектор
    - 1.1.1. Развој банкарског сектора до 2000. године
    - 1.1.2. Развојне тенденције банкарског сектора у процесу транзиције
  - 1.2. Недепозитне финансијске институције
    - 1.2.1. Настанак и развој осигуравајућих друштава
    - 1.2.2. Настанак и развој добровољних пензијских фондова
    - 1.2.3. Настанак и развој инвестиционих фондова
  - 1.3. Тржиште капитала
    - 1.3.1. Историјски аспект развоја Београдске берзе
    - 1.3.2. Организација и функционисање Београдске берзе
2. ДОСТИГНУТИ НИВО РАЗВОЈА ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА
3. ЕКОНОМСКИ РАСТ У ПРОЦЕСУ ТРАНЗИЦИЈЕ

3.1. Специфичности и достигнути ниво економске транзиције

3.2. Тенденције и ограничења економског раста

#### 4. ЕМПИРИЈСКО ИСТРАЖИВАЊЕ

4.1. Анализа резултата претходних истраживања

4.1. Предмет и циљ истраживања

4.2. Подаци и методологија истраживања

4.3. Резултати истраживања

4.4. Ограничења истраживања

4.5. Правци будућег истраживања

### ЗАКЉУЧАК

### ЛИТЕРАТУРА

### ПРИЛОГ

Прилог А

Прилог Б

У првом делу докторске дисертације, под насловом *Концепт функционисања финансијског система* (стр. 8-70), објашњени су кључни елементи, функције и модели финансијског система. Финансијски систем чини више елемената који омогућавају несметан ток финансијских средстава од суфицитарних субјеката ка дефицитарним субјектима. Развој финансијског система подразумева функционалну усклађеност финансијског тржишта, финансијских институција и финансијских инструмената. У том смислу размотрене су основе функционисања финансијских посредника и тржишта капитала. Такође, истакнута је важност постојања диверсификоване структуре финансијских инструмената. С обзиром да одлуке о штедњи и инвестицијама доносе различити субјекти, посебан нагласак је стављен на функције финансијског система, које у крајњој инстанци имају значајне импликације на економски раст. Објашњено је на који начин финансијски систем успева да смањи трансакционе и информационе трошкове, врши контролу корпоративног упављања, диверсификује ризике и обезбеди ефикасан платни систем.

У наставку првог дела анализирани су модели финансијског система. Сходно институционалним разликама, у савременим условима пословања присутна су два модела финансијских система у којима се формирају различите пропорције банкарских институција и тржишта хартија од вредности. Предмет детаљне анализе били су банкарски оријентисани финансијски системи Немачке и Јапана и тржишно оријентисани финансијски системи САД-а и Велике Британије. Оцена улоге појединих елемената финансијског система (банака и тржишта хартија од вредности) остварена је кроз систематизацију неколико теоријских гледишта: банкарски оријентисано гледиште (*bank-based view*), тржишно оријентисано гледиште (*market-based view*), гледиште усмерено на финансијске услуге (*financial services view*) и правно оријентисано гледиште (*legal-based view*). Прегледом теоријских и емпиријских студија кандидат долази до закључка да обим

и квалитет финансијских услуга примарно зависи од нивоа развијености финансијског система, а не од његове структуре. С тим у вези, стопа економског раста зависи од расположивости финансијских производа и ефикасности финансијских посредника и тржишта хартија од вредности у пружању финансијских услуга.

У другом делу докторске дисертације, под насловом *Детерминанте и показатељи развоја финансијског система и економског раста* (стр. 71-116), кандидат наводи факторе који представљају основу развоја и ефикасног функционисања финансијског система. Указано је да је за добро функционисање финансијског система неопходна политичка стабилност, фискална дисциплина, ниска и стабилна стопа инфлације. Разматране су финансијска репресија и либерализација и њихове импликације на развој финансијског система. Један од кључних фактора у развоју финансијског система је адекватна правна инфраструктура која инвеститорима обезбеђује заштиту имовинских права. Једнако важна је и благовремена доступност квалитетних информација у циљу смањења информационе асиметрије. Битан фактор финансијске стабилности су одговарајућа финансијска регулатива и супервизија, као и облик власништва у финансијском (банкарском) сектору. У овом делу, идентификовани су и објашњени релевантни показатељи развоја финансијског система. Реч је о показатељима величине, активности, ефикасности и концентрације финансијских посредника и финансијског тржишта.

У домену економског раста, најпре је указано на разлику између економског раста и економског развоја. Затим је нагласак стављен на кључне детерминанте стопе економског раста и нивоа националног дохотка. Изнете су поставке и недостаци неокласичног модела раста (Соловљев модел), који се сматра зачетком модерне теорије раста. Неокласична теорија истиче да је економски раст, осим промена у количини ангажованог капитала и рада, последица технолошког напретка који је егзогено одређен. У оквиру овог дела анализирани су новији доприноси у теорији раста, односно, модели ендеогеног економског раста који указују да је економски раст резултат деловања искључиво фактора унутар економског система.

У трећем делу докторске дисертације, под насловом *Теоријско-методолошки аспекти међузависности развоја финансијског система и економског раста* (стр. 118-170), разматрани су теоријски модели чији је циљ објашњење међузависности развоја финансијског система и дугорочног економског раста. Захваљујући претпоставкама којима се поједностављује економска стварност и функционалним облицима којима се описује понашање економских субјеката, у докторској дисертацији је на егзактан начин проучен интерактивни однос развоја финансијског система и економског раста. У том смислу, детаљно су елаборирани модели којима се формализује утицај функционисања финансијског система на реални сектор привреде, и обрнуто. Између осталог, праћен је утицај развоја финансијског система на акумулацију капитала и технолошке иновације као кључне детерминанте економског раста. Указано је на нераскидиву везу између специјализације у производњи и развоја финансијских институција и финансијског

тржишта. Посебан нагласак је стављен на везу између ефикасности финансијског посредовања и економског раста. У контексту Соловљевог и модела ендогеног економског раста указано је на значај финансијских иновација. Показано је како унапређење начина трансфера штедње у инвестиције, односно, смањење трошкова финансијског посредовања утиче на пораст дела штедње који се усмерава у инвестиције, пораст агрегатне продуктивности капитала и промену стопе приватне штедње. Истакнито је да са растом привреде расте обим пословања финансијских посредника. Захваљујући ефектима економије обима долази до редукције трошкова финансијског посредовања. У даљој анализи сагледан је утицај нивоа развијености банкарског сектора на стопу економског раста. Посебна пажња је усмерена на повезаност ограничења задуживања и акумулације људског капитала. Поред тога, указано је на везу између улоге финансијских посредника у евалуацији инвестиционих активности и технолошких иновација, као и на утицај трошкова мониторинага на акумулацију и продуктивност капитала. На крају овог дела, размотрени су модели у којима се анализира улога банака и тржишта акција у обезбеђењу ликвидности дугорочних инвестиција.

Декомпозицијом система односа између развоја финансијског система и економског раста показано је да постоје бројни канали, односно, механизми њихове узрочно-последичне везе. При томе, кандидат закључује да се у теоријском погледу не може дати једнозначан одговор када је у питању смер узрочно-последичне везе између развоја финансијског система и економског раста.

У четвртом делу докторске дисертације, под насловом *Емпиријско истраживање међузависности развоја финансијског система и економског раста у Републици Србији* (стр. 172-244), најпре су анализирани развојне тенденције елемената финансијског система: банкарског сектора, недепозитних финансијских институција и тржишта капитала. С обзиром на чињеницу да банкарски сектор има највећи удео у финансијском систему Републике Србије, посебна пажња је посвећена историјском развоју, процесу реструктурирања и власничкој структури банака, њиховој кредитној и депозитној активности и регулаторном оквиру. Поред указивања на ниво развијености и резултате пословања небанкарских финансијских институција, предмет анализе био је развој и пословање Београдске берзе. Предочено је да динамика економског раста и ефекти структурних и институционалних реформи у другим областима привреде, према показатељима релевантних институција (Европске банке за обнову и развој и Светског економског форума), показују споре реформске процесе и заостајање и у односу на земље у транзицији чланице ЕУ.

Уважавајући чињеницу да у Републици Србији банкарски сектор представља доминантан извор задовољења тражње за финансијским средствима, посебан сегмент четвртог дела докторске дисертације посвећен је емпиријској анализи узрочно-последичне везе између развоја финансијског посредовања банака и процеса економског раста. На бази анализе претходних истраживања одабрани су показатељи којима се апроксимира развој

банкарског сектора и стопа економског раста у Републици Србији. Реч је о показатељима величине, активности и ефикасности банкарског сектора и стопи раста реалног бруто домаћег производа. Дефинисани су релевантни приступи који се односе на смер узрично-последичне везе између финансијског развоја и економског раста, које је могуће емпиријски тестирати: економски раст вођен финансијским развојем (*supply-leading*), финансијски развој инициран економским растом (*demand-following*) и хипотеза о реципрочној узрочности (*feedback causality*). Описане су методе и технике чији је примарни циљ откривање корелисаности и смера каузалности између одговарајућих варијабли. Резултати до којих се дошло у истраживању показују да постоји позитивна статистички значајна корелација умерене јачине између показатеља величине, активности и ефикасности банкарског сектора с једне стране и стопе раста реалног бруто домаћег производа с друге стране. Резултати истраживања су потврдили валидност *supply-leading* приступа. То упућује на закључак да се стварањем и развојем финансијских институција и тржишта повећава квалитет и понуда финансијских услуга и на тај начин подстиче раст привредне активности. У оквиру овог дела, истакнута су ограничења са којима се аутор у спровођењу истраживања суочио. На самом крају дате су препоруке и сугестије за будућа истраживања које представљају основу за дубље разумевање односа развоја финансијског система и економског раста.

У закључним разматрањима (стр. 245-256), су на јасан и недвосмислен начин систематизовани релевантни ставови о међузависности развоја финансијског система и економског раста, експлицитно аргументована теоријско-методолошка и емпиријска потврђеност постављених хипотеза научног истраживања, издвојена кључна теоријска и методолошка питања важна за будућа истраживања и указано на смернице које би биле од користи за креаторе економске политике.

### **3. ОЦЕНА РАДА** (критеријуми Правилника Универзитета о пријави, изради и одбрани докторске дисертације, Прилог бр. 2, тачка 2)

#### **3.1. Значај и допринос докторске дисертације са становишта актуелног стања у научној области**

Теоријски радови и емпиријска истраживања о међузависности развоја финансијског система и економског раста указују на несумњив значај ове проблематике у савременој економској теорији и пракси. Будући да је финансијски систем један од најважнијих подсистема привредног система, неоспорна је важна улога коју финансијски систем има у функционисању тржишних економија. Добро функционисање финансијског система омогућава привреди да инвестициони пројекти буду финансирани уз минималне трошкове. Стога се значај истраживања у докторској дисертацији огледа у бољем разумевању начина на које функционисање финансијског система доприноси економском расту. С обзиром да су у транзиционим економијама механизми трансфера штедње у инвестиције недовољно

развијени, а економски раст спор, дефинисано подручје истраживања је значајно и актуелно са становишта циљева и мера економске политике.

Укупан допринос докторске дисертације се може посматрати са два аспекта. Први се односи на унапређење теоријског разумевања међузависности развоја финансијског система и економског раста. Кандидат је, консултујући бројну и референтну литературу, доминантно из савремених иностраних, али и из домаћих извора, извршио систематизацију и критичку анализу постојећих знања водећих аутора у овом домену. Рад доприноси и експанзији нових знања и квалитативно обогаћује ограничену литературу на српском језику. Други аспект се односи на могућност коришћења добијених резултата у пракси. На бази изложених резултата оригиналног емпиријског истраживања створене су претпоставке за дефинисање одговарајућих препорука за креаторе економске политике у погледу унапређења предуслова за даљи несметан развој финансијског сектора и подстицање економског раста. Стога је предмет докторске дисертације крајње релевантан, а остварени резултати, ставови и закључци имају научну и практичну вредност у сагледавању тренутног стања и остваривању искорака у научно релевантној проблемској области.

### **3.2. Оцена да је урађена докторска дисертација резултат оригиналног научног рада кандидата у одговарајућој научној области**

Комисија оцењује да урађена докторска дисертација под насловом „**Финансијски систем и економски раст**“ представља резултат оригиналног научног рада кандидата Милке Грбић. Обрађена тема је актуелна, још увек недовољно истражена и значајна са становишта развоја теорије економског раста и креирања и вођења економске политике. Дефинисани предмет истраживања, постављени циљеви, истраживачке хипотезе, примењени научни методи и релевантни закључци иду у прилог констатацији Комисије да докторска дисертација кандидата Милке Грбић садржи све потребне елементе и представља резултат квалитетног научног и истраживачког рада.

У свом истраживању, кандидат Милка Грбић испољила је неопходну умешност у преиспитивању различитих димензија испитиваних проблемских подручја, примерену критичност и завидну способност закључивања. Докторска дисертација представља резултат самосталног и студиозног рада кандидата. Избор релевантне домаће и стране литературе примерен је предмету истраживања. Извршена је адекватна анализа теоријске и емпиријске грађе, што је довело до остваривања високог степена научне утемељености истраживања и логичног закључивања. Докторска дисертација је писана јасним, прегледним и научним стилем. Терминологија коришћена у раду је прецизна и указује на добро разумевање обрађене материје. На основу свега наведеног, Комисија констатује да докторска дисертација садржи све елементе оригиналног, самосталног и квалитетног научног и стручног истраживачког рада.

### 3.3. Преглед остварених резултата кандидата у научној области

Кандидат Милка Грбић је урадила и публиковала већи број научно валидних, теоријско-методолошки и апликативно релевантних радова из области која је предмет њеног научног и стручног интересовања. У позитивно резензираним радовима публикованим у часописима међународног значаја, чланцима објављеним у водећим часописима националног значаја, и рефератима саопштеним на научним, националним и међународним конференцијама, кандидат Милка Грбић се студиозно бавила анализом структуре и функционисања финансијског система, релевантим питањима везаним за економску политику, економски раст и развој. Највећи број радова кандидата су уско повезани са предметом истраживања у докторској дисертацији. Из већ наведеног списка радова (тачка 1.2. првог дела овог Извештаја) Комисија посебно издваја следеће радове:

1. Saša Obradović, **Milka Grbić**, (2015). **Causality Relationship between Financial Intermediation by Banks and Economic Growth: Evidence from Serbia**. *Prague Economic Papers*, 24(1), 60-72. (1210-0455), [COBISS.SR-ID 513391452]
2. Milena Jakšić, **Milka Grbić**, Srđan Đindić, (2013). **Financial System Transition in Serbia: The First Decade of The XXI Century**. *Actual Problems of Economics*, 12(150), 578-587. (ISSN 1993-6788), [COBISS.SR-ID 513281372]
3. Милена Јакшић, **Милка Грбић** (2013). **Реформа финансијског система – промене и достигнути ниво развоја**, У: Максимовић, Љ. (ур.), Марјановић, Г. (ур.), Обрадовић, С. (ур.). *Ефекти транзиције и перспективе привреде Србије*, Универзитет у Крагујевцу – Економски факултет, 127-148. (ISBN: 978-86-6091-038-9), [COBISS.SR-ID 513090396]
4. **Милка Грбић**, (2013). **Утицај структуре финансијског система на економски раст**. *Рачуноводство*, 57(5-6), 93-101. (ISSN 1450-6114), [COBISS.SR-ID 201424396]
5. **Милка Грбић**, (2013). **Финансијски развој као нужна претпоставка економског развоја**. *Рачуноводство*, 57(7-8), 92-101. (ISSN 1450-6114), [COBISS.SR-ID 203925772]
6. **Милка Грбић**, (2011). **Инвестициони фондови у функцији привредног развоја Србије**. У: Лековић, В. (ур.). *Институционалне помене као детерминанта привредног развоја Србије*, Универзитет у Крагујевцу – Економски факултет, 209 - 219. (ISBN: 978-86-6091-019-8), [COBISS.SR-ID 512755548]
7. **Милка Грбић**, (2010). **Улога тржишта капитала у привредном развоју Србије**. У: Лековић, В. (ур.). *Институционалне помене као детерминанта привредног развоја Србије*, Универзитет у Крагујевцу – Економски факултет, 354 - 366. (ISBN: 978-86-6091-002-0), [COBISS.SR-ID 512445788]

### 3.4. Оцена испуњености обима и квалитета у односу на пријављену тему

Комисија оцењује да докторска дисертација кандидата Милке Грбић, под насловом „**Финансијски систем и економски раст**“, у потпуности испуњава постављене захтеве у погледу садржаја, обима, квалитета и резултата рада у односу на тему која је пријављена и одобрена. Примењујући методологију и научне методе истраживања примерене друштвеним наукама, кандидат је адекватно изабрао литературу и одговорио на утврђени предмет истраживања. Анализирани проблеми су изложени у четири дела, логично повезана у кохерентну целину, са научно изведеним и аргументованим закључним разматрањима. Дисертација је, структурно и суштински, у потпуности усклађена са одобреном темом и предметом истраживања. Утврђени предмет, циљеви и научне хипотезе, који су одобрени за израду, усклађени су са циљевима спроведеног истраживања, тестираним хипотезама и примењеном методологијом.

### 3.5. Научни резултати докторске дисертације

Комисија сматра да је истраживање у докторској дисертацији кандидата Милке Грбић, под насловом „**Финансијски систем и економски раст**“, допринело сагледавању узрочно-последичне везе развоја финансијског система и детерминанти економског раста. Кључни научни резултати истраживања у докторској дисертацији су:

- Свеобухватна и аргументована анализа бројних улога које банке и тржиште хартија од вредности имају у финансијском систему.
- Прецизирање предности и ограничења тржишно и банкарски оријентисаних финансијских система у обављању основних функција остварено кроз приказ различитих теоријских приступа. Банке и тржиште хартија од вредности нису супститутивни већ комплементарни елементи финансијског система. Они врше мобилизацију и алокацију штедње, обављају надзор корпоративног управљања и управљају ризицима на различите начине и са различитим успехом.
- Идентификовање и теоријски и методолошки аргументовано разјашњавање фактора који утичу на развој и стабилност финансијског система. Успорен развој финансијског система или различит ниво његове развијености у истој фази економског развоја различитих земаља, резултат је утицаја бројних фактора. Имајући у виду хетерогену групу фактора акценат је стављен на: политичко и макроекономско окружење, финансијску репресију и либерализацију, правну и информациону инфраструктуру, финансијску регулативу и супервизију и структуру власништва финансијских институција.



- Прецизирање релевантних теоријских модела којима се разјашњава систем односа између развоја финансијског система и економског раста и указује на постојање бројних канала, односно, механизма њихове узрочно-последичне везе.
- Потврђена позитивна корелација између показатеља развијености финансијског посредовања банака и стопе економског раста на примеру Републике Србије. Порасту вредности показатеља величине, активности и ефикасности банкарског сектора одговара пораст стопе раста реалног БДП-а, и обрнуто, опадајућој перформансности банкарског сектора одговарају опадајуће стопе економског раста.
- Доказана каузална веза која иде из правца развијености финансијског посредовања банака ка стопи раста реалног бруто домаћег производа. Чињеница да је на основу кретања вредности показатеља величине, активности и ефикасности банкарског сектора могуће предвидети кретање стопе економског раста значи да развијен и ефикасан банкарски сектор представља важан предуслов за остваривање динамичне стопе економског раста. Примарни извори економског раста се налазе у реалном сектору, односно, факторима као што су: акумулација капитала, раст факторске продуктивности, иновативни производи, откриће природних ресурса или алтернативних начина коришћења постојећих ресурса. Добро функционисање банака и осталих елемената финансијског система омогућава да се на економски рационалан и ефикасан начин мобилишу и алоцирају слободна финансијска средства у циљу реализације продуктивних инвестиција.
- Прецизирање одговарајућих смерница за вођење економске политике у Републици Србији. Указано је на потребу конципирања мера које би омогућиле постепен и уравнотежен развој финансијског система уз очување финансијске стабилности. Креирање економске политике у циљу подстицања даљег развоја финансијског система представља потребан, али не и довољан услов за динамизирање стопе економског раста. Посматрано са аспекта дугог рока, да би дошло до унапређења стања у реалном сектору потребно је убрзати реформе. Дакле, политика развоја финансијског сектора мора бити усклађена са другим секторским политикама. То значи да је неопходно адекватно вођење макроекономске политике.

Наведени битни научни резултати дисертације, емпиријски верификовани на примеру међузависности развоја финансијског посредовања банака и стопе раста реалног бруто домаћег производа у Републици Србији, представљају основу за убрзање реформских процеса.

### 3.6. Применљивост и корисност резултата у теорији и пракси

Комисија сматра да утврђени научни резултати истраживања у докторској дисертацији кандидата Милке Грбић под насловом „**Финансијски систем и економски раст**“ имају релевантну теоријску и практичну корисност и применљивост, имајући у виду недовољну заступљеност ове проблематике у домаћој литератури.

Теоријска применљивост и корисност дисертације се огледа у проширивању теоријских знања из научне области макроекономија, посебно у домену теорије и анализе економског раста. Стављањем акцента на систем односа између развоја финансијског система и процеса економског раста обезбеђен је теоријски оквир за боље разумевање начина на које се штедња трансферише у инвестиције. Истакнут је значај ефикасног функционисања банака и тржишта хартија од вредности у подстицању раста бруто домаћег производа по глави становника као основног показатеља економског напретка једне земље. Истовремено, израдом докторске дисертације успостављен је чврст теоријско-методолошки основ за даља истраживања у области међузависности развоја финансијског система и економског раста.

Применљивост и корисност резултата дисертације у пракси произилази из оригиналног емпиријског истраживања спроведеног на примеру Републике Србије. Резултати до којих се дошло омогућили су дефинисање препорука за креаторе економске политике у погледу могућности које им стоје на располагању за усмеравање привреде на дугорочно одрживу путању економског раста. Резултати истраживања су битни и за регулаторна тела у Републици Србији која својим активностима и прописима треба да обезбеде услове за стабилност и несметано функционисање финансијског система. Значајан допринос дисертације, такође, огледа се у идентификовању бројних идеја као будућих праваца емпиријског истраживања.

### 3.7. Начин презентирања резултата научној јавности

Актуелност предмета истраживања у докторској дисертацији кандидата Милке Грбић под насловом „**Финансијски систем и економски раст**“, свеобухватност спроведених истраживања и анализа, као и резултати добијени кроз емпиријско истраживање представљају квалитетну основу за припрему научних радова. На тај начин, научна и стручна јавност ће бити упозната са релевантним закључцима и достигнућима истраживања. Радови ће бити публоковани у референтним научним и стручним домаћим и иностраним часописима или презентовани на научним скуповима, националног и међународног значаја. Очекује се да ће радови изазвати подстицај за дискусију, дубљу анализу различитих аспеката међузависности развоја финансијског система и економског раста.

## ЗАКЉУЧАК КОМИСИЈЕ

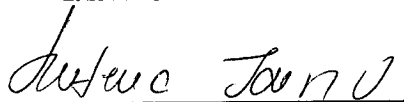
Комисија је једногласна у оцени да докторска дисертација кандидата **Милке Грбић** под насловом „**Финансијски систем и економски раст**“ испуњава све суштинске и формалне услове за јавну одбрану.

## ПРЕДЛОГ КОМИСИЈЕ

На основу изнетих констатација, анализе резултата и доприноса, као и изложене оцене и закључака о докторској дисертацији, Комисија предлаже Наставно-научном већу Економског факултета Универзитета у Крагујевцу, да прихвати Извештај о оцени докторске дисертације кандидата **Милке Грбић** под насловом „**Финансијски систем и економски раст**“ и одобри њену јавну одбрану.

У Крагујевцу, фебруар 2016. године

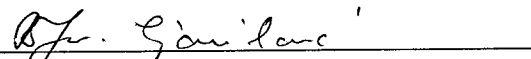
## ЧЛАНОВИ КОМИСИЈЕ

1. 

**Др Милена Јакшић**, ванредни професор Економског факултета Универзитета у Крагујевцу, уже научне области Општа економија и привредни развој и Финансије, финансијске институције и осигурање

2. 

**Др Мирослав Боршевић**, редовни професор Економског факултета Универзитета у Крагујевцу, ужа научна област Општа економија и привредни развој

3. 

**Др Биљана Јовановић Гавриловић**, редовни професор Економског факултета Универзитета у Београду, ужа научна област Економска политика и развој

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ  
У КРАГУЈЕВЦУ

ПРИМЉЕНО 09 FEB 2016			
Одс. јав.	Б р о ј	Панел	Сектор
	146/15-19		