

**УНИВЕРЗИТЕТ У БЕОГРАДУ**  
**ФАКУЛТЕТ ПОЛИТИЧКИХ НАУКА**

**НАСТАВНО – НАУЧНОМ ВЕЋУ**

Одлуком Наставно - научног већа Факултета политичких наука, са седнице одржане 16. јуна 2016. године, формирана је комисија за писање реферата о завршеној докторској дисертацији мр Радета Ракочевића, под насловом: „*Утицај свјетског тржишта капитала на тржиште капитала у Србији*“. Комисију чине:

1. Проф. др Иван Вујачић, ванредни професор, Универзитет у Београду – Економски факултет,
2. Проф. др Срђан Маринковић, редовни професор, Универзитет у Нишу – Економски факултет, и
3. Проф. др Бранко Васиљевић, редовни професор, Универзитет у Београду – Факултет политичких наука, ментор.

Комисија има част да Наставно – научном већу Факултета политичких наука поднесе следећи

**РЕФЕРАТ О ЗАВРШЕНОЈ ДОКТОРСКОЈ ДИСЕРТАЦИЈИ**

**1. Основни подаци о кандидату и дисертацији**

Докторанд мр Раде Ракочевић предао је докторску дисертацију под насловом: „*Утицај свјетског тржишта капитала на тржиште капитала у Србији*“.

### ***Биографија докторанда***

Докторанд Раде М. Ракочевић је рођен 9. јула 1971. године у Градачцу, Босна и Херцеговина. На Економском факултету у Београду је дипломирао 1994. године на смеру Финансије, банкарство и осигурање, са просечном оценом 9,07. Након завршетка основних студија, уписао је постдипломске студије на Економском факултету у Београду, смер Банкарски и финансијски менаџмент, где је магистрирао 2007. године са темом „Приватизација и развој финансијског тржишта у земљама Источне Европе“.

Поред наведених академских звања, докторанд од 1996. године поседује лиценцу брокера за трговање на финансијском тржишту у Републици Србији, а од 2001. године и лиценцу за обављање послова инвестиционог менаџера у Републици Српској. У 2002. години, мр Раде Ракочевић се налазио на студијском боравку на Њујоршкој берзи акција (New York Stock Exchange).

Мр Раде Ракочевић је пословну каријеру започео 1994. године у Кредибел банци а.д. Београд, где је радио на месту сарадника у сектору средстава до 1996. године. Од 1994. до 1996. године, био је запослен у брокерско-дилерској кући МВ Инвестментс а.д. Нови Сад, на месту заменика директора. У том периоду, он је активно учествовао у трговини свим хартијама од вредности којима се трговало на финансијском тржишту у Србији. У току 2000. године, активно је трговао фјучерс уговорима на „Coffee, Sugar & Cocoa Exchange“ из Чикага, Сједињене Америчке Државе, као и на Будимпештанској берзи акција.

У периоду од 2000. до 2007. године, мр Раде Ракочевић је оснивач и директор брокерско-дилерске куће „Сензал“ а.д. Београд, која је у том периоду константно била у самом врху по учешћу у оствареном промету и броју трансакција на Београдској берзи (Сензал а.д. је имао највеће учешће у укупном промету на Београдској берзи у 2002. и 2004. години). Докторанд је у том периоду сарађивао са великим бројем страних инвестиционих фондова који су представљали највеће портфолио инвеститоре на српском тржишту капитала („East Capital“, „Gustavia“, „Danske Capital“, „Auerbach Grayson“), са

мултинационалним компанијама који су инвестирали у српске компаније („Tarkett“, „Philip Morris“, „Carlsberg“, „Henkel“), док је Сензал заступао више од 40.000 малих акционара. У 2007. години, брокерско-дилерску кућу Сензал а.д., која је у том тренутку имала филијале у Босни и Херцеговини, Црној Гори и Македонији, преузела је белгијска брокерске кућа „KBC Securities“.

Од 2007. године до данас, докторанд је власник друштва за инвестирање „Сензал капитал“ д.о.о. Београд, које се бави инвестирањем на тржишта капитала у Србији, региону Западног Балкана и Сједињеним Америчким Државама. Поред тога, бави се улагањем приватног капитала у компаније из Србије из области информационих технологија, сектора услуга, као и у старт-ап компаније.

Мр Раде Ракочевић је члан Управног одбора Српске асоцијације менаџера, члан Управног одбора Београдске отворене школе и председник Српске асоцијације америчког фудбала.

Докторанд поседује активно знање енглеског и немачког језика.

### ***Објављени радови***

1. *Утицај страних инвеститора на српско тржиште акција*“, рад прихваћен за објављивање у часопису „Банкарство“ (M51). Докторанд је приложио потврду редакције овог часописа.

Мр Раде Ракочевић има објављене радове у следећим зборницима:

1. Barjaktarović Rakočević S., Žarkić Joksimović N., Rakočević R. (2005). *The new economy and the development of capital market – Case of Serbia, Challenges of the New Economy*, Ohrid, BJR Makedonija, str. 177 – 189, UDK 336.7, COBISS.SR-ID 513035674.
2. Barjaktarović Rakočević S., Rakočević R. (2005). *Take-over bid – experience and difficulties on Serbian capital market*, 24. Mednarodne konference o razvoju organizacijskih znanosti, Portorož, Slovenija.
3. Barjaktarović S., Rakočević R. (2004). *Role of the management in privatization of enterprises and stock market development: case of Serbia*, SAM/IFSAM VIIth World Congress, Management in a world of deversity and change, 5-7 July, Geteborg, Švedska.

4. Barjaktarović S., Rakočević R. (2003). *Development in capital markets in Serbia*, 22. Znanstvena konferenca o razvoju organizacijskih ved, Portorož, Slovenija.
5. Rakočević R., Barjaktarović S. (2002). *Berzanski posrednici u Srbiji – trenutno stanje i perspektive*, VII Međunarodni simpozijum „Menadžment u novom okruženju“, SYMORG, Zlatibor, str. 607 – 6011, UDK 336.7, COBISS.SR-ID 515465370.
6. Barjaktarović, S., Milošević, N., Rakočević, R.: *Behavioral finance and investment decisions*, 2014, str. 576 – 583, UDK 336.7, COBISS. SR-ID 515465370.

У објављеним радовима, докторанд истражује поједине аспекте функционисања финансијског тржишта, посебно тржишта капитала, и улоге основних актера на тим тржиштима.

#### ***Основни подаци о дисертацији***

Пријаву докторске дисертације под насловом: „*Утицај свјетског тржишта капитала на транзицију тржишта капитала у Србији*“ мр Радета Ракочевића, на основу реферата Комисије о квалификованости кандидата и подобности предложене теме за докторску дисертацију, који је Политиколошком одељењу Факултета политичких наука поднет 30. 06. 2011. године, усвојило је Наставно-научно веће Факултета политичких наука на 14. седници, одржаној 14. јула 2011. године. Веће научних области правно-економских наука Универзитета у Београду, на седници одржаној 18. 10. 2011. године, наложило је да Комисија прецизира предложени наслов докторске дисертације. Наставно-научно веће Факултета политичких наука је на 16. седници, одржаној 22. децембра 2011. године, прихватило предлог Комисије и донело одлуку да измењен наслов докторске дисертације мр Радета Ракочевића гласи: „*Утицај свјетског тржишта капитала на тржиште капитала у Србији*“. Веће научних области правно – економских наука Универзитета у Београду дало је сагласност на измењени наслов докторске дисертације на седници одржаној 21. 02. 2012. године.

Докторска дисертација кандидата Рада Ракочевића под називом *“Утицај свјетског тржишта капитала на тржиште капитала у Србији”* обима је 418 страница стандардног текста, а садржи и 3 странице прилога, 295 библиографских јединица у списку литературе, као и 160 Интернет извора.

Докторска дисертација урађена сагласно Упутству за формирање репозиторијума докторских дисертација, које је донео Сенат Универзитета у Београду 14. 12. 2011. године.

## **2. Предмет и циљ дисертације**

Предмет докторске дисертације *„Утицај свјетског тржишта капитала на тржиште капитала у Србији“* мр Радета Ракочевића је интеракција светског тржишта капитала и тржишта капитала у Србији у којој се открива тенденцијски утицај доминантног тржишта на периферно тржиште капитала. Тржиште капитала представља најважнији део финансијског тржишта сваке земље, поготово најразвијенијих држава, али његов значај је велики и у земљама у развоју, посебно у државама централне и источне Европе, које су прошле пут транзиције из централно-планске у тржишну економију.

Комбиновано деловање системских фактора који су пратили процесе транзиције у Србији и трансмисионих канала кроз које је вршен утицај светског тржишта капитала, допринели су конфигурисању савременог тржишта капитала у Србији. Оно има облик тзв. *„граничног тржишта“*, са релативно ниским нивоом развитка финансијске активе и недовољном тржишном капитализацијом, као и са недовољно развијеним регулаторним оквиром.

Као такво, тржиште капитала у Србији имало је потенцијал како за интерно генерисање кризних појава (*„шпекулативних балона“*, инсајдерске трговине и злоупотреба), тако и за преношење импулса кризе светског тржишта капитала. У ширем оквиру, кретања на тржишту капитала Србије условљена су и

регионалним импулсима кретања капитала, како у непосредном окружењу, тако и у оквиру интеграције финансијског тржишта Европске уније.

Теоријска анализа утврђује да ли су периферна тржишта капитала објективно упућена на процес сарадње са светским тржиштем, услед деловања географских и економских фактора и као израз развојних потреба периферних тржишта капитала. С друге стране, анализа указује на то колико су периферна тржишта значајна светском тржишту у процесу његове експанзије, као и колико је тај интерес економски и географски условљен, а колико су у њему присутни, или доминантни и политички интереси економски најразвијенијих држава.

Предмет истраживања обухвата теоријску анализу процеса кретања на светском финансијском тржишту, утицај ових процеса на периферне земље са неразвијеним тржиштем капитала, ако и економске, регулаторне и политичке механизме сарадње и принуде на транзицију периферних тржишта капитала у функцији регионално интегрисаних тржишта и светског тржишта капитала. Посебно се стражују канали трансмисије процеса на светском тржишту капитала на развој тржишта капитала Србије.

Истраживање трансмисионих механизма представља анализу токова капитала којима се реализује инвестирање и утиче на развој тржишта капитала Србије, као и начине преношење тржишних флуктуација (криза) и могућности одбране од таквог кретања које стоје на располагању тржишту капитала у Србији.

Анализа глобалне финансијске кризе, посебно у епицентру формирања, на финансијском тржишту Сједињених Америчких Држава и њеног преношења кроз простор светског тржишта капитала, показује да је тржиште сплет међусобне повезаности инвеститора, институција и регулаторних органа, у коме је лако активирати механизам инвестиционог неповерења и у коме у крајњој линији највише губе најмање развијена тржишта и њихова маса недовољно едукованих инвеститора. У случају Србије, криза се испољила као регионална (балканска) и криза домаћег тржишта капитала.

Истраживање узрока формирања балканског берзанског „балона“ и његовог синхронизованог прскања представља битан део разумевања понашања српског тржишта капитала пре, за време и после глобалне финансијске кризе.

Светско тржиште капитала имало је доминантан утицај на почетну транзицију српског тржишта капитала, наравно уз узимање у обзир чињенице да је тај утицај био мотивисан профитним (али и политичким) мотивима светских актера. У периоду финансијске кризе, која је по свом трајању превазишла временски период почетне транзиције домаћег тржишта капитала, утицај светског тржишта капитала такође је био изразит, али дубини кризе домаћег тржишта капитала изразитије је допринео пад поверења домаћих инвеститора. О томе говоре битни параметри актуелног развитка тржишта капитала у Србији. Изузетно значајна улога страних портфолио инвеститора, као најважнијих берзанских учесника на домаћем тржишту капитала, посебно је анализирана са становишта њихове двоструке улоге, као кључних учесника у фази раста берзанског промета и цена, али и као главних иницијатора силазног берзанског тренда и колапса Београдске берзе. Међутим, ма колико је утицај токова капитала са светског тржишта и регионалног окружења био противречан у процесу приватизације и развитка тржишта капитала у Србији, незнатна понуда финансијских инструмената, недовољна акумулација домаће привреде, процес приватизације који није погодовао развитку тржишта капитала и недовољно поверење домаћих улагача, као и склоност ка кризама које је домаће тржиште испољило услед његове недовољне економске дубине, манипулативних могућности и недовољне регулативе, указују да би домаће тржиште капитала било погођено кризом и да није било утицаја кризе светског финансијског тржишта. Ова криза је продубила противречности домаћег тржишта и учинила га тржиштем које је претрпело једну од навећих флуктуација активности у периоду на који се односи истраживање у овој докторској дисертацији.

Циљ дисертације јесте идентификовање узрока који су довели до формирања тржишта капитала у Србији и имали кључни утицај на његов развој у периоду 2000 – 2015. године. Посебан акценат стављен је на дефинисање утицаја глобалног тржишта капитала и развој како примарног, тако и секундарног тржишта капитала, као својеврсног индикатора, „барометра“ развитка не само тржишта капитала, него и привреде уопште. Тржиште капитала у Србији развило се у периоду повећане глобалне ликвидности и под великим утицајем

глобалних фактора спроведене су реформе регулативе, институција и својинских односа. Један од циљева ове докторске дисертације јесте и дефинисање узрока драстичног пада српског тржишта капитала и анализа фактора који су довели до његове стагнације после завршетка глобалне финансијске кризе. Преко анализе свих наведених фактора, докторанд изводи закључке о корацима које треба предузети како би се омогућио опоравак и даљи развој српског тржишта капитала и како би оно било у стању да издржи будуће екстерно и интерно генерисане кризе.

Зато је истраживање у докторској дисертацији докторанда, мр Радета Ракочевића, значајно како на теоријском нивоу анализе канала трансмисије утицаја светског на домаће тржиште капитала, а посебно кризних импулса и могуће резистентности домаћег финансијског система, тако и у практичном смислу, као могућност формулисања препорука домаћој економској политици. Ове препоруке би требало пре свега да имају у виду интегритет домаћег тржишта капитала у условима изградње отворене тржишне привреде. То је нарочито важно у контексту стицања чланства Европској унији, односно у њеном јединственом финансијском тржишту, тако и у Светској трговинској организацији, које подразумева и либерализацију домаћег тржишта капитала.

Истраживање докторанда представља разраду оригиналне идеје, која није формулисана ни истраживана у домаћој теоријској литератури. Истраживање садржи и друштвену компоненту, с обзиром да процес развоја тржишта капитала претпоставља и даље промене и у економским и у друштвеним односима. Оно представља како допринос економској теорији, тако и теорији економске политике.

### **3. Основне хипотезе од којих се пошло у истраживању**

Кључна хипотеза ове дисертације, која је била предмет истраживања, односи се на доказивање постојања утицаја светског тржишта капитала на формирање, раст и развој тржишта капитала у Србији у периоду од 2000-2007. године, које је довело до појаве берзанског „балона“ на домаћем тржишту



капитала. Посебно је обрађен утицај глобалне финансијске кризе на српско тржиште капитала, које је у условима драстичног пада цена акција на берзама широм света и повлачења страних инвеститора са Београдске берзе, као јединог организованог тржишта капитала у Србији, довело до краха Београдске берзе у 2008-2009. години. Пад берзанских цена и промета у нашој земљи био је међу највећим падовима у свету током светске финансијске кризе, због велике зависности од активности страних инвеститора на нашем тржишту, али и доминатног пада поверења домаћих инвеститора. Последице пуцања берзанског „балона“ на српском тржишту акција и даље се осећају кроз стагнацију берзанских цена и промета и чињеницу да још увек није завршена транзиција српског финансијског тржишта и самог тржишта капитала.

Прва хипотеза која је доказивана у овој дисертацији се односи на чињеницу да је српско тржиште капитала настало и развијало се у условима глобалног раста ликвидности и берзанских цена, које су довеле до формирања балона на најразвијенијим тржиштима капитала у свету.

Са политичким променама које су се десиле у Србији 2000. године, почео је и процес реформи у области својинских односа, са доношењем новог Закона о приватизацији 2001. године, као и Закона о регулисању јавног дуга Савезне Републике Југославије по основу старе девизне штедње грађана из 2002. године. Доношење ових законских прописа, као и Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената 2002. године, омогућило је убрзан развој финансијског тржишта у Србији, а посебно тржишта капитала. Тржиште акција је усмерено на Београдску берзу, као једино организовано тржиште капитала у Србији, док се обвезницама старе девизне штедње могло трговати како на берзи, тако и ванберзански. Убрзо са почецима трговине акцијама на Београдској берзи 2001. године, као инвеститори су се појавили и страни улагачи, пре свега из Словеније (физичка лица, инвестициони фондови и брокерске куће), али већ наредне године на српско тржиште капитала долазе инвестициони фондови из Шведске и Финске. После њих, у акције српских компанија почињу да инвестирају и инвестициони фондови из Естоније и Литваније, као и амерички инвестициони фондови.

Основни разлог за масовну појаву страних инвеститора на једном тржишту у настајању, какво је у том периоду било српског тржишта капитала, је велики раст глобалне ликвидности, који је био изазван ниским каматним стопама у најразвијенијим земљама. Од берзанске кризе из 2000. године, коју је изазвало пуцање „балона“ цена интернет компанија у Сједињеним Америчким Државама, каматне стопе Федералних Резерви су пале на 1% у јуну 2003. године, што је натерало инвеститоре да повуку инвестиције из дужничких хартија од вредности и почну агресивније да улажу на тржишту акција (слична ситуација је била и у Европи и Азији). У таквим околностима, све више инвеститора се окретало растућем тржишту хипотекарних кредита у Сједињеним Америчким Државама, које је доносило велике профитне стопе, али се појавио се и слободни капитал, пре свега из Скандинавије, који је био спреман да инвестира на тржиштима акција у транзиционим земљама Централне и Источне Европе. Позитивна искуства које су ови инвеститори имали на берзама у Балтику, као и у Бугарској, Румунији, Словенији, Хрватској, дао им је импулс за улагања на берзе у Србији и земљама Западног Балкана.

Друга хипотеза које је доказивана у овом истраживању указује на чињеницу да је раст берзанских цена и промета на Београдској берзи у периоду од 2003. до 2007. године у највећој мери био генерисан иностраном тражњом, а не тражњом домаћих инвеститора. Домаћа физичка лица су у том периоду углавном била на страних продајае, пошто су у највећој мери продавали бесплатно стечене акције из процеса приватизације, док као инвеститори нису имали довољно знања и искуства и тек су у 2006. години почели да активније инвестирају у српске акције. У прилог овој хипотези иде и податак о висини учешћа страних инвеститора у укупном промету акцијама на Београдској берзи, који се рачуна тек од 2005. године, које је било преко 52% у 2005. години и 54% у 2006. години (учешће страних инвеститора у куповини акција је сигурно још значајније у том периоду, пошто су ти инвеститори углавном били на страни куповине, а домаћа физичка лица на страни продаје).

Такође, домаћи институционални инвеститори (инвестициони и пензиони фондови) су почели са радом тек у 2007. години, тако да та група најважнијих локалних инвеститора на транзиционим тржиштима, није учествовала у формирању берзанског „балона“ на Београдској берзи, који је довео до раста вредности индекса BELEX15 за три пута у периоду од јуна 2006. године до маја 2007. године.

Трећа хипотеза доводи у међусобну зависност пад берзанских цена и промета на Београдској берзи са кретањима на глобалном тржишту капитала. Дрastiчан пад цена на најразвијенијим светским тржиштима, као последица колапса хипотекарног тржишта у Сједињеним Америчким Државама и банкротства великих инвестиционих банака Бер Штернс и Лиман Брадерс, довели су до панике међу инвеститорима широм света. У тим околностима, инвеститори који су улагали у инвестиционе фондове, који су инвестирали на тржиштима акција у земљама Балкана и Централне Европе, почели су да продају своје уделе, што је изазвало притисак на ликвидност ових фондова. Они су били присиљени да, под тим притиском, брзо распродају своја инвестиције на свим тим тржиштима (што је укључивало и Србију), како би одговорили на захтеве својих локалних инвеститора за повлачењем капитала. У околностима ниске ликвидности на Београдској берзи и неповољне географске структуре великих инвеститора, који су у потпуности били из иностранства, појавио се празан простор на страни тражње, док се понуда акција драстично повећала, што је довело до пада берзанских цена.

У четвртој хипотези се доказује став да је криза тржишта капитала, посебно тржишта акција у Србији, била оштрија него на тржиштима капитала у развијеним земљама. Међу десет тржишта акција са највећим падом у 2008. години, шест земаља припада бившим социјалистичким земљама Источне Европе (Србија, Бугарска, Украјина, Литванија, Румунија, Словенија), а ниједна земља из тог региона није поштеђена. Ради се о сличном концепту транзиције, који је укључивао брзу приватизацију, интернационализацију банкарског сектора и отварање економије иностраном капиталу, као и неразвијено тржиште капитала на коме су доминирали страни инвеститори. У случају простора Балкана, може се

говорити о формирању балканског берзанског „балона“, будући да су сва тржишта акција имала сличан сценарио развоја и високих стопа раста берзанских цена и промета у периоду пре појаве глобалне финансијске кризе, као и присуство истих иностраних инвестиционих фондова на овим тржиштима.

У случају Србије, стопе раста берзанских цена у периоду од увођења континуираног берзанског трговања у октобру 2004. године до маја 2007. године, биле су изузетно високе, посебно код најликвиднијих компанија које су имале веће промете. Вредновања компанија према уобичајеним берзанским параметрима као што су однос цене акција и добити по акцији, или цене акције и укупних прихода по акцији, у случају српских компанија су достигле веома високе вредности, које те компаније нису могле да остваре у условима растуће конкуренције на страном, али и на домаћем тржишту, где су се појавиле бројне мултинационалне компаније. Нереалан раст берзанских цена, уз вишегодишњу политичку нестабилност, довео је у мају 2007. године до почетка берзанске кризе у Србији, која се веома брзо претворила у колапс берзанске трговине, о чему говори податак да је у року од 22 месеца, до марта 2009. године, главни индекс Београдске берзе BELEX15 изгубио укупно 89,6%. Дубини берзанске кризе у Србији су допринели страни инвеститори својим паничним продајама у току 2008. године, али су главни узроци настанка те кризе, берзански „балон“ формиран у претходних неколико година, недостатак домаћих институционалних инвеститора, као и политичка нестабилност.

Пета хипотеза која је доказана у овој дисертацији, односи се чињеницу да транзиција тржишта капитала у Србији још увек није завршена, иако је прошло више од петнаест година од њеног почетка, односно од новог почетка функционисања тржишта капитала, посебно тржишта акција у 2001. години. Иако су сада са регулаторног и институционалног аспекта, у Србији испуњени сви услови које захтева постојање и функционисање једног развијеног тржишта капитала, да би се транзиција српског тржишта капитала сматрала завршеном неопходно је да се поново успостави поверење у тржиште капитала у Србији, како од стране домаћих и страних инвеститора, тако и од стране компанија које се налазе на листингу Београдске берзе, као и оних које би требало у будућности да

ураде иницијалну понуду капитала. Све фазе кроз које је прошло српско тржиште капитала: убрзани развој, колапс берзанског тржишта акција и фаза стагнације у којој се налази већ шест година, оставиле су последице на његову транзицију. У условима све веће глобализације тржишта капитала, свако одлагање или успоравање прикључења том процесу оставља последице које се тешко могу исправити. Регионално повезивање берзи (које је већ отпочело кроз пројекат SEE-Link), јачање корпоративне културе листираних компанија, поштовање права мањинских акционара, спровођење иницијалних јавних понуда, јачање едукативне улоге Београдске берзе, већа медијска присутност, активнија улога домаћих институционалних инвеститора на тржишту акција (већ дужи временски период и у све већем обиму, ови инвеститори улажу на инострана тржишта или на тржиште новца), све ово представља веома битне ставке у будућем развоју српског тржишта капитала. Будући да транзиција српског друштва и економије такође није завршена, и даље је веома важна улога коју државни органи могу да одиграју у даљем развоју тржишта капитала, пре свега кроз одвијање процеса приватизације јавних компанија путем иницијалних јавних понуда или кроз листирање на Београдској берзи. Свака од напред наведених активности представља веома битан фактор у даљем развоју српског тржишта капитала, које је сада на свом новом почетку.

#### **4. Кратак опис садржаја дисертације**

У *уводу* дисертације означени су основни аспекти предмета и циљева истраживања и дате напомене о значају и очекиваним резултатима истраживања. Структура докторске дисертације је прилагођена предмету и циљевима истраживања и постављеним хипотезама. Осим уводних и закључних разматрања, ова дисертација је систематизирана у пет поглавља.

У првом поглављу, анализирана је интеракција између глобалног тржишта капитала и тржишта капитала у земљама у развоју. У оквиру економског система једне земље, постоје три основна тржишта: тржиште производа и услуга, тржиште фактора (радна снага, капитала, земља) и финансијско тржиште. Сва ова тржишта

су узајамно веома повезана и чине јединствен систем. Посебно су представљене најважније функције финансијског тржишта: трансферна функција, функција ликвидности, функција одређивања цене, функција смањења трансакционих трошкова и информативна функција. Такође су представљене поделе финансијског тржишта према различитим критеријумима: према природи права, редоследу емисија хартија од вредности, рока доспећа финансијских инструмената и географски аспект.

Приказано је актуелно стање делова глобалног финансијског тржишта (девизно тржиште, тржиште инвестиционих и пензионих фондова, тржиште осигурања, тржиште капитала (акције и дугорочне обвезнице) као и дериватно тржиште). Анализиране су основне карактеристике, величина и учесници на сваком од тих делова глобалног тржишта.

Посебно је представљено финансијско тржиште у Србији, са анализом његове структуре (банкарски систем, осигуравајуће компанија, лизинг компаније, пензиони фондови, инвестициони фондови, берза, брокерско-дилерске куће, кастоди банке, као и девизно тржиште). Ова анализа је урађена за четири временске серије (2003., 2007., 2011. и 2015. година), како би се упоредила промена величина сегмената финансијског тржишта у току тог периода, као и међусобне релације, са јасним закључком о изразито банкоцентричном карактеру српског финансијског система.

Представљене су и карактеристике актуелног глобалног финансијског система, у светлу доминантне неолибералистичке доктрине, која у својој основи има процес глобализације у свим сегментима, а посебно у финансијском и монетарном систему (поређење разлика између споразума из Бретон-Вудса и актуелног стања објашњава ефекте либерализације тих система).

У овом поглављу, детаљно су објашњене и карактеристике привреда у земљама у развоју, као и карактеристике финансијских тржишта у тим земљама. Представљени су и посебни финансијски инструменти који прате тржишта капитала у земљама у развоју, као и гранична тржишта капитала у свету.

Основно трансмисиони канали којим се преноси утицај светског тржишта капитала на тржишта капитала у земљама у развоју, представљени су

појединачно. Приватизација као трансфер власништва са државне или друштвене својине у приватну својину, представља један од најважнијих трансмисионих канала и посебно је представљен у овом поглављу, као и њене основне карактеристике, разлози за и против приватизације, као и основни модели приватизације. Портфолио инвестиције представљају веома динамичан канал утицаја глобалног тржишта капитала и представљене су карактеристике и значај ових инвестиција. Реформа регулаторних услова је једна од последица глобализације финансијских тржишта, и успостављање глобално прихваћених правила и норми, чини процесе приватизације и кретање портфолио инвеститора једноставнијим и сигурнијим. При томе, заштита права мањинских акционара, унапређење корпоративне културе (наведени су ОЕДС принципи корпоративног управљања), обавеза редовног извештавања, политика дивиденди, представљају цивилизацијску тековину чија је примена у земљама у развоју изузетно битна и неопходна. Представљене су и кључне међународне финансијске институције, које са локалним надлежним органима, заједно сарађују на успостављању тих принципа. Кризни елементи, као последица утицаја глобалног тржишта капитала, представљају веома битан фактор који се мора узети у обзир у сагледавању позитивних, али и негативних ефекара овог утицаја.

Друго поглавље ове дисертације се односи на транзицију тржишта капитала у Србији и анализира период од 2000-2007. године, који обухвата фазу његовог развоја и велике експанзије. Представљени су карактеристике Београдске берзе у периоду од њеног оснивања 1894. године до периода после Другог светског рата, када је престала са постојањем. Период њене обнове која се десила 1989. до 2000. године, карактерисали су постојање тржишта краткорочним дужничким хартијама од вредности и развијено тржишта новца, док је тржиште капитала било заступљено са свега неколико акција којима се трговало спорадично. Период од 2000. године, која представља годину коју обележиле значајне политичке промене у Србији, представљен је детаљно, са анализом системских фактора који су утицали на развој тржишта капитала у Србији (одабрани модел приватизације, реформа банкарског система и његова интернационализација, либерализација економских односа са иностранством,

стране директне инвестиције као један од главних покретача привредних активности у земљи), као и фактора везаних за само функционисање тржишта капитала (ниска ликвидност на тржишту акција, слабо учешће домаћих инвеститора, ниска корпоративна култура листираних компанија, превелико мешање државе, манипулације тржиштем и инсајдерска трговина, информациона асиметрија, угрожавање права мањинских акционара, кашњење у доношењу законских прописа, кашњење у променама у берзанским правилима).

Посебан акценат је стављен на карактеристике процеса приватизације, који је имао кључну улогу у развоју тржишта капитала, будући да је промет акцијама акционарских друштава могао да се одвија искључиво преко Београдске берзе. Ова одредба се односила и на пословне банке, иако нису биле предмет приватизације (у смислу бесплатне поделе акција), што је додатно повећало тржишну капитализацију, промет и атрактивност Београдске берзе за инвеститоре. Реформа банкарског сектора је детаљно обрађена, због изузетног значаја банкарског сектора на српско финансијског тржиште, због изразито банкоцентричног карактера (више од 92% укупне aktive на српском финансијском тржишту чини банкарска актива). Такође, посебно је обрађено стање нивоа заштите мањинских акционара у Србији, која се на светској ранг листи коју је објавио Светски Економски Форум, по том критеријуму налази на 138-ом месту.

У периоду од поновних почетака трговина акцијама у 2001. години до годишњег промета од 1,8 милијарди евра, са тржишном капитализацијом од 16 милијарди евра и преко 2.000 листираних компанија, одвијала се и реформа регулативе, институција и својинских односа, под значајним утицајем светског тржишта капитала, пре свега Светске банке и Међународног монетарног фонда.

Реформа регулативе се одвијала путем доношења нових реформских Закона, пре свих Закона о приватизацији из 2001. године, затим Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената из 2002. године (којим су дефинисане, између осталог, и принципи давања понуда за преузимање акција), Закон о банкама и другим финансијским институцијама из 2003. године, Закон о привредним друштвима из 2004. године, Закон о пензионим фондовима из 2005.



године, као и Закон о инвестиционим фондовима из 2006. године. У доношењу ових законских прописа, веома битну улогу су имале међународне финансијске институције попут Светске банке и Међународног монетарног фонда, које су предлагале одредбе које су већ биле присутне у другим транзиционим земљама.

Реформа институција је била усмерена на дефинисање нових законских оквира за Комисију за хартије од вредности и Београдску берзу, као и на формирање нових институције попут Акцијског фонда, Централног регистра хартија од вредности, клириншких кућа, маркет мејкера, инвестиционих саветника.

Реформа својинских односа се одвијала кроз примену Закона о приватизацији и спровођења његових одредби, које и поред доста унапређења, нису омогућили потпуно спровођење овог процеса.

Утицај глобалног тржишта капитала на домаће тржиште капитала се одвијао кроз више аспеката: учешће страних инвеститора, утицај на квалитет регулативе, јачање корпоративне културе листираних компанија, јачање финансијског сектора, док су трансмисиони канали тог утицаја, иако идентични као код других тржишта у развоју, имали јачи интензитет: стране директне инвестиције, стране портфолио инвестиције, утицај на кретање девизног курса и каматних стопа, раст међународних кредита).

Треће поглавље анализира узроке и манифестације светских финансијских криза. Кроз анализу врста и карактеристика финансијских криза, дају се њихове основе карактеристике. У истраживању се наводе бројни аутори који су се бавили овом темом, са посебним акцентом на узроке појава криза и њен циклични карактер, који се могу препознати од најраније регистрованих криза у Холандији („Tulipmania“) до данашњих дана. Посебно су анализиране финансијске кризе које су имале глобални ефекат, попут Велике депресије из 1929. године, криза из 1987. године, Азијска криза из 1997. године, Руска финансијска криза из 1998. године, као и пуцање интернет „балона“ из 2000-2001. години у Сједињеним Америчким Државама.

Светска финансијска криза из 2008. године, представља предмет истраживања у овом поглављу, са посебним акцентом на дефинисању узрока који

су довели до појаве „балона“ на хипотекарном тржишту, као и до његовог пуцања. Издвојени су најважнији узроци појаве „балона“: ниске каматне стопе у Сједињеним Америчким Државама од 2003. године; висок ниво ликвидности на најразвијенијим светским тржиштима; стимулисање одобравања хипотекарних кредита клијентима са ниским кредитним рејтингом; раст цена некретнина у Сједињеним Америчким Државама, који је подстицао инвестирање у некретнине ради профита; поновно одобрење инвестиционим банкама да могу да се баве класичним банкарским пословима (доношењем Грем-Лич-Билиј Закона); грамзивост хипотекарних институција; морални хазард рејтнинг агенција; слаб надзор над пословањем инвестиционих банака. Сви ови фактори су довели до појаве балона на хипотекарном тржишту другоразредних кредита, који се путем секјуритизације проширио и на осигуравајуће компаније, комерцијалне банке, инвестиционе и хед фондове из Сједињених Америчких Држава, али и из развијених земаља Западне Европе и Азије.

Са секјуритизацијом је дошло до мултипликовања хипотекарних деривата, који су у својој основи имали све ризичније хипотекарне кредите, који су одобрани уз минималну кредитну документацију и без квалитетних гаранција, а укупна величина хипотекарног тржишта се мерила у билионима долара (достигао је висину годишњег бруто друштвеног производа Сједињених Америчких Држава). Са почетком проблема у наплати хипотекарних рата, а убрзо и кредита, почињу да се јављају проблеми у наплати хипотекарних хартија од вредности, пре свега хипотекарних деривата. То је праћено растом каматних стопа, као и откривањем преварних радњи од стране инвестиционих банака, које су прикривале обим активности на хипотекарног тржишту, који су обављали у своје име и за свој рачун. Цене акција на Њујоршкој берзи акција почињу да падају, да би после колапса банке Бер Штернс у марту 2008. године, почео талас банкротства хипотекарних финансијских институција, који је кулминирао колапсом инвестиционе банке Леман Брадерс у октобру 2008. године, које је са укупним износом од 691 милијарди долара, представља највеће банкротство у светској историји.

Последице по финансијско тржиште Сједињених Америчких Држава су биле огромне, губитак је процењен на износ од 120.000 долара по сваком америчком домаћинству, односно између 6-16 билиона долара, док је индекс Њујоршке берзе акција изгубио више од 50% своје вредности. Сличан сценарио се поновио по целом свету, уз губитке на најразвијенијим светским тржиштима акција од 48-72% у 2007-2008. години. Поред тога, светска финансијска криза је довела до глобалног пада бруто друштвеног производа, пада извоза и висине страних директних инвестиција на глобалном нивоу, повећања буџетских дефицита и раста задужења, глобалне кризе у банкарском сектору, пада цена некретнина и раста стопе незапослености.

Регулаторни одговор надлежних институција у развијеним земљама је представљен веома детаљно, са акцентом на активностима Федералних Резерви Сједињених Америчких Држава (TARP план у висини од 787 милијарди долара државне помоћи), као и Европске централне банке, централних банака Енглеске и Кине у санирању последица глобалне финансијске кризе. Истакнут је значај координисане активности монетарних власти у најразвијенијим земљама, кроз синхронизовано смањивање висине каматних стопа, да идејом избегавања уласка у глобалну рецесију.

Четврто поглавље је посвећено утицају светске финансијске кризе на Србију, са анализом утицаја на макроекономске параметре у Србији, као и детаљном анализом кретања на српском тржишту акција од 2007-2015. године. Анализирани су утицаји глобалне финансијске кризе на основне макроекономске показатеље у Србији, и то поређењем у различитим временским серијама у распону од 2001-2015. године, као и у односу према земљама бивше СФР Југославије и земаља из окружења (Мађарска, Румунија, Бугарска, Албанија). Предмет анализе су били кретања висине бруто друштвеног производа, страних директних инвестиција, висине буџетског дефицита и спољњег дуга, стопе незапослености, извоз, кретања цена некретнина, као и криза банкарског сектора. Резултати које је остварила српска привреда су били скромни или кратког даха, остављајући велики простор за инвестиције који нису могли да покрију стране

директне инвестиције, док је раст спољнот дуга коришћен за санирање последица кризе.

Анализа банкарског сектора је веома представљена у овом поглављу, са фокусом на експанзију банкарског сектора од 2003. године, када су стране банке почеле са масовним уласком на српског тржиште, и реакцијом на појаву финансијске кризе, која је прво погодила иностране банке у њиховим матичним земљама.

Као одговор на кризу банкарског сектора, наведене су предузете активности од стране Народне банке Србије и Министарства финансија Републике Србије, за ублажавање последица глобалне кризе (пре свега, корекције референтних каматних стопа, гарантовање штедње грађана до висине од 50.000 евра, уз обезбеђену помоћ у висини од 1,1 милијарди евра). Значајан део је посвећен Бечкој иницијативи, коју су иницирале међународне финансијске институције и на којој је постигнут договор да стране банке неће повлачити одобрене кредите банкама-ћеркама у земљама Источне Европе и Западног Балкана, чиме је додатно ојачана стабилност банкарског сектора, која је у Србији била на завидном нивоу.

Анализа реакције српског тржишта капитала је обрађена веома детаљно, са прегледом кретања свих релевантних берзанских показатеља у периоду од 2001-2016. године, са акцентом на период од 2007-2010. године. Обрађени су кретање висине берзанског промета, берзанских индекса, тржишне капитализације, број листираних компанија, анализа чланова Београдске берзе, показатеља учешћа страних инвеститора у укупном промету, коефицијент очекивања учесника на тржишту капитала, као и активности домаћих инвестиционих и пензионих фондова.

Објашњени су узроци који су довели до формирања берзанског „балона“ у Србији, као и кључни фактори који су довели до његовог пуцања и катастрофалних последица које је то оставило на Београдску берзу. Посебан акценат је стављен на понашање страних инвеститора, који су веома детаљно обрађени, и који су имали кључну улогу у фази раста, али и у фази берзанског краха. Прецизно су дефинисани параметри који објашњавају слабости српског

тржишта капитала, пре свега утицај страних и домаћих улагача на кретања на Београдској берзи, као и регулаторни и организациони проблеми везани за методе берзанске трговине акцијама и листирање компанија на берзи. Идентификовани су и ванберзански разлози за колапс цена на Београдској берзи, везани за политичке факторе, као и активности домаћих институционалних инвеститора у периоду кризе.

Обрађени су подаци о кретању берзанских индекса у реперним земљама, као и поређење са релевантним MSCI индексом, који је главни показатељ за тржишта капитала у земљама у развоју. Потврђено је да постоји синхронизованост у кретањима берзанских индекса у периоду пре, за време и после глобалне финансијске кризе, са одређеним одступањима у одређеним тржиштима капитала (Мађарска као најразвијеније тржиште), што потврђује да се може говорити о балканској берзанској кризи. Такође, кретање показатеља учешћа страних инвеститора у промету акцијама на Београдској берзи, како на страни куповине, тако и на страни продаје, потврдило је кључну улогу ових инвеститора у периоду кризе.

Регулаторна реакција српског тржишта капитала на глобалну финансијску кризу је обрађена путем анализе активности Комисије за хартије од вредности и Београдске берзе. Посебно је обрађен случај Агробанке а.д. Београд, која је отишла у стечај 2012. године, и чија је санација, заједно са још три домаће банке, коштала Републику Србију најмање 550 милиона евра (1,75% бруто друштвеног производа Србије, према Међународном монетарног фонду). Кориштени су и други показатељи да би се добила што јаснија слика о нивоу реакције и осетљивости српског тржишта капитала на финансијске потресе, посебно у поређењу са другим земљама.

Пето, завршно поглавље, посвећено је анализи резултата транзиције српског тржишта капитала и утицају светског тржишта капитала на досадашњи развој и перспективама за будућност. Докторанд је дао анализу постојећег стања нивоа развијености српског тржишта капитала према различитим учесницима и инструментима и њиховом утицају (берза, берзански посредници, инвестициони фондови, листиране компаније, Комисија за хартије од вредности, хартије од

вредности), са потенцијалом тих учесника који је остварив у будућности, уколико тржиште капитала у Србији жели да оствари свој потенцијал.

Поређењем коефицијената ефикасности, величине и ликвидности тржишта капитала у Србији са оним у реперним тржиштима у региону, потврђен је закључак да транзиција још увек није завршена и да једини показатељ у коме Београдска берза има значајну вредност, а то је тржишна капитализација, не представља реалну категорију када се стави у однос са оствареним прометом. SWOT анализа је посвећена анализи могућности Београдске берзе, као јединог организованог тржишта капитала у Србији, и потенцијалу и ризицима који се налазе пред овом институцијом.

Идентификовани су потенцијални правци деловања ради спречавања увоза будућих глобалних или регионалних криза на српско тржиште капитала, са акцентом на јачањем домаће базе институционалних инвеститора на тржишту акција, иако се ради и о великом утицају системских фактора који се не могу решити без напретка целе српске економије.

Транзиција српског тржишта капитала, које се налази на граници између граничног и тржишта капитала у развоју, и које карактеришу ниска ликвидност на тржишту, мали број листираних компанија, нередовна трговина са малим прометом, представља највећи задатак пред све учеснике. Регионално повезивање берзи, које је већ започело, активнија улога на тржишту акција домаћих институционалних инвеститора, појава иницијалних јавних понуда било државних, било приватних компанија, емитовање муниципалних обвезница као алтернатива буџетском финансирању, су идентификовани као правци будућег развоја српског тржишта капитала, са главним циљем који се односи на повратак поверења свих учесника у српско тржиште капитала.

У *закључку* докторске дисертације мр Раде Ракочевић наводи основне резултате истраживања и перспективе односа посматраних финансијских тржишта.

## 5. Остварени резултати и научни допринос дисертације

Научни допринос докторске дисертације Мр Радета Ракочевића огледа се у научној дескрипцији развоја тржишта капитала у Србији у његовој интеракцији и корелацији са светским тржиштем капитала. Ова научна дескрипција има основу у свеобухватној анализи настанка и основних праваца раста тржишта капитала у Србији и утицаја глобалног тржишта капитала на те процесе у периоду 2000 – 2015. године. Наведени период је укупан временски распон новије историје српског тржишта капитала, посебно берзанског тржишта, и представља поље анализе свих фаза у његовом развоју (период раста, колапса и стагнације).

Утицај глобалног тржишта капитала на српско тржиште капитала, кроз конституисање и реформе регулативе, институција и својинских односа на макро нивоу, повезан је са утицајем који су на микро нивоу имали страни портфолио инвеститори. Анализом великог броја показатеља и њиховим поређењем са другим земљама, посебно земљама у окружењу, докторанд је дефинисао одговарајуће фазе развоја домаћег тржишта капитала и идентификовао утицаје на тај развој који су долазили са светског тржишта.

Откривајући унутрашње тенденције кретања светског тржишта капитала у његовом језгру и механизме преливања и повлачења импулса његовог ширења на периферне земље, докторанд мр Раде Ракочевић дао је оригиналан допринос микроекономској анализи тржишта капитала. Истовремено, истраживањем промена системског карактера у домаћој привреди, чији је тржиште капитала а посебно његов секундарни облик - берза и механизми преузимања, најразвијенији и најосетљивији део на економске и психолошке утицаје, докторанд је показао да влада категоријалним апаратом макроекономске анализе. На тај начин, с обзиром на оригиналност истраживања докторанда, он је дао видљив допринос даљем развоју комплексних истраживања тржишта капитала.

Научни допринос ове докторске дисертације састоји се и у закључку да се берзански „балон“ на тржишту капитала Србије, али и у свим балканским државама, формирао независно од директног утицаја берзанског „балона“ на развијеним тржиштима капитала, и то са много већим степеном раста, али и са

знатно већим интензитетом пада. Пуцање „балона“ на тржишту капитала Србије почело је пре трансмисије ефеката хипотекарне кризе у Сједињеним Америчким Државама на другим тржиштима капитала, а његов висок интензитет у берзанској кризи у Србији може се објаснити неразвијеном базом домаћих инвеститора и њиховим неповерењем у способност тржишта, као и осталих сегмената финансијског система, да се успешно боре са манифестацијама кризе. Упоредном анализом више националних тржишта капитала у региону, докторанд је извео закључак о постојању корелације кретања раста и пада ових националних тржишта и тржишта капитала Србије. Отвореност националне привреде, евроизација и тржишна курсна политика довели су домаће тржиште капитала у стање рањивости на утицај капитала са светског тржишта и из окружења, што се показало и у текућој финансијској кризи. Стога је значајан допринос докторанда у идентификовању, анализи и формулисању мера за релативизовање утицаја трансмисионих механизма светског тржишта на тржиште капитала у Србији, посебно оних који имају кризни потенцијал.

Поред значајног утицаја светског тржишта капитала, не може се пренебрћи чињеница да су на развој домаћег тржишта капитала велики удео, а посебно у његовој кризи, имали и системски разлози. То се пре свега односи на слабост институција, како оних формираних на почетку транзиције тржишта капитала, тако и институција корпоративне културе, па и пословног морала. Али, на укупну транзицију тржишта капитала у Србији велики утицај имала је и институционална структура у другим областима економског система, посебно у процесу приватизације, као и у друштву у целини. Поред јасно идентификовања егзогених и ендогених фактора који су утицали на раст али и пад домаћег тржишта капитала, ова докторска дисертација даје и свеобухватни преглед ризика и могућности које тржиште капитала у Србији поседује.

Друштвени значај докторске дисертације мр Радета Ракочевића огледа се у чињеници да се у њој идентификују сви битни фактори који су утицали на брз раст и развој тржишта капитала у Србији, али после тога и на драстичан пад и крах берзанских цена и промета, који је за резултат имао дугогодишњу стагнацију тржишта. Такође, упоређивањем са другим тржиштима капитала, докторанд



формулише кључне ставове о неопходним корацима за даљи развој српског тржишта капитала. Ова докторска дисертација пружа основу за практично разумевање интеграције тржишта капитала Србије у светско тржиште и може послужити као оријентир у даљем регулаторном процесу његовог развоја, односно као оријентир економској политици у превазилажењу проблема које је оставила транзиција у овој области. Посебно се резултати анализе у овој дисертацији могу користити у процесу преговарања, односно интеграције у регионалне и светске економске и финансијске организације.

## **6. Закључак**

Имајући у виду развијени теоријски, методолошки и хипотетички оквир рада, као и планираних и остварених научних циљева и друштвеног значаја докторске дисертације, а имајући посебно у виду и ширину и обимност предметне материје и посматраног временског хоризонта, као и релевантност наведене литературе и изабраних извора, Комисија констатује да се ради о значајној и квалитетној докторској дисертацији.

Усвајајући ову оцену, Комисија је имала у виду значај одабране теме – њену теоријску, али још више и практичну валидност за транзицију српске привреде и друштва, а посебно тржишта капитала у Србији. Значај и улога тржишта капитала у Србији никада нису достигли потребан ниво као код других тржишта у развоју и закључци присутни у овој дисертацији представљају веома важну основу за анализу стања у коме се тржиште капитала налази, као и дефинисање праваца његовог даљег развоја и спречавање будућих финансијских криза.

Докторанд мр Раде Ракочевић је, на основу свог богатог професионалног искуства у овој области и адекватне теоријске основе коју је стекао у изради магистарског рада и низа чланака из ове области, остварио завидан увид у постојећу литературу, домаћу и инострану, као и емпиријске податке из релевантних извора и на тој основи адекватно је дефинисао циљеве свог истраживања, чији је резултат значајан научни допринос и адекватан друштвени значај. Чињеница да је докторанд активно учествовао у процесима развитка

српског тржишта капитала, посебно у периоду од 2000. до 2007. године, омогућила му је потребну ширину и висок ниво разумевања активности на микро и макро нивоу тржишне и системске активности, посебно у вези са утицајем глобалног тржишта капитала на процесе развоја тржишта и са инвестиционим активностима на њему.

Поред веома детаљне анализе глобалног тржишта капитала и његовог утицаја на тржишта капитала у развоју, као и канала којима се тај утицај преноси, докторанд прецизно и аналитички објашњава узроке и последице глобалне финансијске кризе, која је избила 2008. године. Анализа новог почетка тржишта капитала у Србији и Београдске берзе од 2000. године, пружила је докторанду прилику да представи све фазе у том развоју, као и узроке који су довели до формирања берзанског „балона“, чије пуцање је оставило велике последице, које се још увек осећају и зато је истраживање у овој докторској дисертацији релеванто и за њихово превазилажење, пошто докторанд предлаже адекватне мере за његов даљи потенцијално некризни развој.

Мр Раде Ракочевић веома прецизно описује значајан утицај неолибералистичке доктрине на процесе транзиције бивших социјалистичких држава и последице које је брзо отварање њихових тржишта и убрзан процес приватизације оставило на развој њихових тржишта капитала, укључив и процесе у привреди и тржишту капитала Србије.

Докторанд је показао да влада теоријским апаратом и да познаје методолошке захтеве истраживања комплексног предмета докторске дисертације. Он је у докторској дисертацији применио методе којима је успешно потврђен теоријско – хипотетички оквир истраживања. Докторанд користи низ квалитативних метода: поред дедуктивне методе, примењује методе индукције, аналитичке дескрипције и студије случаја. У квантитативној анализи, докторанд се користи статистичким и нумеричким методама, као и графичком анализом.

На основу наведених аргумената, Комисија утврђује коначну оцену да докторска дисертација мр Радета Ракочевића представља значајан допринос теоријском и практичном сагледавању развоја тржишта капитала у Србији у његовој интеракцији са светским тржиштем, односно анализи веома битног

сегмента економског и финансијског система који у Србији , чак и у периоду његовог најзначајнијег раста није био довољно истакнут.

На основу изнетог, Комисија констатује да је докторска дисертација докторанда мр Радета Ракочевића, под насловом: „**Утицај свјетског тржишта капитала на тржиште капитала у Србији**“ самостално и оригинално научно дело и да је у свему урађена у складу са пријавом коју је одобрило Наставно – научно веће Факултета политичких наука, а потврдило Веће научних области правно-економских наука Универзитета у Београду.

Комисија сматра да су се стекли услови за јавну одбрану докторске дисертације и предлаже Већу да је одобри.

Београд, 8. јул 2016. године

#### КОМИСИЈА

1. Проф. др Иван Вујачић
2. Проф. др Срђан Маринковић
3. Проф. др Бранко Васиљевић, ментор