

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

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

Одлуком Наставно-научног већа Економског факултета Универзитета у Нишу, број 04-2304 од 7.7.2016. године, именовани смо за чланове Комисије за писање Извештаја о оцени докторске дисертације под насловом **„Финансијско-рачуноводствени аспекти креирања инвестиционог портфолија компанија за животно осигурање“** кандидата Владимира Станчића, дипломираног економисте.

На основу увида у радове наведене у списку радова који је предат уз докторску дисертацију 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 Нишу следећи

**ИЗВЕШТАЈ**

**I Подаци о кандидату**

**1. Биографски подаци**

Владимир Станчић рођен је 11. јануара 1985. године у Крагујевцу, Република Србија. Основну школу и Гимназију завршио је у Крагујевцу. Дипломирао је на Економском факултету у Београду, смер „Рачуноводство, ревизија и финансијско управљање“, опциона група „Рачуноводство и ревизија“, 2008. године. У складу са одредбама позитивних законских прописа добио је интегрисану диплому од 300 (ESPВ). Академске 2009/10. године уписао се на докторске студије Економског факултета Универзитета у Нишу, студијски програм „Економија“, модул „Рачуноводство“. Докторску дисертацију под називом **„Финансијско-рачуноводствени аспекти креирања инвестиционог портфолија компанија за животно осигурање“** пријавио је 2013. године.

По завршетку основних студија, током 2009. године запослио се у UNIOR Components AD Крагујевац, као сарадник у сектору за економско-финансијске послове. По завршеном приправничком стажу, марта 2010. године заснива радни однос са ревизорском кућом РЕВИЗИЈА ДОО Београд. Марта 2013. године изабран је за асистента за ужу научну област „Рачуноводство, ревизија и пословне финансије“ на Економском факултету у Крагујевцу. Ангажован је у настави на наставним предметима: „Ревизија финансијских извештаја“ и „Рачуноводство финансијских организација“ (основне академске студије) и „Интерна контрола и ревизија“ (мастер академске студије).

Поседује лиценцу судског вештака економско-финансијске струке.

## 2. Научно-истраживачки рад

Основне области научно-истраживачког рада кандидата су „Рачуноводство финансијских организација“ и „Управљање ризиком и осигурање“. Ауторски и коауторски радови Владимира Станчића, објављени у научним монографијама, тематским зборницима радова и часописима у земљи и иностранству, су потврда квалитета његовог научно-истраживачког рада. Као важније радове кандидата наводимо:

а) чланци објављени у часописима и зборницима радова

1.	Stančić V., Petrović E., Radivojević N. (2015): <i>Conditional relationship between beta and returns: A case study of the Belgrade stock exchange</i> , Teme, Vol XXXIX, No 4/2015, University of Niš, p. 1165-1181	(M24)
2.	Stančić P., Radivojević N., Stančić V. (2013): <i>Testing the applicability of the BRW approach in the emerging stock markets</i> , Actual Problems of Economics, Kyiv, Ukraine, ISSN 1993-6788, Issue No 6 (144), p. 443-454	(M23)
3.	Stančić P., Čupić M., Stančić V. (2012): <i>A choice of performance measurement system in the shareholder value oriented company</i> , Economic theme, FACULTY OF ECONOMICS UNIVERSITY OF NIŠ, Year L, No. 1, 2012, ISSN 0353-8648 (Printed issue), ISSN 2217-3668 (Online), pp. 81-100	(M51)

б) монографска издања

4.	Jovković B., Stančić V. (2015): <i>Primena evropske direktive Solvency II i njen uticaj na tretman imovine u osiguravajućim kompanijama u Republici Srbiji, poglavlje u monografiji „Socijalno-ekonomski aspekti priključivanja Srbije Evropskoj uniji“, redaktori prof. dr M. Jakšić, prof. dr V. Stojanović Aleksić, prof. dr P. Mimović. ISBN 978-86-6091-059-4, 2015., str. 427-436</i>	(M45)
5.	Radivojević N., Stančić V. (2015): <i>The applicability of modified risk metrics model at emerging markets</i> , Monograph Contemporary issues in economics, business and management, edited by prof. Ljiljana Maksimović, Faculty of Economics, University of Kragujevac, p. 573-584	(M45)

Резултате истраживања у оквиру докторске дисертације садрже следећи радови:

1. Stančić V., Petrović E., Radivojević N. (2015): *Conditional relationship between beta and returns: A case study of the Belgrade stock exchange*, Themes, Vol XXXIX, No 4/2015, University of Niš, pp. 1165-1181. Циљ рада је испитивање апликативности и поузданости безусловног и условног CAPM модела на финансијском тржишту у Србији. Основу анализе чине подаци о приносима изабраних акција са Београдске берзе, за период од јануара 2010. до децембра 2014. године. Временска серија од 60 месечних приноса акција је довољно дугачка да елиминише све краткорочне шокове, односно да се бета коефицијенти прилагоде својим дугорочним вредностима. Резултати истраживања указују да се тестирани модели не могу поуздано применити на тржишту у настајању у Републици Србији. То значи, да се вредности бета коефицијента на оваквим тржиштима не могу поуздано користити за објашњавање упоредних разлика у приносима, као и мера тржишног ризика.

2. Radivojević N., Stančić V. (2015): *The applicability of modified risk metrics model at emerging markets*, Monograph Contemporary issues in economics, business and management, edited by prof. Ljiljana Maksimović, Faculty of Economics, University of Kragujevac, pp. 573-584. У раду аутори испитују перформансе стандардног и модификованог Risk Metriks модела за VaR процену на одабраним тржиштима држава кандидата и потенцијалних кандидата за ЕУ интеграције. Спроведено истраживање је показало да коришћење модификованог Risk Metriks модела у реалним тржишним условима, заснованог на GARCH волатилности предвиђања приноса на одабраним тржиштима, показује предности у односу на коришћење стандардног Risk Metriks модела. Примена Risk Metriks модификованог модела на свих 6 анализираних тржишта у настајању је задовољила захтеве Курјес-овог теста. Резултати спроведене анализе су интерпретирани у складу са неким ограничењима оваквог приступа, односно њихово разматрање је спроведено у контексту захтева Basel II концепта.
3. Јовковић Б., Станчић В. (2015): *Примена европске директиве Solvency II и њен утицај на третман имовине у осигуравајућим компанијама у Републици Србији*, поглавље у монографији „Социјално-економски аспекти прикључивања Србије Европској унији“, редактори проф. др М. Јакишић, проф. др В. Стојановић Алексић, проф. др П. Мимовић. ISBN 978-86-6091-059-4, 2015., стр. 427-436. Концепт Solvency I је базиран на тзв. моделу фиксног коефицијента, односно на квантитативном приступу мерењу довољности премије осигурања на бази индекса премија и индекса штета, при чему су сви улазни параметри за обрачун маргине солвентности базирани на књиговодственим вредностима. Ризик инвестирања резерви је третиран само индиректно, преко ограничења улагања средстава резерви, како према облицима тако и према висини појединачних улагања. Нови приступ (Solvency II) тежи да осигуравајућим компанијама обезбеди подстицај за адекватно квантифицирање и управљање укупним ризицима осигуравача, са идејом да се релаксирају крути капитални захтеви уз исту или нижу цену осигурања. У складу са тим, у процену вредности имовине и обавеза (укључујући и техничке резерве) осигуравача предвиђа се увођење далеко реалнијег тржишног приступа.

## II Приказ структуре и садржаја докторске дисертације

Докторска дисертација кандидата Владимира Станчића, под насловом „**Финансијско-рачуноводствени аспекти креирања инвестиционог портфолија компанија за животно осигурање**“ написана је на 329 страна компјутерски обрађеног текста, формата А4, стандардног прореда и величине слова. У циљу боље прегледности, лакше упоредивости података и анализе добијених резултата, у раду је приказано 49 табела и 25 слика. У дисертацији је коришћено 162 јединице актуелне и релевантне литературе (књига и часописа), страних и домаћих аутора, укључујући Закон о осигурању и прописе донете на основу овог Закона, интернет изворе и сајтове. Структуру дисертације, поред резимеа на српском и енглеском језику, увода (стр. 1-6), закључка (стр. 223-227), списка коришћене литературе (стр. 228-236) и три прилога [Прилог 1 (стр.237-265), Прилог 2 (стр. 266-297) и Прилог 3 (стр. 298-329)] чини пет логички повезаних делова:

1. Специфичности пословања животних осигуравача као институционалних инвеститора на савременом финансијском тржишту (стр. 7-34)

2. Адекватност капитала као основа инвестиционе политике компанија за животно осигурање (стр. 35-84)
3. Стратегије управљања финансијским ризицима у компанијама за животно осигурање (стр. 85-117)
4. Портфолио теорија као основ за управљање ризицима у компанијама за животно осигурање (стр. 118-152)
5. Истраживање могућности формирања оптималног инвестиционог портфолија животних осигураваача у Србији (стр. 153-222)

### ***1. Предмет, циљеви, хипотезе и истраживачка методологија***

Истраживања у раду фокусирана су на два кључна циља – анализу финансијско-рачуноводствене основе инвестиционих политика компанија за животно осигурање и истраживање могућности формирања оптималног портфолија улагања ових компанија на финансијском тржишту у Републици Србији. Полазећи од основних циљева, дефинисани су и изведени, специфични циљеви, чије испуњење је свакако у функцији остварења основних:

1. оцена глобалних макроекономских кретања у циљу разумевања инвестиционог амбијента у ком послују осигуравајуће компаније,
2. преглед специфичности рачуноводственог и финансијског извештавања осигуравајућих компанија у односу на остала привредна друштва,
3. испитивање теоријског аспекта и значаја адекватности капитала у интегралном управљању ризицима осигураваача у концепту Солвентност II,
4. разумевање савремених приступа мерењу и управљању финансијским ризицима са којима се суочавају животни осигураваачи, кроз анализу различитих стратегија, њихових предности и ограничења, као и могућности њиховог комбиновања,
5. анализа реалних кретања и перформанси тржишног портфолија који креира сектор животног осигурања у Републици Србији, применом савремених модела портфолио анализе и селекције, уз уважавање одређених ограничавајућих фактора,
6. критички поглед на регулаторни оквир, релевантан током периода истраживања и тестирање перформанси портфолија креираног према законским решењима и ограничењима и
7. оцена могућности формирања оптималног инвестиционог портфолија животних осигураваача са аспекта минимизације портфолио ризика и задовољења принципа сигурности улагања.

Хипотезе од којих се пошло у овом истраживању су:

***Хипотеза 1.*** Свеобухватно управљање укупним ризицима осигуравајуће компаније омогућава квантифицирање висине капитала потребног за покриће укупне изложености ризику.

***Хипотеза 2.*** Довољност средстава за измирење преузетих обавеза осигуравајуће компаније зависи од нивоа резерви и адекватности њиховог пласмана.

***Хипотеза 3.*** Диверсификација портфолија улагања средстава резерви компанија за животно осигурање је кључни елемент смањења ризика неизмирења преузетих обавеза.

**Хипотеза 4.** Српско финансијско тржиште одликује присуство несинхроног трговања, што ограничава апликативност модела заснованих на савременој портфолио теорији.

**Хипотеза 5.** Оптимални портфолио, развијен у дисертацији, обезбеђује нижи ниво портфолио ризика за постојећи ниво приноса у односу на тренутне тржишне могућности, ограничене регулаторним решењима.

У складу са комплексношћу предмета истраживања и постављеним циљевима, за потребе израде докторске дисертације примењени су савремени истраживачки и научни приступи, примерени области истраживања. Коонкретно, потврда или одбацивање постављених хипотеза и достизање планираних циљева подразумева комбинацију квалитативне и квантитативне методологије истраживања, односно употребу више комплементарних метода. Прикупљање информација обављено је прегледом домаће и стране литературе, актуелних нормативних оквира, статистичких извештаја релевантних националних и интернационалних органа, финансијских и актуарских извештаја осигуравајућих компанија, извештаја органа који су задужени за надзор над делатношћу осигурања итд. Метод дескрипције коришћен је за образлагање основних принципа функционисања компанија за животно осигурање, токова на савременим финансијским тржиштима, ризика који угрожавају пословање финансијских институција, начина њиховог мерења и управљања, као и рачуноводственог оквира за финансијско извештавање осигуравајућих компанија. Метод статистичког закључивања коришћен је приликом обрачуна параметара оптимизације на основу прикупљених историјских података о приносима појединачних финансијских актива, које чине потенцијалне чиниоце портфолија. Метод квадратне оптимизације (програмирања) коришћен је у самом поступку оптимизације портфолија, односно проналажења пондера индивидуалних чинилаца у поступку минимизације ризика. Метод компаративне анализе коришћен је за анализу специфичности рачуноводства осигуравајућих компанија и његово поређење са финансијским извештавањем осталих привредних субјеката. Такође, овај метод употребљен је и за рангирање портфолија креираних у истраживању и дискусију добијених резултата.

За анализу и прилагођавање временских серија дневних приноса потенцијалних чинилаца портфолија коришћен је програм *Microsoft Office Excel*, док је за спровођење циљева истраживања и оптимизацију самих решења коришћена апликација *Solver*, која је саставни део истог програмског пакета.

## 2. Садржај докторске дисертације

Имајући у виду предмет и циљеве истраживања, постављене научне хипотезе и примењену методологију истраживања утврђен је садржај дисертације.

У првом делу под називом „**Специфичност пословања животних осигураваача као институционалних инвеститора на савременом финансијском тржишту**“ разматрани су актуелни трендови на савременим финансијским тржиштима и позиција животних осигураваача у тим токовима. Ефекти Светске економске кризе рефлектовани кроз кретања бруто домаћег производа, степена незапослености, висине референтних каматних стопа и стопа приноса на државне обвезнице, као и премије осигурања, креирали су врло специфичан инвестициони амбијент, који карактерише реална опасност од несолвентности односно недовољности и неадекватности капитала за

намиривање обавеза према осигураницима и осталим повериоцима. Имајући у виду карактеристике Српског финансијског тржишта крајем XX века, његову ригидну и застарелу регулативу било је логично да амортизовање инхерентне претње светске економске кризе, пре свега, је иницирало доношење примереније законске регулативе ослоњене на позитивну праксу развијених тржишних економија и директива Европске уније. У том смислу је разматран Закон о осигурању и низ подзаконских аката у форми правилника и одлука који ближе уређују област осигурања, као и област трговине финансијским инструментима на финансијском тржишту.

Други део под називом „*Адекватност капитала као основа инвестиционе политике компанија за животну осигурање*“ посвећен је карактеристикама финансијског извештавања осигураваача које су у функционалној зависности са специфичном природом њихове делатности, што се по мишљењу кандидата најбоље може сагледати кроз анализу садржаја финансијских извештаја. Како је њихово познавање претпоставка за доношење валидних пословних одлука логичан је став да познавање извора средства осигуравајућих компанија, њихове рачности и предвидивости, начина формирања, као и неизвесности будућих обавеза осигураваача, опредељују могућности улагања средстава.

Како идеална синхронизација токова примања новца по основу наплата премија и исплата по преузетим уговорима о осигурању није могућа, као и да регулаторни органи постављају као императивни захтев да осигуравајућа друштва формирају средства техничких резерви, као подршку осигурању ликвидности и солвентности, у наставку излагања у овом делу рада кандидат истиче да је у оквиру регулаторног оквира финансијског извештавања осигураваача доминантан концепт фер вредновања имовине и обавеза, са посебним значајем МСФИ 4 који пружа смернице за рачуноводствено обухватање уговора о осигурању. Излагања у овом делу рада завршавају се анализом инвестиционе политике сходно концепту Солвентност II и на тај начин уважавају савремене тенденције у домену управљања ризицима и капиталом осигураваача на нивоу Европске уније.

У трећем делу под називом „*Стратегије управљања финансијским ризицима у компанијама за животну осигурање*“ разматрају се ризици са којима се ове компаније суочавају. Наиме, изазови наметнути растућим трендовима волатилности тржишта, интеграцијом и концентрацијом финансијског пословања, конкурентским и притисцима у правцу креирања вредности за стејкхолдере, индукују потребу за изналагањем нових путева заштите од ризика и унапређења постојећих система за управљање ризицима преко веће усаглашености капиталних захтева са ризицима којима су компаније изложене. Експертиза осигураваача за управљање ризицима потиче из њихове способности систематског идентификовања и квантификовања различитих врста ризика и разумевања њихове међузависности, као основе за доношење одлука о одабиру одговарајуће стратегије њиховог третирања и управљања.

Имајући у виду предмет и циљеве истраживања посебна пажња у овом делу рада посвећена је третману финансијских односно ризика инвестирања, као и активним и пасивним стратегијама управљања портфолијом улагања. У том смислу се истиче да финансијско тржиште у Републици Србији, без обзира на период егзистенције, и даље припада реду тржишта у настајању (*emerging markets*) које карактерише недовољна ширина и дубина, скромни обим промета, постојање несинхроног трговања, хетероскедастичност и аутокорелација између серија приноса финансијских актива. Доминација банака, кредита и орочених депозита над свим другим финансијским

инструментима битно отежава и ограничава успешну апликативност стратегија управљања портфолиом улагања у животном осигурању али и стратегија управљања ризицима инвестирања на српском тржишту

У четвртном делу под називом *„Портфолио теорија као основ за управљање ризицима у компанијама за животно осигурање“* приказан је развој портфолио теорије од традиционалне до савремене и пост-савремене. Акцент је на моделу портфолио анализе Н.М. Markowitz-а као једне од најзначајнијих иновација 20. века на пољу инвестирања и управљања портфолијом и из ње произашлих модела, модел вредновања капитала (САРМ) и модел арбитражног вредновања (АРТ). При том су анализирана и три индекса, у теорији издвојена и пракси афирмисана као мерила перформанси портфолија – Sharpe-ов, Treynor-ов и Jensen-ов. Имајући у виду недостатке савремене теорије указано је и на даље правце њеног развоја и формирање пост-савремене портфолио теорије, као и неке актуелне приступе анализи и селекцији инвестиционих алтернатива и најзаступљенији међу њима – хеуристички приступ.

У петом делу под називом *„Истраживање могућности формирања оптималног инвестиционог портфолија животних осигуравача у Србији“* приказани су резултати оригиналног емпиријског истраживања, које покрива временски период од 01.01.2007. до 31.12.2012. године на дневној бази, што износи сса. 1.550 радних дана односно података за сваку појединачну инвестициону алтернативу. С обзиром да је тржишни портфолио више теоријска него реална категорија, није узета апроксимација неког релевантног берзанског индекса, што је уобичајена пракса, већ је исти креиран на основу доступних реалних података о структури улагања животних осигуравача у Србији. Тако креиран тржишни портфолио представљао је полазну основу за мерење перформанси и рангирање у односу на портфолио састављен према законским ограничењима и покушај изналажења ефикаснијег решења од онога које обезбеђује тржиште или захтеви регулатора. За оптимизацију портфолија коришћена је апликација Solver програма Microsoft Excel, а као теоријска основа узета је савремена портфолио теорија.

### **III Оцена рада**

#### ***1. Значај и допринос докторске дисертације за научну област и остварени резултати кандидата у научној области***

Комисија оцењује да докторска дисертација кандидата Владимира Станчића, под насловом *„Финансијско-рачуноводствени аспекти креирања инвестиционог портфолиа компанија за животно осигурање“*, представља значајан теоријски и практични допринос изучавању проблематике формирања и алокације средстава животних осигуравача као и управљања тржишним ризицима. Логика овог става је у релевантности предмета дисертације, као и конзистентности закључака произашлих на основу теоријских и емпиријских истраживања.

Ослањајући се на критичко преиспитивање релевантне и актуелне литературе, изражене способности за примену мултидисциплинарног приступа проучаваној проблематици кандидат својом дисертацијом доприноси унапређењу теоријског разумевања концепта креирања портфолија компанија за животно осигурање. Посебан допринос дисертације су резултати оригиналног емпиријског истраживања, који представљају основу за будућа истраживања и дефинисања препорука животним

осигуравачима који послују на простору Републике Србије како да креирају свој портфолио.

## **2. Оцена оригиналности научног рада кандидата у одговарајућој научној области**

Комисија оцењује да докторска дисертација, под насловом *„Финансијско-рачуноводствени аспекти креирања инвестиционог портфолиа компанија за животно осигурање“*, представља резултат оригиналног научног рада кандидата Владимира Станчића. Утврђени предмет истраживања, постављени циљеви, истраживачке хипотезе, примењена методологија истраживања и изведени закључци су потврда да докторска дисертација кандидата има све потребне елементе који потврђују да је реч о оригиналном, самосталном и квалитетном научно и истраживачком раду кандидата Владимира Станчића. Кандидат је у свом истраживању показао завидну аналитичност, способност закључивања, примерену критичност и професионални скептицизам.

Коришћена релевантна домаћа и страна литература примерена је предмету истраживања и омогућава извођење научно утемељених и логичних закључака. Такође, докторска дисертација је писана јасним, прегледним и научним стилем, а коришћена терминологија у раду је прецизна и указује на добро разумевање обрађене материје.

## **3. Оцена обима и квалитета у односу на пријављену тему**

Комисија је мишљења да докторска дисертација кандидата Владимира Станчића, под насловом *„Финансијско-рачуноводствени аспекти креирања инвестиционог портфолиа компанија за животно осигурање“*, у потпуности испуњава постављене захтеве у погледу садржаја, обима, квалитета и резултата рада у односу на тему која је пријављена и одобрена одлуком Већа за друштвено-хуманистичке науке Универзитета у Нишу бр. 8/18-01-012/13-013 од 17.12.2013. године.

Примењујући методологију и научне методе истраживања примерене друштвеним наукама, кандидат је адекватно изабрао литературу и одговорио на утврђени предмет истраживања. Анализирани проблеми изложени су у пет делова, логички повезаних у кохерентну целину, са научно изведеним и аргументованим закључним разматрањима, другим речима 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.

## **4. Научни резултати докторске дисертације**

Мишљење Комисије је да истраживање реализовано у докторској дисертацији кандидата Владимира Станчића, доприноси бољем разумевању методологије формирања портфолија компанија за животно осигурање које послују на простору Републике Србије и њиховом избору стратегије управљања тржишним ризицима. Конкретни и значајни научни и практични резултати реализованог истраживања кандидата су:



- Организациона форма осигуравајућих компанија у значајном мери може одредити њихово функционисање и циљне величине. Тако уколико су осигуравајуће компаније организоване у форми акционарског друштва оне функционишу по принципу стицања и на први поглед се не разликују у циљним величинама од већине привредних друштава. Међутим, специфичност делатности осигурања намеће осигуравачима неопходност примене посебних стратегија управљања организацијом, и акценат је на третирању ризика преузетих у осигурање и заштити интереса осигураника. Обзиром да делују и у сфери институционалних инвеститора, осигуравајуће компаније се додатно излажу ризицима пласмана слободних средстава.
- Тренутна макроекономска кретања, која су последица још увек значајних ефеката Глобалне кризе, не погодују пословању осигуравајућих компанија, јер угрожавају не само обим, већ и рентабилност њиховог пословања. Како из ових токова није могуће да буде изузета и Србија, то се одражава на реална кретања нивоа премије осигурања и инвестициони потенцијал осигуравајућих компанија. Зато је пред осигуравајућим компанијама комплексан задатак изналажења прикладних стратегија за превазилажење кризног периода, унапређење пословних процеса и привлачење нових осигураника, уз гаранцију благовременог и потпуног обештећења у случају остварења преузетих ризика.
- Чињеница да нису класични инвеститори осигуранике чини изузетно сензитивним на несолвентност осигуравача, јер их оставља без осигуравајуће заштите, која је основна сврха закључивања уговора о осигурању. Зато и сва законска и професионална решења у овој области иду у правцу смањења ризика од несолвентности осигуравача, обезбеђења раног упозорења на негативне трендове у пословању ради благовремене реакције регулатора и повећање поверења у финансијску стабилност сектора осигурања.
- Постојећи прописи о солвентности маргину солвентности посматрају као квантитативни израз, заснован на подацима из рачуноводства осигуравача, тако да сем ризика осигурања остали ризици нису третирани на прикладан начин. Покушај да се необухват ризика који произилазе из пласмана надомести преко прописивања облика улагања и лимита појединачних пласмана није успео. И поред тога подаци садржани у рачуноводству и финансијским извештајима осигуравача у оваквом систему обрачуна и обухватања техничких резерви, чине полазну основу за формулисање инвестиционе политике и стратегије управљања портфолијом улагања осигуравача.
- Концепт *Solvency II*, заснован на тзв. Базелском моделу, промовише нови приступ квантифицирању адекватности капитала осигуравача и уводи правило интегрисаног (холистичког) управљања целином ризика са којима су осигуравачи суочени у пословању. Заснован на три стуба, овај концепт ниво захтеваног капитала осигуравача не види као круту норму, већ му приступа кроз два нивоа – минимални захтевани капитал (MCR) и захтевани капитал за обезбеђење солвентности (SCR).
- Императив очувања солвентности чини осигураваче опрезним и конзервативним инвеститорима, који предност дају сигурности улагања, тако да креирање структуре портфолија претпоставља детаљну фундаменталну и техничку анализу сваког потенцијалног пласмана. Поузданост ових анализа је детерминисана квалитетом улазних података, што је у нашој земљи неретко

тешко задовољити, поготово ако се историјске вредности посматрају на дневној бази мада није редак случај да се одређеном хартијом не тргује један или више узастопних дана, чиме се одступа од уобичајено подразумеване методе континуираног трговања. Последица несинхроног трговања доводе до озбиљних проблема у економетријским анализама због појаве привидних коваријанси. Како варијанса портфолија зависи од коваријанси његових чланова, то ће и (привидна) варијанса портфолија вероватно бити мања од реалне варијансе.

- Приликом формирања портфолија, анализа појединачних потенцијалних чланова губи на значају, пошто је фокус на њиховој међузависности, односно степену корелације. Комбиновањем различитих алтернатива у портфолију постижу се ефекти диверсификације улагања са циљем минимизирања портфолио ризика. Сprovedено истраживање је показало да циљна функција ни у једном кварталу анализираног периода, за било који од анализираних портфолија, није испуњена улагањем у само једну активу. Чак и уколико би се искључио из разматрања законски портфолио, код кога је диверсификација наметнута као обавеза, слободни портфолио представља доказ да портфолио састављен на основу очекиваних карактеристика чланова, свој пуни ефекат остварује процесом диверсификације.
- Епилог процеса управљања портфолијом кроз спровођење одабране стратегије инвестирања је остварење жељених перформанси портфолија. Њихово мерење врши се неким од релевантних мерила перформанси.
- Чињеница је да је могуће остварити нешто боље перформансе индивидуалног портфолија у односу на тржишни. Са теоријског аспекта, минимизирање ризика улагања требало би да буде у потпуности компатибилно са принципом сигурности улагања, при чему остаје отворено питање да ли се сви инвеститори руководе искључиво тим критеријумом или постоје извесне разлике у њиховим преференцијама и специфичним циљевима. Ипак, главно ограничење теоријског типа за извођење закључка о валидности портфолија се односи на стандарда за поређење, односно основу за проверу валидност и упоредивости добијених мера перформанси. Мишљење је да тај критеријум представља тржишни портфолио. Уважавајући чињеницу да је креирање таквог портфолија више теоријски концепт него реално изводљива могућност, у пракси се примењује апроксимација неког релевантног берзанског индекса. У Србији чак и најчешће коришћени индекси у практичним истраживањима (*Belex line* и *Belex 15*) нису најприкладнији критеријум за мерење перформанси, с обзиром да спектар инвестиционих алтернатива животних осигуравача превазилази оквире трговања Београдске берзе. Покушај креирања реалног тржишног портфолија на основу расположиве евиденције НБС, због ограниченост података искључиво на пондере група актива и недостатак њихове аналитике, захтевали су неопходност оптимизације тржишног портфолија са аспекта појединачних улагања. Зато овакав приступ лествицу на скали за мерење и рангирање перформанси додатно подиже на виши ниво и доводи остале портфолије у истраживању пред знатно тежи задатак – да се покажу „бољим“ у односу на портфолио који је (делом) оптимизован.

## 5. Закључна оцена Комисије

Комисија је једногласна у оцени да докторска дисертација Владимира Станчића, под насловом *„Финансијско-рачуноводствени аспекти креирања инвестиционог портфолиа компанија за животно осигурање“*, испуњава све услове за јавну одбрану.

Поред тога и кандидат Владимир Станчић испуњава све услове предвиђене Законом о високом образовању, Статутом Универзитета у Нишу и Статутом Економског факултета у Нишу за оцену и одбрану докторске дисертације. У сагласности са Стандардима и процедурама за обезбеђење квалитета у поступку организовања и завршетка докторских студија и израде и одбране докторске дисертације Економског факултета у Нишу, кандидат је извршио све предиспитне и испитне обавезе на докторским академским студијама, презентирао резултате истраживања у вези са пријавом теме докторске дисертације на два докторантска колоквијума и пријавио тему докторске дисертације (Одлука НСВ број 8/18-01-012/13-013, 17.12.2013. године). Кандидат испуњава и све услове дефинисане Правилником о поступку припреме и условима за одбрану докторске дисертације Универзитета у Нишу. Такође, кандидат поседује више од једног научног рада објављеног у домаћем часопису са листе Министарства надлежног за науку и доказ да је првопотписани аутор научног рада објављеног у часопису који издаје Универзитет у Нишу.

## IV Предлог Комисије

На основу претходне анализе резултата и доприноса, као и изложене оцене и закључака о докторској дисертацији, Комисија предлаже Наставно-научном већу Економског факултета Универзитета у Нишу да прихвати Извештај о оцени докторске дисертације *Владимира Станчића*, дипломираног економисте, под насловом *„Финансијско-рачуноводствени аспекти креирања инвестиционог портфолиа компанија за животно осигурање“*, и одобри њену јавну одбрану.

У Нишу, јула 2016. године

## ЧЛАНОВИ КОМИСИЈЕ

1. Др Евица Петровић, редовни професор  
Економског факултета у Нишу, ужа научна област  
Пословне финансије, рачуноводство и ревизија

---

2. Др Јелена Кочовић, редовни професор  
Економског факултета у Београду, ужа научна област  
Статистика и математика

---

3. Др Биљана Јовковић, доцент  
Економског факултета у Крагујевцу, ужа научна област  
Рачуноводство, ревизија и пословне финансије

---