

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

Број \_\_\_\_\_

Датум \_\_\_\_\_

Београд

УНИВЕРЗИТЕТ У БЕОГРАДУ

Веће научних области правно – економских наука

**З А Х Т Е В****за давање сагласности на реферат о урађеној докторској дисертацији**

Молимо да, сходно члану 46. ст. 5. тач 4. Статута Универзитета у Београду (“Гласник Универзитета“ бр.131/06), дате сагласност на реферат о урађеној докторској дисертацији кандидата:

**ВЕЛИМИРА (РАДОМИР) ЛУКИЋА**  
(име, име једног родитеља и презиме кандидата)

КАНДИДАТ: **ВЕЛИМИР (РАДОМИР) ЛУКИЋ** пријавио је докторску дисертацију под називом:  
(име, име једног родитеља и презиме кандидата)

**“ Финансијска интеграција - теоријска и емпиријска анализа “**из научне области: **економија**

Универзитет је дана **19.10.2010. године** са својим актом под бр **020-3769/25-10** дао сагласност на предлог теме докторске дисертације која је гласила:

**“ Финансијска интеграција - теоријска и емпиријска анализа “**

Комисија за оцену и одбрану докторске дисертације кандидата **ВЕЛИМИРА (РАДОМИР) ЛУКИЋА** образована је на седници одржаној **26.11.2014. године** одлуком факултета под бројем **4488/1** у саставу:

име и презиме члана комисије	звање	научна област
1. др Александар Живковић	редовни професор	економска политика и развој
2. др Бошко Живковић	редовни професор	економска теорија и анализа
3. др Ненад Вуњак	редовни професор	банкарство и финансије

Наставно-научно веће факултета прихватило је извештај Комисије за оцену и одбрану докторске дисертације на седници одржаној дана **04.02.2015. године**.

ДЕКАН

ЕКОНОМСКОГ ФАКУЛТЕТА

Проф. др Бранислав Боричић

Прилог:

1. Извештај комисије са предлогом
2. Акт Наставно-научног већа факултета о усвајању извештаја
3. Примедбе дате у току стављања извештаја на увид јавности, уколико је таквих примедби било

# РЕПУБЛИКА СРБИЈА

УНИВЕРЗИТЕТ У БЕОГРАДУ  
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

Број:

Датум:

Београд

На основу чл. 59. и 174. Статута Економског факултета Универзитета у Београду, Наставно-научно веће Економског факултета у Београду, на седници одржаној 04.02.2015. године, донело је

## ОДЛУКУ

1. Усваја се извештај о оцени докторске дисертације кандидата **ЛУКИЋ ВЕЛИМИРА**, магистра економских наука, под насловом:

### **“ФИНАНСИЈСКА ИНТЕГРАЦИЈА – ТЕОРИЈСКА И ЕМПИРИЈСКА АНАЛИЗА“**

и одобрава јавна одбрана.

2. Универзитет је дао сагласност на предлог теме докторске дисертације одлуком број 020-3769/25-10 од 19.10.2010. године.
3. Кандидат је објавио рад «Нови приступ у управљању и мерењу кредитног ризика у финансијској индустрији», Економски факултет у Београду, Београд, 2008, стр. 234, ISBN 976-86-403-0937-0.  
Објављени рад квалификује кандидата за одбрану докторске дисертације.
4. Извештај о урађеној докторској дисертацији Факултет доставља Универзитету на сагласност.
5. Именује се Комисија за одбрану докторске дисертације у саставу:

др Александар Живковић  
др Бошко Живковић  
др Ненад Вуњак

Одлуку доставити:

- Универзитету у Београду
- члановима комисије
- кандидату
- Студентској служби
- Служби за опште и правне послове
- Архиви

ПРЕДСЕДНИК ВЕЋА  
ДЕКАН

Проф. др Бранислав Боричић

Odlukom Nastavno-naučnog veća br. 4488/1 donetom na sednici održanoj 26. novembra 2014. god. imenovani smo u Komisiju za ocenu i odbranu doktorske disertacije Velimira Lukića, magistra ekonomskih nauka, pod nazivom „**Finansijska integracija - teorijska i empirijska analiza**”. Na osnovu pregleda i analize podnete doktorske disertacije podnosimo Veću sledeći

## R E F E R A T

### 1. Osnovni podaci o kandidatu i disertaciji

Velimir Lukić je rođen 30. januara 1981. godine u Sarajevu. Osnovnu školu „Pavle Savić” i Treću beogradsku gimnaziju završio je sa odličnim uspehom i dodeljenom Vukovom diplomom. Diplomirao je na Ekonomskom fakultetu u Beogradu 12.11.2003. kao student smera Finansije, bankarstvo i osiguranje sa prosečnom ocenom 9,39. Tokom studija bio je korisnik više stipendija, polaznik praksi u Narodnoj banci Srbije i Skupštini Srbije i Crne Gore, a učestvovao je i na međunarodnim studentskim takmičenjima. Poslediplomske studije na Ekonomskom fakultetu u Beogradu upisuje 2003. god. - smer Bankarski i finansijski menadžment. Magistarski rad pod nazivom „Novi pristup u upravljanju i merenju kreditnog rizika u finansijskoj industriji” odbranio je 27.12.2007. Dopunjena i proširena verzija magistarske teze je objavljena kao monografija u izdanju Centra za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu

U zvanje asistenta-pripravnika na Ekonomskom fakultetu u Beogradu biran je 22.03.2004, dok se u zvanju asistenta nalazi od 07.05.2008. Na osnovnim akademskim studijama drži vežbe iz predmeta Monetarna ekonomija i Bankarsko poslovanje i platni promet. U zvaničnim anketama studenata Ekonomskog fakulteta i internim anketama koje se kontinuelno sprovode na predmetima na kojima drži vežbe pedagoški rad mu je konzistentno ocenjivan visokim ocenama. Blisko saraduje sa studentskim organizacijama u organizovanju njihovih domaćih i međunarodnih konferencija, seminara i takmičenja u svojstvu predavača, mentora i sudije. Bio je član Saveta Ekonomskog fakulteta u Beogradu u periodu 2006-2009. god.

U 2007. god. proveo je pet meseci (januar-maj) na stručnom usavršavanju na Katz Graduate School of Business, University of Pittsburgh, u okviru programa "Junior Faculty Development Program" čiji pokrovitelj je Ministarstvo inostranih poslova SAD. Pohađao je domaće i inostrane kurseve za stručno usavršavanje. Aktivno učestvuje na domaćim i međunarodnim naučnim konferencijama. Među publikovanim radovima izdvajaju se:

- Lukić, V. (2008), *Novi pristup u upravljanju i merenju kreditnog rizika u finansijskoj industriji*, Ekonomski fakultet u Beogradu, Beograd, str. 234, ISBN 978-86-403-0937-0.
- Lukić, V. (2012), "Monetarna politika u kriznim vremenima: Ključni izazovi i (ne)jedinstven odgovor na njih", *Zbornik radova sa naučne konferencije "Privreda Srbije u drugom talasu krize: Izgledi za 2012."*, Naučno društvo ekonomista i Ekonomski fakultet u Beogradu, Beograd, str. 255-276, ISBN: 978-86-403-1198-4.
- Lukić, V. (2010), "The Soundness of Banking Systems in South-Eastern Europe in the Light of Global Financial Disturbance", in: *The Electronic Proceedings of the International Conference "Economic Development Perspectives of SEE Region in the Global Recession Context"* (full papers presented at the Conference), School of Economics and Business, University of Sarajevo, ISBN: 978-9958-25-046-0. COBISS.BH-ID 18370310, October 2010. pp. 1-16.
- Lukić, V. i Popović S. (2010), "The Assessment of Banking Sector Performance in Current Economic Crisis: Success or Failure", in: *The Proceedings of the International Conference "The Challenges to Economic Theory and Policy in the Aftermath of the Global Economic Crisis"*, Faculty of Economics Skopje, University Ss. Cyril and Methodius, ISBN: 978-608-212-016-4, November 2010. pp. 203-219.

- Lukić, V. i Popović S. (2009): “The Bust in Mortgage Market, Global Recession and Policy Answers”, in: *The Proceedings of the International Scientific Conference “The Challenges of World Economic Crisis”*, Faculty of Economics, University of Niš, ISBN: 978-86-85099-98-4, October 2009. pp. 477-488.

Angažovan je na projektima Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije. Izvodi nastavu na Kursu za sticanje zvanja brokera koji organizuje Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije. Od 2012. god. učestvuje u realizaciji programa Open World čiji pokrovitelji su Ambasada SAD u Beogradu i Kongres SAD-a.

Doktorska disertacija Velimira Lukića pod naslovom „Finansijska integracija-teorijska i empirijska analiza” napisana je na 475 strana teksta. Sastoji se od uvoda, četiri dela i zaključnih razmatranja. Uvod je dat na 13 strana (str. 1-13), osnovni tekst na 439 strana (str. 14-452), a zaključna razmatranja na 23 strane (str. 453-475). Spisak korišćenje literature, koji se sastoji od 321 bibliografske jedinice, je dat na 14 strana nakon kojih slede biografija kandidata i prateće izjave.

## 2. Predmet i cilj disertacije

**Predmet istraživanja rada** su finansijski sektor i finansijske institucije evropskih zemalja, odnosno korenite promene u finansijskoj sferi koje su izazvane relativizacijom nacionalnih granica i drugih barijera koje su ograničavale tokove kapitala i pružanje i korišćenje finansijskih usluga. Upečatljivo obeležje evropskih finansijskih tokova u poslednje dve decenije je napredak u finansijskoj integraciji. Ona se shvata kao stanje realnosti u kojem su ekonomski subjekti iz različitih zemalja, koji mogu biti na strani ponude ili tražnje za finansijskim uslugama, u svakom smislu ravnopravni kada nastupaju na jedinstvenom tržištu finansijskih usluga i da se ponašaju u skladu sa tim.

Prema definiciji, tržište za određeni skup srodnih finansijskih instrumenata ili usluga se može definisati kao integrisano ukoliko svi potencijalni tržišni učesnici na tom tržištu: a.) jesu dužni da se pridržavaju jedinstvenog skupa normi i propisa kada odluče da obavljaju transakcije sa finansijskim instrumentima, pružaju ili koriste finansijske usluge, b.) imaju ravnopravan pristup definisanom skupu finansijskih instrumenata ili usluga i c.) nisu diskriminirani kada aktivno posluju na relevantnom tržištu. Iz definicije proističe da korisnici finansijskih usluga ne ispoljavaju preferenciju prema lokalnim finansijskim institucijama i mogu da biraju pružaoca finansijske usluge iz bilo koje zemlje čije lokalno tržište finansijskih usluga je samo deo jedinstvenog tržišta finansijskih usluga. Pružaoci finansijskih usluga mogu slobodno plasirati svoje usluge na celom jedinstvenom tržištu i ne nude povoljnije uslove svojim lokalnim klijentima.

Značaj finansijske integracije je višestruk. Ona doprinosi razvoju finansijskog sistema tako što podstiče konkurenciju, proširuje tržište i povećava efikasnost finansijskih institucija. Dubina i širina finansijskih tržišta rastu. Ovo se prenosi na performanse i strukturu privrede. Niži troškovi finansijskog posredovanja i niža cena kapitala stimulišu rast investicija i ekonomske aktivnosti, dok savršenije i efikasnije finansijske institucije garantuju efikasniju alokaciju kapitala. Pored toga, proširene mogućnosti za podelu rizika vode tome da bilo kakvi ekonomski poremećaji koji neposredno tangiraju ekonomske subjekte koji pripadaju određenom regionu unutar integrisanog ekonomskog prostora nemaju signifikantan uticaj na njihov dohodak i potrošnju. Iako je proces inherentno vezan za funkcionisanje finansijskog sektora, on prožima kompletnu nacionalnu ekonomiju i determiniše nivo društvenog blagostanja.

**Cilj rada** je da postavi teorijsko-analitički okvir za razumevanje procesa finansijske integracije, njegovih osnovnih karakteristika i ekonomskih konsekvenci, i da dâ ocenu dosadašnjeg razvoja i tekućeg stanja finansijske integracije na različitim segmentima tržišta finansijskih usluga u dve grupe zemalja - evrozoni i zemljama istočne Evrope. U tu svrhu kandidat je formulisao i implementirao spektar usredsređenih istraživačkih zadataka.

Teorijsko-analitički okvir se artikuliše kroz nekoliko uže postavljenih istraživačkih zadataka: a.) interpretacija relacije između ekonomske i finansijske integracije, b.) interpretacija implikacija finansijske integracije na funkcije finansijskog sistema, c.) interpretacija interakcije između finansijske integracije i finansijskog razvoja, d.) prikaz modela integracije tržišta kapitala, e.) izlaganje koristi i rizika procesa finansijske integracije, f.) izlaganje relevantnosti finansijske integracije za proces realne konvergencije, g.) izlaganje evropskih iskustava u finansijskoj integraciji i h.) isticanje važnosti proaktivnog upravljanja procesom integracije od strane nosilaca javne vlasti.

Istraživački zadaci formulisani sa ciljem da se rasvetli razvojni put i da se dođe do ocene aktuelnog stanja finansijske integracije u Evropi se mogu razvrstati na dve grupe: a.) fokusirani na ponašanje finansijskih institucija i b.) fokusirani na finansijsku parametrizaciju tržišta finansijskih usluga.

Prvu grupu sačinjavaju sledeći, u radu sprovedeni, istraživački zadaci: a.) komparacija strukture i osnovnih karakteristika odabranih nacionalnih bankarskih sektora, b.) uporedna analiza performansi šireg skupa bankarskih sistema po četiri kriterijuma, c.) relevantnost konsolidovanih podataka, po sektorima i zemljama, za ocenu finansijske stabilnosti banaka, d.) markiranje promena u okruženju koje determinišu prirodu bankarskog poslovanja u budućnosti, e.) interpretacija motiva za sprovođenje prekograničnih merđžera i akvizicija, f.) analiza rezultata realizovanih prekograničnih merđžera i akvizicija, g.) sistematizovanje determinanti pravca geografske ekspanzije banaka, h.) interpretacija izbora između supsidijara ili filijale kod prekogranične ekspanzije banaka, i.) kvantifikacija prekograničnog kreditiranja nefinansijskih subjekata, j.) kvantifikacija prekograničnog međubankarskog kreditiranja i njegovih specifičnosti po grupama zemalja, k.) prikaz distorzija u međubankarskom kreditiranju koje su rezultat krizne politike Evropske centralne banke, l.) analiza portfolija hartija od vrednosti banaka i investicionih fondova prema geografskom poreklu emitenta i m.) uticaj državnih mera finansijske podrške bankarskom sektoru evrozone na finansijsku integraciju.

Istraživački naponi koji su fokusirani na parametrizaciju integracije tržišta finansijskih usluga se razvrstavaju na sledeće istraživačke zadatke: a.) objašnjenje primene Zakona jedinstvene cene u svrhu ocene stepena finansijske integracije, b.) prikaz klasifikacije pokazatelja finansijske integracije, c.) pojašnjenje metodologije za obračun pojedinačnih pokazatelja i njihova interpretacija, d.) kalkulacija pojedinačnih pokazatelja integracije u evrozoni sistematizovanih prema pet razmatranih segmenata tržišta finansijskih usluga: tržište novca, tržište državnih obveznica, tržište korporativnih obveznica, tržište akcija i tržište bankarskih usluga, e.) kalkulacija pojedinačnih pokazatelja integracije u zemljama istočne Evrope sistematizovanih prema tri razmatrana segmenta tržišta finansijskih usluga: tržište novca, tržište državnih obveznica i tržište bankarskih usluga, f.) elaboracija kretanja pojedinačnih pokazatelja integracije u vremenu, g.) elaboracija uticaja finansijske krize po grupama zemalja i tržišnim segmentima, h.) kritička elaboracija dostignutog stepena integracije na pojedinim segmentima tržišta uzimajući u obzir uložene napore i ostvarene rezultate, i.) evidencija činilaca koji su presudno uticali na ostvareni uspeh u integraciji, j.) rangiranje zemalja, tamo gde to konkretni pokazatelji omogućavaju, prema uspehu u integraciji i k.) procena razvoja finansijske integracije u budućem periodu.

Srpski finansijski sektor je obuhvaćen integracionim procesima koji se intenzivno odvijaju u evropskim razmerama. Analiza evropskih iskustava pomaže razumevanju izazova procesa koji je pred Srbijom, uslova za njegov uspeh i izvlačenju pouka o reformama i merama koje su sastavni deo integrativnog puta, kao i njegovim krajnjim dometima u našem specifičnom slučaju.

### **3. Osnovne hipoteze od kojih se polazilo u istraživanju**

Kandidat je polazeći od aktuelnih naučnih stavova i verifikovanih naučnih rezultata iz relevantnih radova, koji su ukršteni sa sopstvenim razmatranjima i rezultatima empirijskog istraživanja pristupio proveriti validnosti sledećih istraživačkih hipoteza:

Hipoteza 1: Finansijska integracija je relevantna za ekonomski rast i razvoj, i u pravilu vodi njihovom ubrzanju.

Hipoteza 2: Finansijska integracija podstiče evoluciju diferentnih nacionalnih finansijskih sistema u smeru modernije, inovativnije, konkurentnije i kohezivnije celine.

Hipoteza 3: Optimalan ishod u pogledu procesa finansijske integracije, uzimajući u obzir njegove koristi i prateće rizike, se može postići samo ukoliko je on planski usmeravan i nadziran od strane nadležnih institucija.

Hipoteza 4: Smer internacionalizacije poslovanja finansijskih institucija se nalazi pod uticajem finansijske integracije, koja posebno stimuliše prekogranične merđžere i akvizicije što vodi konsolidaciji u finansijskom sektoru.

Hipoteza 5: Performanse bankarskog sektora u starim i novim zemljama članicama EU se razlikuju, pri čemu se po profitabilnosti ističu nove, a po efikasnosti poslovanja stare članice.

Hipoteza 6: U evrozoni najviši stadijum integracije ispoljava tržište novca, zadovoljavajuće visok nivo integracije beleže tržište državnih obveznica, tržište akcija i tržište korporativnih obveznica, a nezadovoljavajući nivo integracije karakteriše tržište bankarskih usluga.

Hipoteza 7: Finansijska integracija u zemljama istočne Evrope ubrzano napreduje, ali rezultati variraju po različitim segmentima finansijskog sistema. Tržište novca beleži izrazito stabilan napredak u integraciji, dok tržište državnih obveznica zaostaje.

Hipoteza 8: Potpuna unifikacija bankarskih kamatnih stopa u svim zemljama istočne Evrope sa kamatnim stopama u evrozoni nije moguća zbog opstajanja razlika u institucionalnim i drugim faktorima kojima se opisuju stanje ekonomskog okruženja.

Hipoteza 9: U zemljama istočne Evrope kod kredita odobrenih stanovništvu najveća brzina konvergencije kamatnih stopa se opaža kod potrošačkih kredita, dok se kod kredita preduzećima ističu prekoračenja po tekućem računu i ost.

Hipoteza 10: Finansijska kriza je imala snažnije negativno dejstvo na nivo finansijske integracije u evrozoni nego u zemljama istočne Evrope.

#### **4. Kratak opis sadržaja disertacije**

Rad na celovit način izlaže tematiku finansijskih integracija iz teorijskog i empirijskog ugla. Strukturiran je u četiri dela iza kojih slede zaključna razmatranja.

Prvi deo rada (od str. 14 do str. 133) postavlja temelje dalje analize. U njemu se pravi paralela između ekonomske integracije i finansijske integracije, kako bi se razumela bliskost, komplementarnost i uzajamna uslovljenost ovih procesa. Difuzni efekti finansijske integracije na finansijski sistem opravdavaju elaboraciju njegovih funkcija kao potencijalnih kanala putem kojih se rasprostire uticaj integracije. Nakon toga, daje se detaljan pregled koristi i implikacija finansijske integracije pozivajući se na radove eminentnih autora iz oblasti. Finansijska integracija i finansijski razvoj su koncepti čija se realizacija zbiva u okvirima finansijskog sistema. Iako dva po suštini različita koncepta, oni se nužno međusobno prepliću jer oba u krajnjoj liniji utiču na rezultate finansijskog sistema i njegovo skladno funkcionisanje. Koncept finansijskog razvoja je stariji pa stoga detaljnije istraživački proučavan, a iz toga proizlazi već razvijena metodologija merenja nivoa finansijskog razvoja koja se i dalje usavršava. Shodno tome razlikuju se tradicionalni indikatori finansijskog razvoja i indikatori novijeg datuma. Obe grupe indikatora je moguće utvrditi samo kod razvijenih zemalja, pa se u radu daje njihov pregled za stare članice Evropske Unije, SAD, Japan i Švajcarsku. Teorijsku sponu između finansijskog razvoja i integracije sa jedne strane i ekonomskog rasta sa druge strane pruža Solow-ljev model. Na taj način se dilema o uticaju razvijenosti finansijskog sektora na

privrednu aktivnost i realnu ekonomiju smešta u kontekst klasične teorije privrednog rasta i razvoja, čime se daju validni argumenti koji idu u prilog hipotezi da nivo finansijskog razvoja determiniše ekonomski rast. Prihvatanje ove hipoteze daje novu perspektivu podsticanju i upravljanju finansijskim razvojem, jer se on može koristiti kao instrument za postizanje konvergencije dugoročnih stopa privrednog rasta grupe zemalja. Određeni radovi ukazuju da ova veza nije linearna, odnosno da se ne može očekivati da će sve zemlje sa podizanjem nivoa finansijskog razvoja težiti istoj dugoročnoj stopi rasta. Umesto toga, ističe se granična vrednost u nivou finansijskog razvoja čiji prelazak usmerava zemlju na putanju konvergencije stopa rasta. U suprotnom slučaju dugoročna stopa privrednog rasta zemlje može varirati, ali je striktno niža od jedinstvene stope kojoj teže zemlje sa razvijenim finansijskim sistemom. U kontekstu razmatranja konvergencije sprovedena je empirijska analiza na nivou EU zemalja koja prati da li njihovi nivoi BDP-a per capita konvergiraju u posleratnom periodu. Izlaganje koncepta finansijskog razvoja se okončava prikazom zaključaka iz najrelevantnijih radova posvećenih ovoj temi, od kojih su neki detaljnije prikazani sa njihovim rezultatima. Uvod u studiju slučaja finansijske integracije u Evropi započinje sa prezentacijom koraka, mera i uslova koji moraju biti ispunjeni da bi se postiglo jedinstveno tržište finansijskih usluga. Snažan stimulans integraciji u EU su činile direktive koje su donosile ovlašćena tela u EU. Krupni koraci su načinjeni Prvom i Drugom bankarskom direktivom, kao i setom drugih direktiva usvojenih u osvit zaključenja Ugovora iz Matrihta kojim je *de jure* stvorena EU. Time su stvoreni i pravni uslovi da se fundamentalno izmeni pejzaž evropskog finansijskog sektora i tržišta finansijskih usluga. Nažalost, pokazalo se da opsežna legislativna aktivnost nije dovoljna za izmenu faktičkog stanja, jer je izostala prilježnost i posvećenost u primeni tih direktiva, a nije bila retka i nekonzistentnost u njihovoj primeni od strane zemalja članica. Zato se krajem 1990-ih pribeglo formulisanju Akcionog plana za kompletiranje jedinstvenog tržišta finansijskih usluga. Intencije plana su sažete u četiri strateška cilja, a njegova primena obeležila je prvu dekadu XX veka. Sastavni deo izlaganja uspostavljanja jedinstvenog tržišta finansijskih usluga u Evropi je i prikaz modela integracije tržišta kapitala.

Drugi deo rada (od str. 134 do str. 243) je usmeren na ocenu trenutnog stanja i prikaz obeležja nacionalnih bankarskih sistema evropskih zemalja, kao i strateške i operativne aspekte upravljanja i rasta banaka. Obzirom da je dugi niz decenija u poslovanju evropskih banaka preovladavala nacionalna dimenzija, nacionalni bankarski sistemi su evoluirali svaki na sebi svojstven način. Detaljnije su zbog toga izložena distinktivna obeležja i strukture bankarskih sistema u tri najveće privrede evrozone - nemačkoj, francuskoj i italijanskoj. U svakom od ovih sistema i dalje se jasno ističu obeležja koja se mogu pripisati njihovom istorijskom nasleđu. Snažna tendencija ustrojavanja bankarskog sektora na tržišnim principima u tri navedene zemlje otpočinje sa formiranjem EU, ali uprkos talasu privatizacije bankarskih organizacija koje su u državnom vlasništvu i transformaciji organizacija neakcionarskih formi privrednih društava (kreditne zadruge) u akcionarske, izvesne privilegije za obe vrste organizacija se zadržavaju do današnjih dana što im obezbeđuje ne samo opstanak, već i impozantan uticaj na tekuće bankarske tokove i dešavanja. Nakon detaljne analize tri krupna bankarska sistema u radu se prelazi na analizu performansi bankarskih sistema većine evropskih zemalja, SAD, Rusije, Švajcarske i Japana. Svrha komparacije performansi sistema je dvojaka. Sa jedne strane nastoje se izdvojiti sistemi koji konzistentno po performansama nadilaze ostale, da bi se sa druge strane identifikovale strategije, poslovni modeli i oblici organizacije koji su izvor komparativne prednosti i uspeha banaka iz tih sistema. Performanse bankarskih sistema se opisuju preko seta od četiri indikatora kojima se izražava efikasnost i profitabilnost bankarskog sektora: a.) stopa prinosa na sopstveni kapital, b.) stopa prinosa na ukupnu imovinu, c.) neto kamatna margina i d.) ratio nekamatnih poslovnih troškova i zbira neto kamatnih i nekamatnih prihoda. Budućnost bankarske delatnosti zavisi od glavnog generatora prihoda za banke, a kamatni prihodi pokazuju znake posustajanja u odnosu na nekamatne. Proces dezintermedijacije je jedan od uzroka ovakvih tendencija. Njegov intenzitet se proverava na uzorku pet najvećih zemalja EU i pet jugoistočno-evropskih zemalja članica. U tu svrhu prati se evolucija strukture finansijske imovine domaćinstava i finansijskih obaveza nefinansijskih preduzeća u vremenu. Finalni deo druge glave je usredsređen na talas konsolidacije u bankarskom sektoru. Merdžeri i akvizicije su fokalni instrument za njeno sprovođenje. Međutim, prekogranični merdžeri i akvizicije imaju značenje ne samo sa aspekta preko potrebne konsolidacije, već i finansijske integracije. Dok se konsolidacijom u domaćim okvirima vrši tržišno restrukturiranje domaćeg bankarskog sektora, prekogranična konsolidacija je kanal za tržišno restrukturiranje šireg geografskog područja, odnosno regionalnog pa čak i globalnog

restrukturiranja sektora. Imajući to u vidu u radu se prvo razmatraju opšti razlozi i motivi povezivanja i spajanja bankarskih institucija, a zatim i posebni koji se odnose na poslovne integracije prekograničnog karaktera. Nakon pregleda literature koja ima za cilj proveru zasnovanosti glavnih teorijskih motiva za pripajanja i spajanja banaka na činjeničnoj realnosti, kao i determinanti postakvizicionih performansi, prelazi se na evaluaciju realizovanih evropskih prekograničnih merđžera i akvizicija u poslednjoj deceniji. Uporedo sa tim vrši se komparacija modela penetracije inostranih tržišta, gde se sa jedne strane ulazak na inostrano tržište realizuje preko supsidijara ili preko filijale, sa druge strane. Komparacija modela se vrši praćenjem apsolutnog broja ovih poslovnih entiteta, kao i njihovim postignutim tržišnim učešćem u pojedinačnim zemljama. Na kraju, sumira se delotvornost ovih modela u poslovnoj praksi uz isticanje njihovih prednosti i nedostataka.

U trećem delu rada (od str. 244 do str. 402) prezentovan je u njegovom inicijalnom delu sistem indikatora za merenje finansijske integracije. Pojava i usavršavanje pokazatelja finansijske integracije nisu držali korak sa merama i akcijama koje su na nivou EU preduzimane kako bi se postiglo jedinstveno tržište finansijskih usluga u Evropi. Prva celovita studija o pokazateljima finansijske integracije je izrađena 2002. god, a zajedno sa drugom studijom izrađenom 2004. god. sačinjava metodološki okvir za konstrukciju savremenih pokazatelja finansijske integracije. Početni deo ove glave zauzima prezentacija osnovne tipologije indikatora. Izdvajaju se tri vrste indikatora: a.) indikatori zasnovani na cenama, b.) indikatori zasnovani na vestima i c.) indikatori zasnovani na kvantitetima. Dopunska klasifikacija indikatora naglašava kriterijum sofisticiranosti njihovog obračuna, pa se prema njoj raspoznaju direktno i modelom obračunati indikatori. Teorijsko uporište pri koncipiranju indikatora čini Zakon jedinstvene cene. Zbog toga je ideja vodilja pri razvijanju indikatora njihova podobnost za testiranje važenja ovog zakona u stvarnosti. Međutim, konkretan način na koji će se to sprovesti varira u zavisnosti od segmenta finansijskog tržišta na kome se ispituje dostignuti nivo integracije. Naime, nijedan pokazatelj se ne može koristiti sa jednakim uspehom na svim segmentima finansijskog tržišta, u nekim slučajevima to uopšte neće biti moguće, a nekada njegova primena implicira blagu modifikaciju. Srž Zakona jedinstvene cene je da finansijske aktive koje nose isti rizik moraju imati i isti očekivani prinos, nezavisno od domicilnosti njihovih emitenata i holdera. Osmišljen način za testiranje ove tvrdnje podrazumeva praćenje i upoređivanje prinosa na različite aktive, pri čemu inicijalni korak čini odabir uporedivih finansijskih aktiva. Izuzetak u ovom smislu čine indikatori zasnovani na kvantitetima koji ukazuju na određene aspekte finansijske realnosti i dešavanja koji su važni za ocenu nivoa integracije, a koji se ne mogu obuhvatiti i izraziti drugim dvema vrstama iz čega proizlazi da se u oceni stadijuma integracije ne mogu prenebreći. Pojedinačni indikatori se u radu izlažu na način da se može pratiti njihov osnovni smisao i informativna vrednost, procedura i način obračuna, uz isticanje njihovih prednosti i ograničenja. To znači da je prezentacija svakog indikatora praćena kritičkim osvrtom na njegovu konstrukciju, obračun i interpretaciju. Nakon sistematskog prikaza odabranih indikatora iz svake od tri generičke vrste, prelazi se na konkretizaciju njihove primene i obračuna na primeru zemalja evrozone.

Podelom integralnog finansijskog tržišta na pet sastavnih segmenata uobličen je plan evaluacije finansijske integracije u evrozoni kojoj je posvećen drugi deo treće glave rada. Na ovaj način izvode se separadni zaključci o stadijumu integracije, što olakšava detektovanje delova tržišta na kojima se integracija sporo odvija, da bi se njihovom sintezom izveo sveobuhvatan zaključak o stanju integracije. Integracija segmenta tržišta novca se prva ispituje. To se čini preko sagledavanja disperzije kamatnih stopa, odnosno obračuna njihove standardne devijacije, odvojeno za tržište nekolateralizovanih i kolateralizovanih kredita. Pri tome se posmatraju tri različite ročnosti kod nekolateralizovanih kredita i dve ročnosti kod kolateralizovanih. Kretanje standardne devijacije stopa kod obe vrste kredita je praćeno komentarima uzroka za njihovih osetljivijih promena. U tom smislu posebno se izdvaja turbulentni period 2008-2012. god. u čijoj analizi istaknuto mesto zauzima analiza viška likvidnosti u bankarskom sistemu, dok se kod kolateralizovanih kredita ističu još konsideracije vezane za vrstu kolaterala i ulogu centralne ugovorne strane. Među kvantitativnim pokazateljima tržišta novca apostrofira se struktura ukupno obavljenih transakcija prema kriterijumu rezidentnosti druge ugovorne strane, a da bi se bolje razjasnila dešavanja tokom kriznog perioda uvodi se pomoćni pokazatelj - ukupna zaduženost banaka - koji se posebno utvrđuje za banke iz zemalja koje su zahvaćene krizom i koje nisu zahvaćene krizom. Drugi analizirani segment je tržište državnih obveznica. Nakon rezimea karakteristika ovog tržišta, prelazi se na obračun standardne devijacije spređa u prinosima



obveznica tri referentne ročnosti, koji je kod desetogodišnjih obveznica praćen još intervalom varijacije i interkvartilnom razlikom. Analiza integracije tržišta državnih obveznica se zaključuje indikatorima proisteklim iz regresione analize u kojoj se promena u prinosima državnih obveznica regresira na promenu u prinosima referentne obveznice. Iz te regresije preuzimaju se vrednosti odsečaka i koeficijent nagiba (beta koeficijent), od kojih veći ponder značaja ima potonji koeficijent. Tržište korporativnih obveznica kao treći segment se obrađuje na način analogan tržištu državnih obveznica, polazeći od njegovih karakteristika. Za razliku od tržišta državnih obveznica kod korporativnih obveznica se ne mogu direktno komparirati prinosi, već se pristupa njihovom razlaganju (preciznije spreda u prinosima) na sastavne komponente. Koristi se dupla regresija pri kojoj se u prvoj iteraciji spred u prinosima regresira na faktore rizika, da bi se u drugoj iteraciji slučajna greška iz te regresije koristila kao zavisna varijabla koja se regresira na veštačke promenljive za zemlje. Glavnu informativnu vrednost poseduju koeficijenti uz veštačke promenljive za zemlje. Pored kretanja njihove vrednosti po pojedinačnim zemljama obračunava se i njihova disperzija. Drugi korišćeni indikator zasnovan na cenama je disperzija premija kod petogodišnjih CDS-ova. Njegov smisao je takođe da se ustanovi veličina efekta zemlje u objašnjenju kretanja prinosa na obveznice. Da bi se eliminisali drugi bitni faktori rizika analiza se sprovodi samo na dva sektora - bankarskom i telekomunikacionom, uz pažljiv odabir kompanija čije premije na CDS-ove će se koristiti u obračunu kako bi se postigla maksimalna homogenost uzorka. U načelu, ishod ovog postupka je da se promena premije prvenstveno može pripisati geografskom poreklu banke ili telekomunikacione kompanije. Naposletku, u okviru kvantitativnih pokazatelja integracije istražuju se prekogranične investicije u dužničke hartije od vrednosti MFI sektora i struktura portfolija investicionih fondova. Integracija preposlednjeg segmenta - tržišta akcija - je ocenjena preko pokazatelja zasnovanih na cenama, disperzije prinosa indeksa akcija i kvantitativnih pokazatelja. Primarni indikatori integracije su mera osetljivosti lokalne stope prinosa na šokove iz evrozona i sveta i njen rasio varijanse. Prvi indikator pokazuje snagu transmisije šoka iz evrozona na lokalno tržište akcija, a drugim se objašnjavaju varijacije njegove stope prinosa. Kvantitativni pokazatelji integracije ispituju geografsku strukturu portfolija vlasničkih hartija od vrednosti rezidenata evrozona. Obzirom na dominaciju bankarske intermedijacije u Evropi, integracija tržišta bankarskih usluga se čini najuticajnijom sa stanovišta svojih efekata na ukupan napredak procesa evropske finansijske integracije. Indikatori integracije se razvrstavaju u dve grupe - indikatori zasnovani na cenama i kvantitativni indikatori. U prvu grupu spadaju disperzija prosečnih nacionalnih kamatnih stopa i beta konvergencija, a u drugu različite varijante kompozicije prekogranične aktivnosti banaka. Pored njih, razmatra se i upotrebna vrednost praćenja promena u kreditnoj politici i kreditnim standardima banaka koja može biti pomoćno sredstvo za oblikovanje kompletnije slike o uslovima kreditiranja po zemljama, pa samim tim i merilo nivoa integracije tržišta. Neophodni podaci u ovom slučaju se dobijaju iz anketa koje popunjavaju banke. Istraživanje integracije tržišta bankarskih usluga je kompleksno iz više razloga, a koji uglavnom proističu iz multiproizvodne strukture delatnosti i širokog obuhvata analize, pa je izvođenje svodne ocene o stepenu integracije veoma delikatno. Pored analize pojedinačnih indikatora u ovom delu se daje i pregled prirodnih i veštačkih barijera koje usporavaju i ometaju integraciju u ovoj sferi.

U trećem delu rada izložen je instrumentarijum za ocenu stepena finansijske integracije, čija primena je prikazana na grupi zemalja evrozona, grupi zemalja čijoj finansijskoj integraciji je posvećena pozamašna zbirka naučnih radova. Međutim, Srbija i njoj bliske zemlje, sa izuzetkom Slovenije, ne pripadaju toj grupi, a manje ili više otvoreno joj streme. Kada se posmatra familija istočnoevropskih zemalja onda bi ispravan postupak ocene njene finansijske integracije ovu činjenicu morao uzeti u obzir.

Četvrti deo rada (od str. 403 do str. 452) se pridržava pomenute premise, jer benčmark vrednosti pri izvođenju indikatora integracije potiču iz evrozona. Analiza je separirana u dve tačke. Prva tačka ispituje integraciju finansijskih tržišta u užem smislu, a druga tržišta bankarskih usluga. Kod tržišta novca može se tretirati jedino tržište nekolateralizovanih kredita, obzirom da se tržište kolateralizovanih kredita pojavljuje samo u tragovima u nekim zemljama. Indikator integracije je istovetan kao u slučaju analize evrozona - disperzija kamatnih stopa. Ova disperzija se, iz kontrolnih razloga, posebno računa u odnosu na aritmetičku sredinu svih referentnih stopa iz 15 analiziranih zemalja, i u odnosu na referentnu kamatnu stopu u evrozoni - EONIA i EURIBOR. Komparacija se sprovodi ne samo između mera disperzije kamatnih stopa na međubankarske kredite istočnoevropskih zemalja različitih ročnosti, već i sa dotičnom disperzijom u

evrozoni. Nakon tržišta novca prelazi se na tržište državnih hartija od vrednosti. Obzirom da sve do 1990-ih ovo tržište u analiziranim zemljama nije postojalo, daje se pregled njegovog razvoja i aktuelne važnosti za finansiranje budžetskog deficita. Predmet analize integracije u ovom slučaju je segment desetogodišnjih državnih obveznica. Za njega se utvrđuje nekoliko indikatora: spread u prinosima, disperzija sprema u prinosima, odsečak i koeficijent nagiba regresije i racio varijanse regresije. Obzirom da se ocena regresione jednačine utvrđuje za svaku zemlju, moguće je dati specifičnu interpretaciju, pojedinačno po zemljama, dostignutog stepena integracije tržišta desetogodišnjih obveznica. Zahvaljujući tom pristupu zemlje se razvrstavaju u dve grupe. Jednu grupu čine zemlje sa niskom vrednošću racia varijanse, a drugu sa visokom vrednosti. Ovo se može tumačiti na način da inherentne karakteristike zemalja, koje se relativno sporo menjaju, predisponiraju neke zemlje na viši, a neke na niži nivo integracije. Takođe, pošto analiza ima vremensku dimenziju moguće je pratiti zaokrete u nivou integracije, koji mogu biti kako pozitivni tako i negativni.

Ipak, najdinamičnija po brzini promena i najuticajnija po proizvedenim efektima komponenta procesa finansijske integracije u Istočnoj Evropi je integracija tržišta bankarskih usluga. Bankarski subjekti istočnoevropskih zemalja su se početkom 1990-ih nalazili pred krupnim izazovom prilagođavanja na tržišne principe poslovanja u okruženju koje je karakterisala temeljna reforma bankarskog sektora. Delimično zbog makroekonomskih okolnosti, a delimično zbog neuspešne regulatorne reforme sektora koja je suviše liberalizovala osnivanje novih banaka pre nego što su podignuti kapaciteti centralnih banaka za sprovođenje efektivne prudencijalne kontrole, nastupile su veće bankarske krize. Ove krize su radikalnu reformu sektora učinile još potrebnijom i neodložnijom. U isto vreme, privlačnost istočnoevropskih tržišta nije ostavila ravnodušnim zapadnoevropske banke koje su u njima prepoznale snažne potencijale raste i profitne margine značajno više nego u njihovim matičnim zemljama. Tako su dotični sektori reformisani zahvaljujući dvema ključnim pokretačkim snagama - unutrašnjom institucionalnom reformom i poslovnom praksom koju su unele strane banke kroz osnivanje svojih supsidijara. Rezultat toga su stasali i preobraženi nacionalni sektori koji ubrzano podižu nivo svoje razvijenosti, pružajući zadovoljavajuće finansijske usluge kako privredi tako i građanima. Jedan aspekt njihovog daljeg razvoja pokriva uspešnost inkorporacije u bankarski sistem evrozone, a on se razmatra u poslednjoj tački rada.

Za razumevanje miljea u kojem se integracija nacionalnih tržišta bankarskih usluga danas odvija relevantno je ukazati na ključna strukturalna obeležja - veličinu i učesnike na tržištu. Veličina je prikazana kroz udeo ukupnih plasmana privatnom sektoru u bruto domaćem proizvodu, a sve banke su kategorizovane u dve grupe- banke u domaćem i stranom vlasništvu. Detaljnija analiza banaka u stranom vlasništvu je sprovedena na način da se identifikuje zemlja porekla banaka i izloženost tih zemalja istočnoevropskim tržištima. Iz analize proizlazi da geografske, kulturne i istorijske veze i bliskosti sa istočnoevropskim zemljama predodređuju prekograničnu ekspanziju zapadnoevropskih banaka. Kandidati za indikatore integracije su disperzija kamatnih stopa i beta konvergencija. Obzirom na snagu informativnosti i interpretacije, autor se opredelio za obračun drugog, kompleksnijeg indikatora. Beta konvergencija meri brzinu konvergencije kamatnih stopa, a njen obračun podrazumeva sprovođenje panel regresione analize. Obzirom da ona implicira da je vrednost beta koeficijenta jednaka za sve zemlje, ali da se odsecci (fiksni efekti) razlikuju, analiza je pogodna za izvođenje svodne ocene o nivou integracije, kao i individualnih ocena po zemljama na bazi fiksnih efekata. U sektoru stanovništva ocenjuje se konvergencija kamatnih stopa na potrošačke i stambene kredite, kao i oročene depozite sa rokom dospeća od godinu dana. U sektoru privrede ispituje se konvergencija stopa na kratkoročne kredite i prekoračenja po tekućem računu, revolving kredite i dug po kreditnim karticama. Za svaku konvergenciju definiše se nekoliko razvojnih faza beta koeficijenata. Takođe, vrši se analiza promena u brzini konvergencije između prekriznog i postkriznog perioda, uzimajući 2008. god. kao godinu nastupanja krize. Pored toga, proverava se brzina zatvaranja jaza u kamatnim stopama, a vrši se i obračun dugoročne, sistematske razlike u kamatnim stopama. Ova tačka se zaključuje vremenskom evolucijom prosečne vrednosti fiksnih efekata.

## **5. Metode koje su primenjene u istraživanju**

U disertaciji se opaža primena više priznatih naučno-istraživačkih metoda kojima se definiše skup usredsređenih postupaka i procedura posredstvom kojih se dolazi do novih naučnih saznanja i zaključaka. U disertaciji su iznošeni sopstveni stavovi, mišljenja, zapažanja i zaključci kandidata do kojih se primarno došlo primenom dva generalna naučna metoda utemeljena na logičkom rasuđivanju, induktivni i deduktivni metod. Pored njihove izolovane primene, oni se koriste i u koordinaciji sa drugim primenjenim metodima, pogotovo onima kvantitativne prirode. Prilikom izlaganja hronološkog razvoja određenih pojava i dešavanja, kao što je evolucija finansijske integracije u Evropi, koristio se istorijski metod. U radu se najčešće kao osnovne jedinice posmatranja pojavljuju pojedinačne zemlje, a obzirom na veliki broj indikatora različitog tipa koji se za njih utvrđuju i čija uporedna analiza se sprovodi, komparativni metod se učestalo aplicira u radu. U razmatranju konstalacije društvenih odnosa koji karakterišu ambijent u kome se odvija finansijska integracija upotrebljava se sociološki metod. Ishod sprovedenih kvantitativnih analiza implicira organizovanje zemalja u grupe u skladu sa bliskošću vrednosti obračunatih pokazatelja što se realizuje primenom metoda klasifikacije. Isti metod se primenjuje i prilikom razvrstavanja relevantnih indikatora finansijske integracije i finansijskog razvoja na osnovne tipove ili kategorizacije merdžera i akvizicija. Prilikom izlaganja relevantnih teorijskih stavova i pristupa, kao i sumiranja rezultata empirijskih istraživanja drugih eminentnih autora kandidat se oslonio na deskriptivni metod.

Kandidat u radu ekstenzivno koristi podatke, čiji je kvantitet pozamašan, iz različitih izvora. Među tim izvorima izdvajaju se: a.) Evropska centralna banka, b.) EUROSTAT, c.) baze statističkih podataka centralnih banaka 15 istočnoevropskih zemalja, d.) Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj (OECD), e.) Evropska banka za obnovu i razvoj (EBRD), f.) Međunarodni monetarni fond (IMF), g.) Banka za međunarodna poravnanja iz Bazela (BIS), h.) Evropska komisija, i.) Svetska banka (WB), j.) Penn World Table 7.1. i k) Indicser. U radu sa podacima kandidat primenjuje sledeće operacije: a.) prikupljanje originalnih podataka, b.) procesuiranje podataka i generisanje novih podataka/pokazatelja, c.) grafički i tabelarni prikaz podataka i d.) unošenje podataka u model.

Prilikom rada sa računovodstvenim podacima kandidat se oslanja na metod ratio analize. Ova metoda se primenjuje prilikom ocene performansi bankarskih sistema kada kandidat koristi podatke iz agregatnih bilansa bankarskog sektora.

U radu sa makroekonomskim i finansijskim podacima, koji se primarno koriste za izvođenje pokazatelja finansijske integracije, autor se oslanja na statističke i ekonometrijske metode analize. Ovi metodi se primenjuju na uporedne podatke i podatke vremenskih serija. Bazični nivo statističke analize se zasniva na izvođenju deskriptivne statistike, među kojom se posebno izdvajaju mere disperzije. Ekonometrijska analiza se zasniva na primeni: a.) jednostavnog linearnog regresionog modela, b.) višestrukog linearnog regresionog modela, c.) analize vremenskih serija i d.) modelu panela.

Specifičnost izražavanja i izveštavanja o pokazateljima finansijske integracije jeste potreba obezbeđenja relativno frekventne vremenske dimenzije za njihovo praćenje. U tu svrhu se kod indikatora kao što su beta koeficijent ili brzina konvergencije kamatnih stopa za praćenje promena u stepenu integracije primenjuje pristup pokretne regresije, pri čemu se koristi vremenski prozor od 18 mesečnih podataka koji se pomera za po jedan mesec unapred sve do podataka za poslednji mesec, kako bi se proizvela vremenska serija dotičnih indikatora. Kandidat dosledno prati ispunjenost pretpostavki primenjenih modela relevantnih za njegovu pouzdanost, kao što su uslov stacionarnosti serije i testovi specifikacije modela. Kada ciljevi istraživanja to zahtevaju, kao u slučaju testiranja uticaja finansijske krize na stepen integracije, kandidat regularno uvodi vremenske veštačke varijable. Takođe, u radu se primenjuje i metod portfolio analize.

## **6. Ostvareni rezultati i naučni doprinos**

Fuzija ekonomskih sistema zemalja koje su obuhvaćene integrativnim tokovima ostavlja dubok trag na način funkcionisanja tržišta finansijskih usluga koje se prilagođava novoj realnosti. Budući da su izazvane promene korenite i dalekosežne, analiza dosadašnjih iskustava i ostvareni napredak u finansijskim integracijama privlače rastuću istraživačku pažnju. Težnja istraživača koji se bave ovim novim poljem istraživanja je da

definišu i obrazlože ključne koncepte, ciljeve, determinante, pokretače, relacije i efekte koji objašnjavaju i rasvetljavaju analizirani proces, sa posebnim naglaskom na razvoju odgovarajuće metodologije za ocenu i praćenje evolucije finansijske integracije. Novo istraživačko polje se kontinuelno popunjava radovima koji proširuju granice znanja i razumevanja fenomena finansijske integracije, a toj liniji razmatranja i istraživanja pripada i razmatrani rad.

Kandidat uvod u problematiku finansijske integracije započinje presekom relevantne literature i sistematizovanjem stavova i zaključaka eminentnih autora, izdvajajući one koji su unisono prihvaćeni i komentarišući utemeljenost razmimoilaženja autora po nekim pitanjima. U uvodnom delu rada ističu se fundamentalna ekonomska načela i teorije, kao što su podela rizika, alokacija resursa, kompletnost tržišta, portfolio teorija i teorija privrednog rasta; iz kojih se razvija moderan pristup analizi finansijske integracije. Polazeći od verifikovanog doprinosa drugih autora kandidat razvija osoben konceptualno-metodološki okvir za razmatranje finansijske integracije u kojem zapaženo mesto pridaje odnosu između finansijske integracije i finansijskog razvoja. Ističući da je podsticanje finansijskog razvoja najsnažniji kanal uticaja finansijske integracije na ekonomski prosperitet zemlje utvrđuje se 5 indikatora finansijskog razvoja za 14 evropskih i 3 neevropske zemlje koji se prate u dvodecenijskom periodu. Konstatuje se da evropske zemlje kontinuelno podižu nivo finansijskog razvoja, ali da u odnosu na neevropske zemlje zaostaju po pitanju indikatora blisko povezanih sa finansijskim berzama. Premda je veza između finansijskog razvoja i privrednog rasta potvrđena u mnogobrojnim radovima ostalo je otvoreno pitanje smera uzročnosti. Na osnovu nalaza referentnih radova koje kandidat studiozno analizira, a u kojima se koriste različite ekonometrijske metode, ubedljivo se tvrdi da smer uzročnosti kreće od finansijskog razvoja. Kao glavni mehanizam dotičnog smera uzročnosti apostrofira se otvoren i širok pristup eksternim izvorima finansiranja preduzeća.

Kandidat je sproveo empirijsku evaluaciju rezultata procesa realne konvergencije u Evropskoj Uniji u intervalu od šest decenija. Potvrđeno je da zemlje koje se nalaze na nižem nivou razvijenosti beleže više stope privrednog rasta, te da su do 1990-tih to bile u prvom redu mediteranske zemlje, a u potonjem periodu baltičke zemlje. Snaga procesa konvergencije opada sa proširenjem Evropske Unije, jer se brzina rasta dobrog dela novih članica, relativno gledano u odnosu na razvijene članice, nalazi ispod nivoa koji je karakterisao najmanje razvijene stare članice EU u periodu do 1990-ih.

Razmatrajući legislativno-regulatorne napore na nivou EU preduzete sa ciljem konstituisanja pravnog okvira jedinstvenog tržišta finansijskih usluga kandidat zaključuje da se često dešavalo da članice opstruišu primenu novih propisa. Uprkos tome, postignuti rezultati su prominentni i potvrđuju hipotezu da je neophodno da proces integracije bude promišljeno i aktivno vođen od strane nadležnih institucija. Takođe, u poslednjoj deceniji značajno je unapređena efikasnost implementacije propisa i mera, kao što su one povezane sa infrastrukturom platnog prometa.

Značajan napor kandidat je uložio u razjašnjenje metodologije konstruisanja pokazatelja finansijske integracije, njihovu interpretaciju i obračun. U delu u kome se daje ocena evolucije finansijske integracije u evrozoni kandidat je izložio ukupno 30 pokazatelja integracije, dok je ocena integracije tržišta finansijskih usluga u zemljama istočne Evrope izvedena na osnovu obračunatih 8 pokazatelja. Obzirom da se svaki pokazatelj utvrđuje odvojeno po zemljama ili po podvrstama finansijskih usluga na razmatranom segmentu finansijskog sistema efektivni broj izvršenih obračuna je višestruko veći od prostog broja pokazatelja.

Korišćeni indikatori finansijske integracije sugerišu da je tržište novca u evrozoni najintegrisaniji segment, dok je tržište bankarskih usluga najmanje integrisan segment. Uzorno visok nivo integracije pre krize su ispoljavali i tržište državnih obveznica i tržište korporativnih obveznica. Nakon izbijanja finansijske krize dolazi do pogoršavanja stanja finansijske integracije pri čemu se zemlje diferenciraju u dve grupe - zemlje zahvaćene krizom suverenog duga i zemlje bez krize suverenog duga. Stanje integracije u zemljama bez krize suverenog duga se stabilno vraća na prekrizni nivo, tako da se pogoršanje finansijske integracije u evrozoni u celini pripisuje drugoj grupi. Tržište akcija je jedino na koje finansijska kriza nije ostavila negativan trag.

Analiza u zemljama istočne Evrope pokazuje stabilan napredak u integraciji tržišta novca i neuspeh integracije tržišta državnih obveznica. Tržište bankarskih usluga ispoljava heterogene nalaze o stepenu integracije. Upadljive su razlike u brzini konvergencije različitih bankarskih kamatnih stopa, kao i uticaj finansijske krize na nju. Jedan od kontroverznih rezultata istraživanja je da se ubrzava konvergencija kamatnih stopa kod potrošačkih kredita nakon izbijanja krize. Veličina dugoročnih razlika u kamatnim stopama ukazuje na sistematske različitosti ekonomskog okruženja među zemljama koje onemogućavaju potpunu uniformnost kamatnih stopa. Na opstanak segmentacije tržišta snažno utiču određene lokalne specifičnosti i ponašanja ekonomskih subjekata, što je argumentovano i na primeru Srbije. U ovom radu se Srbija po prvi put pojavljuje u analizama evropske finansijske integracije.

Izuzetno vredna zapažanja vezana za integraciju srpskog tržišta bankarskih usluga se izvode na osnovu vrednosti odsečka regresije beta konvergencije kod 5 razmatranih bankarskih proizvoda: a) samo kod stambenih kredita ocena odsečka nije statistički različita od nule, što se pripisuje državnom programu subvencionisanja kamatnih stopa, b.) ocenjene vrednosti svih odsečaka su pozitivne, što indicira postojanje bitnih razlika u institucionalnim i drugim generalnim faktorima između Srbije i zemalja evrozona zbog čega su naše kamatne stope konzistentno iznad referentnih iz evrozona, c.) najveća ocenjena vrednost odsečka se javlja kod potrošačkih kredita, d.) upoređujući ocenjene vrednosti odsečka kod oročenih depozita u svim istočnoevropskim zemljama po svojoj veličini na prvom mestu se nalazi vrednost odsečka u Srbiji, što se pripisuje spletu faktora koji su pomogli održavanju kamatnih stopa na povišenim nivoima, e.) analiza dugoročnih sistematskih razlika u kamatnim stopama pokazuje da se ona kreće u rasponu od 1,54 procentna poena kod oročenih depozita do 9,28 procentnih poena kod potrošačkih kredita.

Kandidat zaključuje da najveće benefite od finansijske integracije uživaju zemlje sa relativno nižim nivoom razvijenosti finansijskog sektora. U njima integracija pokreće proces ubranog sustizanja (*catching-up*) nivoa razvijenosti finansijskih sistema drugih naprednijih zemalja. Preneseno na evropski primer, veće koristi od integracije bi trebalo očekivati u novopridruženim članicama nego u starim, a ovo takođe vredi i za zemlje koje se trenutno nalaze u postupku pridruživanja među koje spada i Republika Srbija.

U radu se kritički preispituje uticaj članstva u EU i monetarne integracije za napredak u finansijskim integracijama. Postulira se da je značaj oba ostvarenja precenjen. Pristupanje EU ne ubrzava značajno finansijsku integraciju u pristupajućoj zemlji, dok pristupanje monetarnoj uniji proizvodi diferencijalan efekat koji se ispoljava samo na tržištu novca ali ne i na drugim segmentima. Diferencijalan efekat pokazuje koliko je za svaki segment bitno odmeriti najdelotvorniji instrument za podsticanje integracije.

Perspektiva evropske finansijske integracije ostaje snažna uprkos nepovoljnim događajima koji se zbivaju u poslednjim godinama. Finansijske institucije u rastućem stepenu profilišu svoju poslovnu strategiju uzimajući u obzir integrisani evropski finansijski prostor kao fokalno tržište. Analiza performansi nacionalnih bankarskih sektora ukazuje na atraktivnost tržišta zemalja istočne Evrope ka kojima migriraju banke iz zapadne Evrope, po pravilu u formi supsidijara. Supsidijari doprinose očuvanju finansijske stabilnosti istočnoevropskih zemalja po četiri osnova: a.) raspoložu sa naprednijim sistemom za upravljanje rizicima, b.) uživaju veće poverenje deponenata čime suzbijaju izgleda za izbijanje bankarskih panika, c.) doprinose stabilizaciji kreditnih tokova i d.) utiču na ponašanje domaćih banaka koje postaju efikasnije.

Na osnovu uvida u iskustva finansijske integracije svih analiziranih zemalja zaključuje se da zadovoljavajuće makroekonomske performanse, zdrav finansijski system, fleksibilne i transparentne finansijske institucije čine potporne stubove dostignuća savršene finansijske integracije.

Kandidat je sproveo serioznu analizu procesa finansijske integracije u evropskom podneblju, izvodeći generalne trendove, identifikujući periode ubrzanja i usporavanja integracije, ali i nazadovanja, čime je postavio kvalitetan okvir za sagledavanje kompleksnih zakonomernosti i činilaca koji karakterišu proces. Posebnu vrednost rada čini inkorporacija velikog broja pokrenutih pitanja i razmatranih tema povezanih sa integracijom u jednu skladnu i svrshodnu celinu. Rad, u celini uzev, zaslužuje zapaženo mesto u naučnom

opisu radova iz oblasti finansija, a njegovi nalazi i analize vrednu referentnu građu za druga dalja istraživanja iz navedene oblasti.

## 7. Zaključak i predlog Komisije

Polazeći od navedenih činjenica i iznesenih ocena u prethodnim tačkama ovog Izveštaja, Komisija je zaključila da je doktorska disertacija kandidata mr Velimira Lukića pod nazivom „**Finansijska integracija - teorijska i empirijska analiza**” urađena u skladu sa odobrenom prijavom, postavljenim predmetom, ciljevima i metodama istraživanja. Koncept i sadržina doktorske disertacije svedoče da se radi o originalnom i samostalnom naučnom delu koje zadovoljava važeće standarde. U disertaciji sprovedene analize i izvedeni zaključci čine ishodište novih saznanja iz razmatrane problematike i osnovu solidnog naučnog doprinosa.

S obzirom na navedeno, Komisija predlaže Naučno-nastavnom veću Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu da prihvati ovu doktorsku disertaciju i odobri njenu javnu odbranu.

Članovi komisije:

---

dr Aleksandar Živković, redovni profesor  
Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu

---

dr Boško Živković, redovni profesor  
Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu

---

dr Nenad Vunjak, redovni profesor  
Ekonomski fakultet Univerziteta u Novom Sadu

U Beogradu, 10. decembra 2014. god.