

NASTAVNO-NAUČNOM VEĆU BEOGRADSKE BANKARSKE AKADEMIJE -  
FAKULTETA ZA BANKARSTVO, OSIGURANJE I FINANSIJE

I

SENATU UNIVERZITETA UNION U BEOGRADU

Odlukom Nastavno-naučnog veća Beogradske bankarske akademije, Fakulteta za bankarstvo, osiguranje i finansije br. 419 od 8.7.2016. godine i odlukom Senata Univerziteta Uniona br. A 239-02/16 od 12.7.2016. imenovani smo u Komisiju za ocenu urađene doktorske disertacije kandidata **Sonje Rudić**, magistra ekonomskih nauka pod naslovom: „*Uloga derivata u upravljanju valutnim rizicima na finansijskom tržištu Srbije*“, o čemu podnosimo sledeći

I Z V E Š T A J

**Osnovni biografski podaci o kandidatu**

Sonja Rudić je rođena 12 marta 1965. godine u Beogradu. Diplomirala je na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu. Zvanje magistra nauka u užoj naučnoj oblasti Finansijski menadžmenta stekla je na Fakultetu za pomorstvo Kotor, na studijskom programu „Upravljanje sistemima“, odbranivši magistarsku tezu pod naslovom „Upravljanje finansijama u poslovnim sistemima pomorskog saobraćaja Jugoslavije“ (mentor: prof. dr Mladen Šljivančanin).

Od 1988. do 2001. godine radila je u kompaniji *Messer Tehnogas*, Beograd, a od 2001. godine zaposelna je u Narodnoj banci Srbije, gde se sada nalazi na poziciji generalnog direktora Sektora za devizne poslove.

Sonja Rudić je 2000. godine stekla stručnu licencu *Certified Accountant* Saveza računovođa i revizora Srbije. Pohađala je veći broj stručnih seminara u zemlji („*On the Spillover of Exchange-Rate Risk into Default Risk*“, Centar za investicije i finansije CIF, Beograd, 2010; „*SWIFT and International Payment Systems*“, SWIFT Training, Beograd 2009; „*Cross Border Payment Operations and Foreign Trade Financing*“, Technical Centralbank Coopertion/Deutsche Bundesbank and National Bank of Serbia/Fond „*Akademija za bankarstvo i finansije*“, Beograd, 2006; «*Jednoobrazna pravila za*

garancije na prvi poziv“, Pivredna komora, Beograd 2005; „Osnove finansija za menadžere“, Menadžment centar Beograd, Beograd 2002; „Biznis plan“, Menadžment centar Beograd, Beograd 2002; „QM - Sistem menadžmenta kvalitetom prema zahtevima ISO 9001:2000“, IIS – Istraživački i tehnološki centar Novi Sad, Petrovac na moru, Crna Gora, 2001; „Upravljanje promenama“, ACEE, Adižes centar za Jugoistočnu Evropu, Palić, 1999; „Upravljanje savremenim menadžmentom“, Privredna komora Jugoslavije, Beograd 1998) i inostranstvu („Advanced Financial Risk Management Methods“, Varšava, 2015; „Back Office Operation“, Pariz, 2014, „Financial risk management in a Central Bank“, Pariz, 2016). Tokom 1999. godine obavila je stručnu praksu u Beču, u kompaniji MESSER.

Učestvovala je u realizaciji većeg broja projekata od kojih izdvajamo: „Projekat nove poslovne organizacije Zavoda za izradu novčanica i kovanog novca“, organizator: NBS u saradnji sa Ekonomskim fakultetom u Beogradu, i „Devizno poslovanje” – Narodna banka Srbije. Pored većeg broja stručni radova, Sonja Rudić ima objavljena i dva naučna rada:

- „Idejna podrška i mogućnosti realizacije unapređenja merenja i upravljanja na fizičko/prostorno nepogodnim objektima u gasnoj industriji“, *Gas*, 2002, vol.7, br. 2-3, str. 190-193. Rad je prezentovan na naučnom skupu o gasu i gasnoj tehnici, koji je 2002. godine održan u Vrnjačkoj Banji, i objavljen je takođe u istoimenom zborniku radova.
- „Aspekti primenljivosti i opravdanosti savremenih tehnologija u distribuciji tehničkih gasova“, *Gas*, 2000, Rad je prezentovan na naučnom skupu o gasu i gasnoj tehnici, koji je održan u Vrnjačkoj Banji, i objavljen je takođe u istoimenom zborniku radova.

Aktivno govori engleski, a poseduje pasivno znanje iz nemačkog, ruskog i francuskog jezika.

### **Predmet, cilj i značaj istraživanja**

Derivati su finansijski instrumenti čija se vrednost izvodi iz nekog osnovnog finansijskog instrumenta kao što su akcije, obveznice, krediti, kamatne stope i dr. Finansijski derivati ne spadaju u izvorne finansijske instrumente budući da su izvedeni iz klasičnih finansijskih instrumenata zbog potrebe rešavanja finansijskih teškoća koje su se upravo javile upotrebom osnovnih finansijskih instrumenata i njihove nemogućnosti da obezbede veće prinose od ulaganja a manje finansijske rizike.

Derivatne transakcije znatno nadmašuju vrednost ukupnih trgovinskih transakcija koje se obavljaju u svetu, a trgovina derivatima na svetskom finansijskom tržištu neuporedivo je

veća od ukupne ekonomske aktivnosti na globalnom nivou. Teško je danas zamisliti multinacionalnu kompaniju koja ne koristi ove instrumente u upravljanju finansijskim rizicima.

Razvoj derivata je povezan sa Hamurabijevim zakonikom (1792 - 1750. godine p.n.e), što istorijski gledano, može da predstavlja pojavni oblik instrumenata za zaštitu od rizika. Međutim, ekonomska suština derivata se vezuje za same početke 19. veka, kada su se razvili prvi oblici robnih derivata na berzi metala u Londonu a potom i na Čikaškoj berzi. Robni derivati predstavljaju okosnicu derivata jer su robne berze prva organizovana mesta na kojima su se susretale ponuda i potražnja dobara kojima se trguje.

Sa druge strane, prvi oblici finansijskih derivata nastali su početkom 70-tih godina prošlog veka a utemeljeni su na iskustvima stečenim korišćenjem robnih derivata. Finansijski derivati nastali su zbog potrebe da se uspostavi kontrola finansijskih rizika koji su postali dominantni u uslovima liberalizovanih deviznih tržišta širom sveta, uvođenja plivajućeg deviznog kursa kao i fleksibilnih politika utvrđivanja kamatne stope. Međunarodno udruženje za svopove i derivate (ISDA) u svom izveštaju iz aprila 2009. godine navodi da preko 94% od 500 svetskih najvećih kompanija koriste najraznovrsnije oblike derivata kako bi se zaštitili od tržišnog i kreditnog rizika.

U poslednjih trideset godina, kako ističe kandidatkinja Rudić, upotreba derivata beleži stalni rast kako u razvijenim zemljama tako i u zemljama u usponu, što se može videti i iz podataka o zaključenim ugovorima na organizovanom tržištu derivata (*Exchange-Traded Derivatives*) i van organizovanog tržišta (*Over-the-Counter - OTC*).

Savremenu globalizaciju finansijskih tržišta prate strukturne i finansijske krize. Koncept savremenog finansijskog tržišta razvijan je na osnovama slobodnog kretanja kapitala. U ovim okolnostima nastala je gama novih finansijskih instrumenata za zaštitu od finansijskih rizika. Međutim, savremena globalizacija ima, kako pravilno ističe kandidatkinja, i svoje nedostatke i opasnosti po nacionalne ekonomije jer se žarišta na finansijskim tržištima veoma brzo prenose i pogađaju sve tržišne učesnike. Zbog međusobne povezanosti finansijskih tržišta danas gotovo da ne postoji nijedno regionalno finansijsko tržište koje je imuno na finansijske krize.

*Predmet* doktorske disertacije su izvedeni finansijski instrumenti, odnosno finansijski derivati, i njihova uloga u procesu upravljanja valutnim rizikom. Imajući u vidu da je tržište derivata u Republici Srbiji nedovoljno razvijeno, i to ne samo zbog plitkog deviznog tržišta već i zbog nepostojanja adekvatnog pravnog okvira za obavljanje poslova sa finansijskim derivatima, predmet disertacije tiče se i postojeće pravne

regulative u ovoj oblasti, posebno u delu valutnih derivata kojima se trguje van organizovanog tržišta.

Istraživanje je fokusirano na funkciju derivatnih transakcija u procesu upravljanja valutnim rizicima kao i na doprinos derivatnih transakcija u upravljanju makroekonomskim rizicima u cilju održanja finansijske stabilnosti.

*Cilj istraživanja* jeste da se nakon detaljnog pregleda karakteristika derivatnih transakcija, njihovih različitih namena i načina vrednovanja, sprovede analiza korišćenja OTC transakcija na tržištu radi stvaranja uslova za njihovu veću upotrebu kako bi se minimizirali finansijski rizici.

Naučni cilj doktorske disertacije je da se pokaže da je nedovoljna razvijenost tržišta valutnih derivata na lokalnom nivou prvenstveno uslovljena veličinom deviznog tržišta u Republici Srbiji, pri čemu je produbljavanje ovog tržišta opredeljujući faktor za dalji razvoj tržišta derivata.

Društveni cilj doktorske disertacije jeste da se predlože rešenja problema identifikovanih regulatornih i tržišnih ograničenja radi daljeg razvoja ovog značajnog segmenta finansijskog tržišta u Republici Srbiji.

Aktuelnost istraživanja ogleda se, pored ostalog, u činjenici da vodeće svetske bankarske grupacije još uvek insistiraju na dobijanju pozitivnog nezavisnog pravnog mišljenja pre nego što ulaze u ove vrste transakcija sa partnerima iz Republike Srbije. To je jedan od razloga zbog čega je kandidatkinja u svojim istraživanjem identifikovala pravna i tržišna ograničenja koja se javljaju i izazovi na koje treba odgovoriti, kako bi se stvorile pretpostavke za širu upotrebu derivata na lokalnom tržištu.

### **Polazne hipoteze disertacije**

U disertaciji se polazi od opšte hipoteze da su nizak nivo razvoja deviznog tržišta i nepotpuna odnosno neadekvatna pravna regulativa osnovni limitirajući faktori za veću upotrebu derivata.

Ovu opštu hipotezu, kandidatkinja je operacionalizovala kroz sledeće posebne radne hipoteze:

- 1. Tradicionalni finansijski instrumenti nisu dovoljno efikasni za ostvarivanje povoljnijeg finansijskog rezultata i upravljanje likvidnošću.*

2. *Derivatne transakcije imaju značajnu ulogu u upravljanju finansijskim rizicima na nivou banaka, kompanija, finansijskog sistema i ekonomije kao celine.*
3. *Derivati omogućavaju bolju alokaciju rizika čime doprinose stabilnosti finansijskog sistema i efikasnosti ekonomije kao celine.*
4. *Lokalno finansijsko tržište karakteriše neadekvatna upotreba finansijskih derivata a pre svega valutnih derivata u zaštiti od preuzetih rizika (hedžing).*
5. *Lokalna pravna regulatija koja nije dovoljno jasna, konzistentna i zaokružena, na lokalnom tržištu ograničava mogućnost za proliferaciju derivatnih transakcija, koje se pre svega odnose na mogućnost da se transakcije sa finansijskim derivatima kojima se trguje van organizovanog tržišta (OTC derivati) realizuju na osnovu standardizovanih okvirnih finansijskih ugovora (npr. ISDA okvirni sporazum - ISDA Master Agreement), kojim se definišu osnovni parametri transakcije.*

Ove hipoteze usmeravale su istraživački napor kandidatkinje u pružavanju problemskih kompleksa koje je definisala predmetom i ciljevima istraživanja.

### **Naučne metode koje su primenjene u istraživanju**

U istraživanju su korišćene standardne naučne metode koje odgovaraju prirodi predmeta istraživanja i postavljenim istraživačkim hipotezama, u koje spadaju:

Osnovne metode: metoda generalizacije, metoda analize i sinteze, metoda apstrakcije, metod deskripcije i metoda kompilacije;

Opštenaučne metode: istorijsko komparativna metoda, statistička metoda, hipotetičko-deduktivna metoda, analitičko-deduktivna metoda;

Posebne naučne metode: metoda klasifikacije, dijalektički metod i metod strukturalizacije.

*Field Research method* koji je korišćen za prikupljanje primarnih podataka;

*Desk Research Method*-a, koji je korišćen u proučavanju relevantne naučne i stručne literature kao i za prikupljanje i analizu sekundarnih podataka i podataka o rezultatima dosadašnjih istraživanja u ovoj oblasti.

### **Struktura istraživanja**

Doktorska disertacija je napisana na 240 stranica osnovnog teksta. Sadržuje 19 tabela, 10 slika, 23 grafička prikaza i listu skraćenica korišćenih u radu.

Doktorska disertacija pored uvodnog dela i zaključka, pregleda savremene i dobro selektovane literature, sadrži devet osnovnih delova.

U *uvodnom delu* prikazani su predmet i ciljevi istraživanja, hipoteze i metod naučnog istraživanja. U ovom delu radu ukazano je na značaj i aktuelnost predmeta istraživanja i obrazložena je struktura istraživanja.

*Drugi deo* disertacije posvećen je razmatranju osnovnih dimenzija tržišta finansijskih derivata. Nakon kratkog razmatranja osnovnih elemenata finansijskog tržišta i finansijskog sistema, ovde je kandidatkinja dala teorijski osvrt na osnovne vrste finansijskih derivata koji su zastupljeni u praksi:

- forvard ugovor,
- fjučers ugovor
- fjučersi kamatne stope,
- fjučersi na državne obveznice i fjučersi na državne zapise,
- fjučersi na berzanske indekse i robni fjučersi,
- svopovi (valutni svop, svop kamatne stope, robni svopovi),
- opcije,
- kreditni derivati (kreditni svopovi, kreditne opcije, Credit Default Swap, Credit-linked Notes).

U trećem delu su analizirani osnovni segmenti tržišta finansijskih derivata koji danas egzistiraju prema oblicima organizovanja - kao organizovano tržište finansijskih derivata odnosno berza i multilateralna trgovačka platforma i kao tržište koje funkcioniše van organizovanog tržišta derivata i multilateralne trgovačke platforme poznato kao OTC tržište (*Over-the-Counter*). Posebnu pažnju u ovom delu disertacije kandidatkinja je posvetila analizi OTC tržišta u Poljskoj.

*Četvrti deo* je posvećen razmatranju osnovnih metodoloških pitanja vrednovanja finansijskih derivata u kontekstu modela poznatih u finansijskoj teoriji i praksi. Razmatran je problem vrednovanja forvarda, fjučersa i svopova, dok su u sklopu razmatranja problema vrednovanja opcija detaljno prikazani i Binomni model određivanja cena opcija i Black-Scholes-ov model vrednovanja opcija.

U *petom delu* disertacije analizirana je upotreba finansijskih derivata sa stanovišta osnovnih koristi i rizika koje tržišni učesnici u derivatnim transakcijama moraju dobro da poznaju pre donošenja odluke o njihovom korišćenju. U okviru ovog dela obrađena su, pored ostalih, tri ključna pitanja:

- (1) Upotreba finansijskih derivata u procesu upravljanja rizicima (hedging),
- (2) Upotreba finansijskih derivata u upravljanju portfoliom deviznih rezervi,
- (3) Koristi i rizici sa aspekta subjekta u transakcijama sa finansijskim derivatima.

*Deo šesti* je posvećen razmatranju uloge centralne banke, kao posrednika u transakcijama na domaćem deviznom tržištu, pri čemu je ovde izvršena komparativna analiza sa drugim centralnim bankama kao učesnicima u derivatnim transakcijama. Osim toga, deo ovog poglavlja je posvećen i ulozi svop linija koje centralne banke zaključuju sa drugim centralnim bankama, a radi obezbeđenja likvidnosti nacionalnih valuta.

- Uloga Narodne banke Srbije kao posrednika na tržištu finansijskih derivata
- Devizne svop transakcije u Narodnoj banci Mađarske
- Svop linije centralne banke u podršci likvidnosti
- Narodna banka Srbije u kontekstu učesnika na OTC tržištu derivata

*Sedmi deo* se odnosi na pravne aspekte OTC derivatnih transakcija. Objasnjeni su osnovni koncepti pravne regulative koja je zastupljena u ovoj oblasti na način da se ustanovi značaj pretvaranja privatnopravne regulative u OTC transakcijama sa finansijskim derivatima u javnopravnu regulativu, a određena pažnja u okviru ovog dela disertacije kao i značaj zaključenja standardizovanih okvirnih sporazuma za obavljanje transakcija (ISDA Master Agreement i Credit Support Annex).

Analiza stanja i korišćenja finansijskih derivata za zaštitu od valutnog rizika na tržištu u Republici Srbiji izvršena je u *osmom delu disertacije*. Ovde je kandidatkinja koristila podatke o ukupnom broju i obimu transakcija sa kojima raspolaže Narodna banka Srbije na osnovu izveštaja koje dostavljaju banke, a u skladu sa propisom koji reguliše obavljanje poslova sa finansijskim derivatima.

Analizom podataka u periodu od 2012. do 2016. godine utvrđeno je da se najveći broj ovih transakcija sa obavljaio između domaćih banaka i nerezidenata (27.163 transakcija) dok je obim ovih transakcija između rezidenata bio neznatan (između domaćih banaka je izvršeno 284 transakcije a između domaćih banaka i kompanija u Republici Srbiji 94 transakcije), čime je potvrđena postavka da se domaći privredni subjekti nedovoljno štite od valutnog rizika upotrebom valutnih svopova i to pre svega, kako navodi kandidatkinja, zbog pravne nesigurnosti i nedovoljne obučenosti za učešće na tržištu.

Polazne osnove za analizu tržišta valutnih forvarda zasnovane su na pretpostavci da je ovaj instrument najčešći oblik zaštite rezidenata od valutnog rizika. Empirijskom analizom transakcija u posmatranom periodu, potvrđjena je hipoteza da je valutni forvard ustaljeni oblik zaštite domaćih kompanija od valutnog rizika (91,7 %). Forvard transakcije između banaka i nerezidenata ostvarene su znatno manjem obimu (8,3%), pri čemu nije bilo zaključenih forvard transakcija između banaka. Od ukupno zaključenih valutnih forvarda, kupovina evra za dinare na termin je zastupljena u najvećem obimu i iznosi oko 90% ukupne termenske kupovine.

U *devetom delu* detaljno su analizirana postojeća ograničenja i dati su predlozi rešenja za razvoj tržišta finansijskih derivata u Srbiji, koji bi, po mišljenju kandidatkinje Sonje Rudić, mogli da posluže kao podloga za dalja istraživanja u ovoj oblasti. Dat je i poseban osvrt na moguće pravce veće upotrebe finansijskih derivata a naročito valutnih derivata.

Empirijskom analizom podataka na tržištu u Republici Srbiji utvrđeno je i da kompanije ne koriste ove instrumente, a one su najviše izložene deviznom riziku. Fluktuacije deviznih kurseva utiču na promene u neto vrednosti imovine i obaveza jer su bilansne pozicije kompanija izložene riziku promene kursa dinara u odnosu na kurseve stranih valuta.

Većina domaćih kompanija zbog otvorenih deviznih bilansnih pozicija je osetljiva na promene deviznog kursa, jer kada domaća valuta slabi, povećava se izloženost bilansnih pozicija valutnom riziku, što obezvređuje vrednost imovine, a s druge strane devizne obaveze ili indeksirane dinarske obaveze se povećavaju. Stoga je funkcija upravljanja aktivom i pasivom tj. ALM-a (eng. *Asset&Liability Management*) veoma važna u kompanijama mada ne i dovoljna za upravljanje deviznim rizikom.

U desetom delu disertacije sumirani su rezultati istraživanja, prezentovani zaključci i ukazano na domete i ograničenja sprovedenih istraživanja, pri čemu je kandidatkinja uložila napor da formuliše i određene preporuke i predloge za dalja istraživanja u ovoj oblasti.



## **Ostvareni rezultati istraživanja i naučni doprinos**

Rezultati do kojih je kandidatkinja Sonja Rudić došla predstavljaju značajan prilog proučavanju tržišta finansijskih derivata, posebno u domenu istraživanja stanja, strukture i dinamike razvoja ovog tržišta u našoj zemlji.

Zbog načina na koji se u praksi realizuju OTC transakcije a imajući u vidu da domaća pravna regulativa ne daje dovoljno prostora tržišnim učesnicima za zaštitu od kreditnog rizika, kao i zbog plitkog deviznog tržišta, tržište finansijskih derivata u Republici Srbiji i dalje je nerazvijeno - domaće kompanije gotovo da i ne koriste ovu vrstu finansijskih instrumenata za zaštitu od rizika kojima su izložene. Istraživanje je pokazalo da kompanije koriste samo terminski ugovor za zaštitu od valutnih rizika, i to u formi pokrivenog forvarda uz polaganje depozita u dinarima, što upućuje na zaključak da složeniji oblici zaštite od valutnih rizika nisu dovoljno zastupljeni kod domaćih subjekata na OTC tržištu. Međutim, velike kompanije često kupuju devize na termin ne samo radi zaštite od valutnih rizika već i zbog činjenice da na plitkom deviznom tržištu nisu u mogućnosti da velike iznose deviza kupe od jednom u spot transakcijama bez značajnijih pomeranja kursa.

Kao što je u radu pokazano, valutnim svopovima trguje se najviše između finansijskih institucija i to pretežno na nivou bankarskih grupacija. Uočena je takođe koncentracija banaka na tržištu valutnim svopovima, na kome dominara pet banaka, i po obimu i po broju zaključenih transakcija (iznad 80%).

Da bi se tržišni učesnici aktivnije uključili na tržište derivata neophodno je, smatra kandidatkinja, da se edukacijom i obukom u ovoj oblasti, kroz organizovanje seminara i stručnu praksu, podstaknu i druge banke i nefinansijske institucije, i naročito kompanije, da u većoj meri koriste valutne derivate, a pre svega svopove i forvarde u cilju mitigacije valutnog rizika. Takođe bi bilo značajno, nastavlja kandidatkinja, dalje jačanje saradnje sa međunarodnim institucijama i udruženjima (Svetska banka, ISDA udruženje) koja bi se ogledala u pružanju tehničke pomoći zainteresovanim tržišnim učesnicima, kao i veće angažovanje poslovnih udruženja (npr. Udruženje banaka, ACI Srbija, Privredna komora Srbije i sl.) preko kojih bi potencijalni tržišni učesnici identifikovali svoje probleme vezane za učešće na finansijskom tržištu.

U radu je dokazana postavka da zbog nedovoljno preciznog pravnog okvira, potencijalni tržišni učesnici iskazuju rezervisanost za ulazak u derivatne transakcije, zbog čega je neophodno izvršiti kompletiranje domaće pravne regulative u ovoj oblasti u smislu donošenja propisa koji bi regulisao pitanje finansijskog obezbeđenja, što bi tržišnim

učesnicima omogućilo ulazak u derivatne transakcije pod povoljnijim uslovima i na sigurniji način.

Dalji razvoj ovih finansijskih instrumenata po mišljenju kandidatkinje uslovljen je i dogradnjom tržišne infrastrukture koja bi ove transakcije učinila znatno transparentnijim a to bi sa svoje strane imalo za posledicu otklanjanje finansijske neizvesnosti tržišnih učesnika uslovljene eksponiranošću kreditnom riziku njihovih partnera, čime bi se stvorili uslovi i za razvoj drugih vrsta derivata koji bi mogli efikasno da se koriste za upravljanje finansijskim rizicima sa kojima se oni najčešće suočavaju.

Na osnovu analize tržišta finansijskih derivata, kandidatkinja ukazuje na potrebu uključivanja države u transakcije sa valutnim derivatima kroz hedžing javnog duga radi minimiziranja izloženosti valutama u kojima je iskazan javni dug, posebno u uslovima velikih turbulencija na svetskom finansijskom tržištu, ističući pri tome da je uloga Narodne banke Srbije u realizaciji ovih transakcija od velike važnosti. Takođe je ukazano na to da ne postoje prepreke za uključivanje Narodne banke Srbije na OTC tržište valutnih svopova u funkciji adekvatnijeg upravljanja rizicima plasiranja deviznih rezervi.

Vredan prilog istraživanju tržišta finansijskih derivata u nas predstavljaju i smernice za dalja istraživanja u ovoj oblasti, a posebno u domenu valutnih svopova. Na osnovu prikupljenih izvora podataka nije bilo moguće izvesti pouzdan zaključak u kojoj meri valutni svopovi utiču na kretanje pariteta dinara u odnosu na druge valute, s obzirom da se na osnovu postojećeg izveštavanja banaka o ovim transakcijama ne mogu utvrditi podaci o terminskim kursovima u valutnim svopovima, odnosno o implicitnim kamatnim stopama u svopu koje bi ukazivale na uslove korišćenja tog svopa u odnosu na uporedive kamatne stope na domaćem tržištu.

Dodatno ograničenje istraživanja proizlazi iz činjenice da se u slučaju valutnih svopova koji su analizirani, pretežno radi o aranžmanskim transakcijama na relaciji domaća banka – matična banka koje su zaključivane po van tržišnim uslovima, te da stoga nije moguće utvrditi korelaciju između valutnih pariteta koja bi bila indikativna za objašnjenje implicitnih kamatnih stopa u tim transakcijama.

Kandidatkinja je skrenula pažnju i na vremensko ograničenje budući da su za istraživanje korišćene nepotpune i nedovoljno duge vremenske serije podataka. S obzirom na navedena ograničenja u izvšenom istraživanju, budući istraživači bi mogli da se fokusiraju na odabir panela banaka i na osnovu podataka o celini terminske transakcije sa valutnim svopom da utvrde eventualni uticaj cene svopa na kretanja na domaćem novčanom tržištu sa implikacijama na kretanje deviznog kursa.

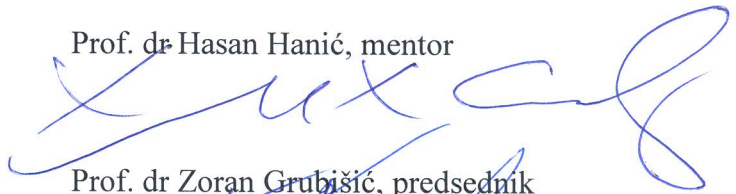
## Zaključak i predlog

Imajući u vidu opštu ocenu rada, ostvarene rezultate i naučni doprinos doktorske disertacije, Komisija konstatuje da je doktorska disertacija mr Sonje Rudić urađena u skladu sa odobrenom prijavom i da zadovoljava osnovne standarde za izradu doktorske disertacije. Saglasno tome, Komisija predlaže Nastavno-naučnom veću Beogradske bankarske akademije - Fakulteta za bankarstvo, osiguranje i finansije, kao i Senatu Univerziteta Union, da kandidatkinji **Sonji Rudić**, magistru ekonomskih nauka, odobri odbranu doktorske disertacije pod nazivom „*Uloga derivata u upravljanju valutnim rizicima na finansijskom tržištu Srbije*”.

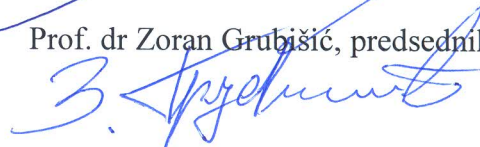
U Beogradu, 12. 7. 2016.

### ČLANOVI KOMISIJE

Prof. dr Hasan Hanić, mentor



Prof. dr Zoran Grubišić, predsednik



Dr Tatjana Jovanić, vanredni profesor  
Pravnog fakulteta u Beogradu, član

