

НАСТАВНО-НАУЧНОМ ВЕЋУ ЕКОНОМСКОГ ФАКУЛТЕТА УНИВЕРЗИТЕТА У КРАГУЈЕВЦУ

ПРЕДМЕТ: Извештај Комисије за оцену научне заснованости теме докторске дисертације и испуњености услова кандидата и предложеног ментора за израду докторске дисертације

Одлукама Наставно-научног већа Економског факултета Универзитета у Крагујевцу, број 400/VI од 28.02.2018. године, и Већа за друштвено-хуманистичке науке Универзитета у Крагујевцу, број IV-02-185/19, од 14.03. 2018. године, именовани смо за чланове Комисије за писање Извештаја за оцену научне заснованости теме под насловом „**Инвестициона активност пензијских фондова са дефинисаним накнадама и доприносима**“ и испуњености услова кандидата **Стевана Луковића** и предложеног ментора **др Срђана Маринковића**, редовног професора Економског факултета Универзитета у Нишу, ужа научна област Финансије и банкарство, за израду докторске дисертације.

На основу анализе достављене документације, Комисија подноси Наставно-научном већу Економског факултета Универзитета у Крагујевцу и Већу за друштвено-хуманистичке науке Универзитета у Крагујевцу следећи

ИЗВЕШТАЈ

1. Биографски подаци кандидата

Кандидат Стеван (Драган) Луковић је рођен 1. марта 1984. године у Крагујевцу. Основну школу је завршио у Крагујевцу са одличним успехом и као носилац Вукове дипломе. Прву крагујевачку гимназију завршио је у Крагујевцу са одличним успехом. Економски факултет у Крагујевцу, смер Општа економија, уписао је школске 2003/2004. године и исти завршио 2008. године са просечном оценом 8,67 (осам и 67/100).

Докторске академске студије Економског факултета у Крагујевцу, модул Макроекономија, је уписао школске 2008/2009. године. Све испите предвиђене наставним планом је положио са просечном оценом 9,25 (девет и 25/100). Успешно је одбранио студијски истраживачки рад на тему „Методи фондирања пензијских фондова са дефинисаним пензијским накнадама“.

Од октобра 2008. године запослен је на Економском факултету Универзитета у Крагујевцу. У периоду од октобра 2008. године до октобра 2010. године био је ангажован на радном месту сарадника у настави за ужу научну област Финансије, финансијске институције и осигурање на предметима Јавне финансије и Монетарне финансије. На предмету Јавне финансије је био ангажован као асистент у периоду од октобра 2010.

године до октобра 2016. године, а на предмету Финансијска тржишта и финансијски инструменти од октобра 2014. године до октобра 2016. године. Од октобра 2016. године ангажован је као сарадник ван радног односа на предмету Финансијска тржишта.

Говори и служи се енглеским језиком, уз познавање француског језика. Поседује активно знање рада на рачунару (Microsoft Office апликације и Internet комуникације).

Област ужег научног интересовања кандидата су пензијско осигурање, пензијски фондови и инвестициона политика пензијских фондова.

2. Наслов, предмет и хипотезе докторске дисертације

Кандидат Стеван Луковић поднео је пријаву докторске дисертације под насловом: **„Инвестициона активност пензијских фондова са дефинисаним накнадама и доприносима“**. Комисија за писање Извештаја је сагласна са предложеном темом докторске дисертације.

У пријави докторске дисертације кандидат указује на значај инвестиционе активности пензијских фондова. На развијеним финансијским тржиштима, приватно пензијско осигурање је најчешће условљено заснивањем радног односа у компанији која је спонзор пензијског плана. Компанијски пензијски планови су доминантан појавни облик приватног пензијског осигурања у многим земљама (САД, Канада, Велика Британија, Јапан), док су у мање развијеним земљама слабије заступљени. Сходно томе, пензијски фондови који се формирају у циљу финансирања пензијских обавеза које произилазе из компанијских пензијских планова имају значајна финансијска средства која улажу у диверсификовани портфолио финансијских инструмената. У том контексту, кандидат истиче да инвестициона политика пензијских фондова, у ери изражених тржишних флукутација, дугорочних демографских промена и промена на тржишту радне снаге, представља комплексно истраживачко подручје.

Инвестициона политика компанијских пензијских фондова се разликује у зависности од тога да ли се средства пензијског фонда користе за финансирање пензијских планова са дефинисаним накнадама или пензијских планова са дефинисаним доприносима. Полазећи од мултидимензионалне природе пензијских фондова, истраживање њихових карактеристика подразумева анализу великог броја различитих фактора. Кандидат у пријави докторске дисертације наводи специфичне факторе који утичу на инвестициону политику пензијских фондова са дефинисаним накнадама, од којих нарочито издваја карактер пензијских обавеза, зрелост пензијског фонда, фондираност пензијског фонда и регулаторни оквир. Што се тиче инвестиционе политике пензијских фондова са дефинисаним доприносима, кандидат апострофира бихејвиористичке факторе, имајући у виду индивидуализацију инвестиционог одлучивања карактеристичну за пензијске фондове са дефинисаним доприносима. Уважавајући несавршености инвестиционих одлука које доносе појединци, пензијски фондови са дефинисаним доприносима формирају концепте који олакшавају процес инвестиционог одлучивања чланова фонда или га усмеравају у жељеном правцу. Кандидат истиче концепт препоручених (*default*) стратегија, као инвестиционе опције која се осигурању по аутоматизму приписује уласком у пензијски план, уколико се експлицитно не определи другачије. У домену инвестиционих стратегија актуелних у пензијским фондовима са дефинисаним доприносима, кандидат истиче стратегију животног циклуса као стратегију која добија на

популарности јер уважава старост члана пензијског фонда као пресудан фактор приликом формирања индивидуалног инвестиционог портфолија.

Имајући у виду претходно наведено, **предмет научно-истраживачког рада** у докторској дисертацији представља теоријско-методолошко и емпиријско сагледавање инвестиционих карактеристика пензијских фондова. Сходно постављеном предмету истраживања, у раду ће бити тестиране следеће хипотезе:

Прва хипотеза: Пензијски фондови са дефинисаним накнадама не представљају дугорочно одржив механизам заштите животног стандарда осигуране популације.

Друга хипотеза: Примена АЛМ (*Asset-Liability Management*) инвестиционог оквира може побољшати инвестиционе учинке пензијских фондова са дефинисаним накнадама.

Трећа хипотеза: Пензијски фондови са дефинисаним доприносима могу да обезбеде ниво пензијских накнада које гарантује јавни пензијски систем.

Четврта хипотеза: Примена динамичких инвестиционих стратегија доводи до побољшања инвестиционих учинака пензијских фондова са дефинисаним доприносима.

3. Подобност кандидата

Кандидат Стеван Луковић се у свом досадашњем научно-истраживачком раду бавио проблемима који се односе на пензијско осигурање, а припадају ужој научној области Финансије, финансијске институције и осигурање, из које је и тема докторске дисертације.

У свом досадашњем научно-истраживачком раду објавио је следеће ауторске и коауторске радове:

Рад у међународном научном часопису (M23):

1. Обрадовић, С., Луковић, С., (2012), Empirical Analysis of Cyclical Characteristics of Fiscal Policy in Member Countries of European Economic and Monetary Union, Actual Problems of Economics, Issue 07 (133), Kyiv, стр. 440-450. (ISSN 1993-6788, UDK 338.23:336.74 (4-672EU), COBISS.SR-ID 512982620)

Рад у националном часопису међународног значаја (M24):

1. Луковић, С., (2015), The Impact of Globalization on the Characteristics of European Countries' Tax Systems, Економски Анали, Год. 60, Бр. 206, Економски факултет у Београду, стр. 117-139. (ISSN 0013-3264, UDK 336.2, COBISS.SR-ID 513575772)

Саопштење са међународног скупа штампано у целини (M33):

1. Луковић, С., (2012), Introduction of Comprehensive Personal Income Taxation as a Possible Way to Improve Tax System in Serbia, 2nd International Scientific Conference EBM 2012, стр. 405– 414. (ISBN 978-86-6091-037-2, UDK 336.227.3 (497.11), COBISS.SR-ID 513085788)

Рад у тематском зборнику националног значаја (M45):

1. Луковић С., (2013), Анализа пореског оптерећења рада у земљама Југоисточне Европе, Тематски зборник радова Финансије и рачуноводство у функцији привредног раста, Економски факултет у Крагујевцу, стр. 103-120. (ISBN 978-86-6091-039-6, UDK 336.227.3 (4-12), COBISS.SR-ID 513207644)
2. Ђинђић, С., Луковић, С., (2014), Систем финансирања локалне самоуправе, Тематски зборник радова Стање и перспективе економског развоја града Крагујевца, Економски факултет у Крагујевцу, стр. 513-534. (ISBN 978-86-6091-048-8, UDK 336, COBISS.SR-ID 513336156)

3. Ђинђић, С., Луковић, С., (2015), Пензијски системи земаља Европске уније и Србије: Компаративна анализа, Тематски зборник радова Економско-социјални аспекти прикључивања Србије Европској унији, Економски факултет у Крагујевцу, стр. 459-477. (ISBN 978-86-6091-059-4, UDK 336(497.11), COBISS.SR-ID 513491548)
4. Ђинђић, С., Луковић, С., (2016), Оцена савременог пореза на додату вредност, Тематски зборник радова Унапређење конкурентности привреде Републике Србије, Економски факултет у Крагујевцу, стр. 597-609. (ISBN 978-86-6091-067-9, UDK 336, COBISS.SR-ID 513556828)

Рад у врхунском часопису националног значаја (M51):

1. Луковић, С., Грбић, М., (2014), Тестирање повезаности државних прихода и државних расхода у Србији, Економске теме, Год. 52, бр. 2, стр. 135-145. (ISSN 0353-8648, UDK 336 (497.11), COBISS.SR-ID 513366876)
2. Луковић, С., (2014), Property Tax Burden and Progressivity in the Case of Serbia, Facta Universitatis, Series Economics and Organization, Vol. 11, No 1, pp. 61-74. (ISSN 0354-4699, UDK 336.221 (497.11), COBISS.SR-ID 513353564)

Рад у истакнутом националном часопису (M52):

1. Луковић, С., (2014), The Role of the Automatic Stabilizers in Modern Economy, Економика, Год. 60, бр. 1, стр. 158-166. (ISSN 0350-137, UDK 336.221, COBISS.SR-ID 513575516)

Саопштење са скупа националног значаја штампано у целини (M63)

1. Луковић, С., (2016), Компаративна анализа пореског третмана друштава са ограниченом одговорношћу у Републици Србији и Италији, Зборник радова научног скупа Институционалне промене као детерминанта привредног развоја Републике Србије, стр. 341-357. (ISBN 978-86-6091-067-9, UDK 336, COBISS.SR-ID 513556828)
2. Луковић, С., (2014), Расправа о унутаргенерацијској правичности пензијског система Републике Србије, Зборник радова научног скупа Институционалне промене као детерминанта привредног развоја Републике Србије, стр. 363 – 381. (ISBN 978-86-6091-047-1, UDK 364.35 (497.11), COBISS.SR-ID 513319004)
3. Луковић, С., (2012), Растући расходи обавезног социјалног осигурања као елемент дугорочног притиска на фискални систем Србије, Зборник радова научног скупа Актуелна кретања у европској и светској привреди – Импликације на Србију, Научно друштво економиста Србије, ISBN 978-86-403-1255-4, стр. 273-286. (ISBN 978-86-403-1255-4, UDK 364.3 (497.11), COBISS.SR-ID 513005916)
4. Луковић, С. (2010), Могуће мере пореске политике у циљу побољшања привредног развоја Србије, Зборник радова научног скупа Институционалне промене као детерминанта привредног развоја Србије, Економски факултет, Крагујевац, стр. 286-297. (ISBN 978-86-6091-010-5, UDK 336.227.3 (497.11), COBISS.SR-ID 512518748)
5. Луковић, С., (2011), Опорезивање малих и средњих предузећа у Србији, Зборник радова научног скупа Институционалне промене као детерминанта привредног развоја Србије, Економски факултет, Крагујевац, стр. 227-239. (ISBN 978-86-6091-019-8, UDK 336.221 (497.11), COBISS.SR-ID 513575260)
6. Луковић, С. (2009), Креирање подстицајног пореског система у циљу привлачења иностраног капитала, Зборник радова научног скупа Инострани капитал као фактор развоја земаља у транзицији, Економски факултет, Крагујевац, стр. 203-217. (ISBN 978-86-82203-99-5, UDK 339.727.22(497.11), COBISS.SR-ID 512435036)

4. Преглед стања у подручју истраживања

Значајну карактеристику финансијских тржишта у свету у последњих пар деценија представља растуће присуство институционалних инвеститора (пензијски фондови, компаније за животно осигурање, инвестициони фондови), тако да се штедња сектора домаћинства постепено помера од банкарских депозита и директног улагања у хартије од вредности ка институционалним инвеститорима који емитују финансијску пасиву и тако прикупљена средства улажу у различите облике финансијске активе. Постоји велики број студија која указују на значај пензијских фондова за развој националних финансијских тржишта (Davis & Hu, 2006; Sun & Hu, 2014, Impravido & Musalem, 2000). Кандидат апострофира истраживање Sun и Hu (2014), који показују да се утицај пензијских фондова на финансијски развој може дефинисати у квантитативном и у квалитативном контексту. Квантитативно, пензијски фондови повећавају понуду капитала на финансијском тржишту, а квалитативно, пензијски фондови промовишу корпоративно управљање, обелодањивање информација и ефикасност у реализацији финансијских трансакција. С друге стране, истраживања која анализирају утицај кретања на финансијском тржишту на финансијске резултате пензијских фондова су ретка. У једном од утицајнијих истраживања, Bikker, Broeders и de Breu (2007), показују да се утицај кретања на тржишту акција на финансијске резултате инвестиционе политике пензијских фондова остварује и у кратком року и у средњем року, то јест, инвестициона политика пензијских фондова је једним делом одређена цикличним кретањима на тржишту акција, услед кратковидности менаџера у инвестиционом одлучивању пензијских фондова.

Литература која се бави анализом инвестиционе политике пензијских фондова је екстензивна. Уколико се посматрају пензијски фондови са дефинисаним накнадама, праћењем већег броја истраживања долази се до два закључка. Према првом закључку, пензијски фондови успешно реализују постављене циљеве превасходним улагањем у обвезнице (Reddington, 1952; Shiu, 1993; Veronesi, 2016). Спонзор пензијског плана, у циљу смањења трошка финансирања пензијских накнада, треба да користи хедџинг акумулираних пензијских обавеза инвестирањем у хартије од вредности са фиксним приносом (Bodie, 1990). Према другом закључку, пензијски фондови са дефинисаним накнадама постављене циљеве реализују превасходним улагањем у акције (Black, 1989; Blake, 1999; Lucas & Zeldes, 2006). Blake (1999) објашњава већег ослањања пензијских фондова са дефинисаним накнадама на ризичну активу проналази у чињеници да се пензијски фондови у пројектовању пензијских обавеза суочавају са различитим ризицима (ризик раста зарада пре пензионисања и ризик ценовне инфлације након пензионисања), па морају не само да обезбеде покривеност преузетих обавеза финансијским средствима, већ и позитивне стопе приноса у дугом року.

Каснија истраживања уважавају чињеницу да је инвестициона политика пензијских фондова са дефинисаним накнадама комплексан концепт са великим бројем фактора који морају бити узети у обзир. У пријави дисертације кандидат истиче два истраживања која анализирају утицај фондираности на инвестициону политику пензијских фондова. Siegmann (2004) показује да инвестициона политика пензијских фондова са дефинисаним накнадама зависи од нивоа фондираности и да пензијски фондови који имају недовољан ниво фондираности теже ризичнијим инвестицијама у очекивању да ће већим приносима у будућности поправити дугорочну финансијску позицију. Rauh (2007) показује да компаније које имају пензијске планове са незадовољавајућим нивоом фондираности

алоцирају већи део средстава у сигурне хартије од вредности, као што су државне обвезнице или инструменти тржишта новца, док компаније чији су пензијски планови добро фондирани инвестирају више у ризичније хартије од вредности.

Што се тиче инвестиционе политике пензијских фондова са дефинисаним доприносима, истраживања су углавном оријентисана на анализу специфичности инвестиционе политике до којих долази услед бихејвиористичких фактора и инвестиционих опција које су на располагању осигураницима.

Бихејвиористички приступ полази од тога да појединци из различитих разлога, као што су претерана самоувереност, конзервативизам, стереотипи, предрасуде, аверзија према губитку или недостатак финансијске писмености, доносе субоптималне инвестиционе одлуке. Услед тога, велики број појединаца испољава изражену пасивност и користи „упрошћена“ решења у инвестиционом одлучивању (Chetty et al., 2014). У таквом амбијенту, утицај препоручених (*default*) инвестиционих опција је значајан, у смислу да се већи подстицајни ефекти на процес штедње могу остварити повећањем препоручених стопа доприноса у пензијским фондовима него директним државним субвенцијама. Један од начина на који пензијски фондови користе пасивност осигураника у инвестиционом одлучивању јесте увођење опције аутоматског учлањавања, с обзиром да се очекује да ће појединци пасивно прихватати стопе доприноса и инвестиционе опције препоручене од стране пензијског фонда. Cribb и Emmerson (2016) показују да је утицај увођења опције аутоматског учлањавања на ниво штедње у пензијским фондовима на територији Велике Британије значајан, у смислу повећања учешћа запослених у приватном сектору у пензијским плановима, повећања просечне стопе доприноса на терет запослених и повећања стопе доприноса на терет послодавца.

Финансијска писменост представља један од фактора који умногоме утиче на величину коначног износа финансијских средстава на индивидуалном пензијском рачуну. Финансијски најписменији појединци и појединци са најмањим нивоом финансијске писмености формирају портфолио на дијаметрално различитим принципима. У портфолију финансијски најписменијих појединаца учешће акција је знатно веће него у портфолију појединаца са најмањим нивоом финансијске писмености. Поред тога, финансијски најписменији појединци чешће спроводе периодична прилагођавања у структури портфолија, а изложеност њиховог портфолија несистемском ризику је мања у односу на портфолио финансијски најмање писмених појединаца (Clark et al., 2017).

Инвестициона опција која све више добија на популарности у пензијским фондовима са дефинисаним доприносима у претходних пар деценија јесте стратегија животног циклуса. Велики број истраживања пружа подршку примени стратегије животног циклуса (Poterba et al., 2006; Christiansen & Steffensen, 2016; Inkman & Shi, 2016). С друге стране, постоје и истраживања која показују да стратегија животног циклуса не представља оптималан избор у пензијским фондовима са дефинисаним доприносима (Basu & Drew, 2009; Louw et al., 2017).

5. Значај и циљ истраживања са становишта актуелности

Сходно дефинисаном и, из перспективе значаја и актуелности, образложеном предмету истраживања, кандидат је формулисао и **основни циљ истраживања** који гласи: испитивање специфичних фактора који утичу на инвестициону активност пензијских

фондова и механизма путем којих се тај утицај остварује, с тим да се из читавог низа различитих појавних облика пензијских модела посматрају искључиво пензијски фондови са дефинисаним накнадама и пензијски фондови са дефинисаним доприносима.

У складу са дефинисаним основним циљем истраживања, кандидат је формулисао и следеће специфичне циљеве истраживања:

Први специфични циљ истраживања се односи на утврђивање способности пензијских фондова са дефинисаним накнадама да дугорочно обезбеде задовољавајући ниво пензијских накнада за осигурану популацију, суочени са неповољним демографским трендовима и учесталим флукуацијама на финансијским тржиштима.

Други специфични циљ истраживања подразумева анализирање специфичних фактора који утичу на инвестициону политику пензијских фондова са дефинисаним накнадама.

Трећи специфични циљ истраживања подразумева давање одговора на питање да ли пензијски фондови са дефинисаним доприносима омогућавају оптималну алокацију финансијских средстава из перспективе осигураника, то јест, да ли осигураници могу да доносе оптималне инвестиционе одлуке које ће им у дугорочном временском хоризонту омогућити адекватан ниво животног стандарда након пензионисања.

Четврти специфични циљ истраживања се односи на сагледавање значаја пензијских фондова на финансијском тржишту, како из перспективе националних финансијских тржишта тако и из перспективе међународног финансијског тржишта.

6. Веза са досадашњим истраживањима

Прегледом објављених научних радова, као и одбрањеног студијског истраживачког рада, може се констатовати да је истраживачко интересовање кандидата Стевана Луковића усмерено ка области пензијског осигурања. У том смислу, пријављена тема докторске дисертације представља логичан наставак тих истраживања.

У раду под насловом „Тестирање повезаности државних прихода и државних расхода у Србији“ извршена је анализа релације између државних прихода и државних расхода у Србији, коришћењем кварталних података за период од првог квартала 2003. године до последњег квартала 2012. године. С обзиром да проблем фискалног дефицита већ дужи низ година представља значајно оптерећење за економски систем Србије, однос државних прихода и државних расхода представља важно истраживачко питање. Државни расходи у посматраном временском периоду су у свакој години били већи од државних прихода у Србији, изузев у 2005. години када је остварен позитиван консолидован фискални резултат. Систем обавезног пензијског осигурања у Србији представља значајан сегмент како на приходној, тако и на расходној страни. Према подацима Министарства финансија, расходи за пензије чине готово 30% укупних консолидованих државних расхода, док је учешће доприноса за обавезно пензијско осигурање у укупним консолидованим државним приходима на сличном нивоу. За утврђивање постојања узрочно-последичне везе између државних прихода и државних расхода коришћен је Toda-Yamamoto метод Грејнцеровог теста узрочности. Применом овог метода је показано да постоји једносмерна узрочно-последична веза, и то у смеру од државних расхода ка државним приходима, што значи да државни расходи узрокују државне приходе.

У раду *“Анализа пореског оптерећења рада у земљама Југоисточне Европе”* кандидат анализира пореско оптерећење рада на нивоу девет земаља Југоисточне Европе: Босна и Херцеговина, Бугарска, Грчка, Хрватска, Мађарска, Македонија, Румунија, Словенија и Србија. Као основни показатељ пореског оптерећења рада коришћен је порески клин, чији је обрачун извршен на узорку посматраних земаља. На основу резултата добијених у анализи, кандидат истиче да ниво пореског оптерећења рада међу земљама Југоисточне Европе значајно варира. Ниво пореског оптерећења је низак у само две земље, док преостале земље имају умерено високо или високо пореско оптерећење рада. Основни узрочник високог пореског оптерећења рада представљају доприноси за пензијско осигурање, а у нешто мањем обиму и доприноси за здравствено осигурање. Имајући у виду неповољне демографске трендове у региону који доводе до раста расхода по основу пензијског и здравственог осигурања, кандидат закључује да је нереално очекивати да ће у дугом року доћи до осетнијег смањења пореског оптерећења рада у посматраним земљама.

У раду *„Расправа о унутаргенерацијској правичности пензијског система Републике Србије“* у фокусу анализе коју је кандидат спровео су три кључна проблема који отежавају остваривање унутаргенерацијске правичности у пензијском систему Републике Србије: проблем превременог пензионисања, проблем неједнаког третмана мушкараца и жена и проблем неједнаког третмана различитих професија. Пензијски систем који је био на снази у тренутку писања рада је дискриминисао појединце који одлазе у пензију достизањем прописане старосне границе, у односу на појединце који превремено одлазе у пензију, услед непостојања актуарских пенала за пензионисање пре достизања стандардне старосне границе. У смислу неједнаког третмана мушкараца и жена, кандидат истиче да се жене пензионишу раније у односу на мушкарце, што, из перспективе економских критеријума, уводи неправичност, јер жене у просеку живе дуже у односу на мушкарце у Србији. Што се тиче неједнаког третмана различитих професија, Законом и пензијском и инвалидском осигурању су прописане категорије радних места за која се радни стаж рачуна са увећаним трајањем. Додатно, старосна граница за осигуранике који раде на овим пословима је значајно нижа од стандардне старосне границе. Овакав приступ значајно фаворизује ову групу осигураника у односу на осигуранике који се пензионишу у складу са стандардним критеријумима.

7. Методологија и методи научног истраживања

У складу са одабраним предметом истраживања, дефинисаним циљевима и постављеним истраживачким хипотезама, а у циљу извођења адекватних закључака, кандидат ће у дисертацији користити квалитативне и квантитативне методе карактеристичне за дату област истраживања.

Сврха квалитативне методологије јесте појмовно одређење и описивање основних елемената дефинисаног проблема. Метод дескрипције ће бити примењен са циљем образложења принципа функционисања пензијских фондова чиме ће бити постављен теоријски оквир за емпиријско тестирање постављених хипотеза. Примена метода индукције, синтезе и уопштавања ће омогућити самостално извођење закључака о предмету истраживања. Метод компаративне анализе заузима посебно место у докторској дисертацији и биће примењен у циљу утврђивања компаративних предности и

недостатака пензијских фондова са дефинисаним накнадама и пензијских фондова са дефинисаним доприносима, као и различитих сегмената њихове инвестиционе политике.

Поред квалитативних, у докторској дисертацији ће бити коришћени и квантитативни методи, чиме ће теоријски приступ проблему бити употпуњен емпиријском анализом.

У анализи инвестиционе политике пензијских фондова са дефинисаним накнадама биће коришћен АЛМ инвестициони оквир, који подразумева сагледавање међузависности и будућих кретања финансијских средстава и преузетих обавеза у пензијском фонду. АЛМ приступ подразумева дефинисање основних циљева оснивача пензијског плана, ограничења у формулисању инвестиционе политике пензијског фонда, као и инструмената које оснивач пензијског плана користи да би испунио постављене циљеве. Имплементација АЛМ оквира подразумева моделирање карактеристика пензијског фонда и различитих варијабли, попут инвестиционих приноса, инфлације и каматних стопа. Моделирање пензијског фонда подразумева формирање дугорочног тока уплата по основу доприноса у пензијски фонд и комбиновање са информацијама о инвестиционим приносима, с једне стране, и формирање тока дугорочних обавеза по основу исплате пензија, с друге стране. У моделирању варијабли које су од значаја за оцену финансијске позиције пензијског фонда (каматна стопа, инфлација, приноси) биће коришћени приступи стохастичке симулације: VAR (*Vector Autoregression*) модел и Monte Carlo симулација.

Емпиријска анализа инвестиционе политике пензијских фондова са дефинисаним доприносима ће укључити примену симулационих метода за различите инвестиционе стратегије на моделу пензијског фонда са x периода, где је x једнако збиру година радног века и година након пензионисања осигураника, и две класе финансијских инструмената у које члан пензијског фонда може да инвестира (акције и обвезнице). Симулација економских варијабли ће бити извршена коришћењем Monte Carlo симулације спроведене на нормалном распореду вероватноћа и на историјским подацима. Као мера ризика за оцену вероватноће да ће износ пензије на индивидуалном рачуну за различите економске сценарије и различите инвестиционе стратегије бити већи у односу на ниво пензија који одбацују јавни пензијски системи биће коришћене VaR (*Value at Risk*) мере ризика за различите нивое поузданости коришћењем три приступа: Варијанса/коваријанса приступ, приступ историјске симулације и Monte Carlo симулација.

У истраживању ће бити коришћени секундарни извори података (штампане публикације, интернет презентације, базе података водећих финансијских институција и слично), а обрада прикупљених података извршиће се помоћу статистичког софтвера SPSS (*Statistical Package for Social Sciences*) и економетријског софтвера EViews (*Econometric Views*).

8. Очекивани резултати и теоријско-практични допринос дисертације

У складу са дефинисаним циљевима истраживања, постављеним научним хипотезама и примењеном методологијом, од докторске дисертације се могу очекивати резултати који ће допринети ближем упознавању са факторима који обликују инвестициону активност пензијских фондова са дефинисаним накнадама и пензијских фондова са дефинисаним доприносима. Прецизније, од истраживања у докторској дисертацији се очекује следеће:

- 1) У вези са првом хипотезом, очекује се да ће спроведена анализа показати да, у светлу измењеног демографског амбијента, пензијски фондови са дефинисаним накнадама нису у стању да гарантују задовољавајуће стопе замене за своје осигуранике у тренутку пензионисања.
- 2) У односу на другу хипотезу, од дисертације се очекује да покаже да примена АЛМ инвестиционог оквира, који приликом обликовања инвестиционе политике пензијског фонда сагледава и преузете дугорочне обавезе, побољшава инвестиционе учинке пензијских фондова са дефинисаним накнадама.
- 3) Везано за трећу хипотезу, очекује се да емпиријска анализа покаже да пензијски фондови са дефинисаним доприносима могу да обезбеде стопе замене које гарантују јавни пензијски системи и, сходно томе, преузму доминантну улогу у обезбеђивању адекватног животног стандарда у будућности.
- 4) У односу на четврту хипотезу, очекује се да ће емпиријска анализа показати да примена динамичких инвестиционих стратегија у пензијским фондовима са дефинисаним доприносима повећава износ акумулираних средстава на индивидуалним пензијским рачунима.

У теоријском смислу, докторска дисертација ће допринети обогаћивању литературе из предметне области у Републици Србији, имајући у виду мали број домаћих радова из области пензијског осигурања. Такође, имајући у виду да у националним оквирима пензијски планови нису представљали предмет научне анализе, спровођењем анализе у дисертацији биће начињени први кораци када је реч о истраживању инвестиционе политике пензијских фондова којима се врши финансирање пензијских планова са дефинисаним накнадама и пензијских планова са дефинисаним доприносима. Поред теоријског доприноса, резултати истраживања у оквиру дисертације ће имати и практичну примену. Очекује се да анализа у дисертацији створи предуслове за обликовање конкретних препорука у циљу развоја методолошког оквира за анализу инвестиционе активности пензијских фондова. У смислу применљивости резултата, очекивани допринос докторске дисертације се огледа у примени метода за оцену инвестиционих учинака пензијских фондова коришћених у референтној међународној литератури, као и у разумевању фактора од значаја за обликовање инвестиционе политике пензијских фондова. Посебан допринос дисертације се огледа у дефинисању конкретних препорука за доносиоце инвестиционих одлука у пензијским фондовима.

9. Оквирни садржај и образложење докторске дисертације

Кандидат Стеван Луковић је, у складу са претходно наведеним предметом, циљевима и дефинисаним истраживачким хипотезама, предложио следећу структуру докторске дисертације која, поред увода и закључка, садржи четири логички повезана дела.

УВОД

I ДЕО

ПЕНЗИЈСКИ ФОНДОВИ КАО УЧЕСНИЦИ НА ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТУ

1. Концептуалне карактеристике и значај пензијских фондова

1.1. Принципи функционисања пензијских фондова

- 1.2. Међузависност пензијских планова, пензијских фондова и друштава за управљање пензијским фондовима
- 1.3. Подела пензијских планова на пензијске планове са дефинисаним накнадама и пензијске планове са дефинисаним доприносима
- 1.4. Карактеристике пензијских фондова који се формирају у циљу финансирања пензијских планова са дефинисаним накнадама
- 1.5. Карактеристике пензијских фондова који се формирају у циљу финансирања пензијских планова са дефинисаним доприносима
- 1.6. Позиција пензијских фондова у другом и трећем стубу пензијског осигурања према моделу Светске банке
2. Специфичности пензијских фондова као учесника на финансијском тржишту
 - 2.1. Инвестициони циљеви пензијских фондова
 - 2.2. Алокација финансијских средстава у пензијским фондовима
 - 2.3. Структура портфолија пензијских фондова
3. Релативни значај пензијских фондова са дефинисаним накнадама и пензијских фондова са дефинисаним доприносима на међународном финансијском тржишту

II ДЕО

СПЕЦИФИЧНОСТИ ИНВЕСТИЦИОНЕ ПОЛИТИКЕ ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА СА ДЕФИНИСАНИМ НАКНАДАМА

1. Преглед карактеристика инвестиционе политике пензијских фондова са дефинисаним накнадама
2. Фактори који утичу на инвестициону политику пензијских фондова са дефинисаним накнадама
 - 2.1. Дугорочност преузетих обавеза пензијског фонда
 - 2.2. Зрелост пензијског фонда
 - 2.3. Фундираност пензијског фонда
 - 2.4. Регулаторни оквир
 - 2.5. Остали фактори
3. Утицај карактера преузетих обавеза на инвестициону политику пензијског фонда са дефинисаним накнадама
4. Утицај зрелости пензијског фонда на инвестициону политику пензијског фонда
5. Веза између фундираности и инвестиционе политике пензијског фонда са дефинисаним накнадама
 - 5.1. Модели вредновања активе пензијских фондова
 - 5.2. Модели вредновања обавеза пензијских фондова
 - 5.3. Утицај фундираности на инвестициону политику пензијског фонда
6. Примена АЛМ инвестиционог оквира у пензијским фондовима са дефинисаним накнадама
 - 6.1. Концепт АЛМ (*Asset-Liability Management*) инвестиционог оквира

- 6.2. Специфичности и предности примене АЛМ инвестиционог оквира у пензијским фондовима
- 6.3. Инвестиционе стратегије у АЛМ инвестиционом оквиру
- 6.4. Искуства у примени АЛМ инвестиционог оквира у пензијским фондовима

Ш ДЕО

СПЕЦИФИЧНОСТИ ИНВЕСТИЦИОНЕ ПОЛИТИКЕ ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА СА ДЕФИНИСАНИМ ДОПРИНОСИМА

1. Преглед карактеристика инвестиционе политике пензијских фондова са дефинисаним доприносима
2. Проблеми у инвестиционом одлучивању чланова пензијског фонда са дефинисаним доприносима
 - 2.1. Изложеност ризику чланова пензијског фонда
 - 2.2. Проблем „кратковидости“ индивидуалних инвеститора
 - 2.3. Бихејвиористичко објашњење инвестиционог одлучивања чланова пензијског фонда
3. Препоручене (*default*) инвестиционе стратегије у пензијским фондовима са дефинисаним доприносима
 - 3.1. Дизајн препоручених инвестиционих стратегија
 - 3.2. Утицај препоручених инвестиционих стратегија на ефикасност инвестиционог одлучивања чланова пензијског фонда
4. Статичке инвестиционе стратегије
 - 4.1. Улагање у складу са старошћу осигураника (*Age rule*)
 - 4.2. Правило “1/n”
 - 4.3. Правило “купи и задржи”
 - 4.4. Стратегија константне структуре
5. Динамичке инвестиционе стратегије
 - 5.1. Концептуалне карактеристике стратегије животног циклуса
 - 5.2. Примена стратегије животног циклуса у пензијском фонду
 - 5.3. Ефикасност стратегије животног циклуса
6. Анализа примене статичких и динамичких инвестиционих стратегија у пензијским фондовима са дефинисаним доприносима
7. Критеријуми за одабир адекватне стратегије алокације средстава и импликације за управљање пензијским фондовима

IV ДЕО

ОЦЕНА ИНВЕСТИЦИОНИХ УЧИНАКА ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА - ЕМПИРИЈСКА АНАЛИЗА

1. Примена АЛМ инвестиционог оквира у пензијским фондовима са дефинисаним накнадама
 - 1.1. Дефинисање истраживачког проблема и циљева истраживања
 - 1.2. Избор података и примењена методологија
 - 1.3. Дискусија резултата истраживања
2. Компаративна анализа инвестиционих учинака статичких и динамичких инвестиционих стратегија у пензијским фондовима са дефинисаним доприносима
 - 2.1. Дефинисање истраживачког проблема и циљева истраживања
 - 2.2. Избор података и примењена методологија
 - 2.3. Дискусија резултата истраживања
3. Компаративна анализа нивоа пензијских накнада у пензијским фондовима са дефинисаним доприносима и јавним пензијским системима
 - 3.1. Дефинисање истраживачког проблема и циљева истраживања
 - 3.2. Избор података и примењена методологија
 - 3.3. Дискусија резултата истраживања
4. Ограничења и правци будућих истраживања

ЗАКЉУЧАК

ЛИТЕРАТУРА

У Пријави докторске дисертације кандидат Стеван Луковић наводи кратко образложење предложене структуре.

У уводном делу дисертације, биће представљено образложење теме уз дефинисање предмета и циљева истраживања и формулисање истраживачких хипотеза. Уводни део дисертације ће бити заокружен кратким образложењем структуре.

У првом делу докторске дисертације, под насловом „**Пензијски фондови као учесници на финансијском тржишту**“, биће дефинисани појмови пензијских фондова и пензијских планова, а затим ће бити извршена детаљнија анализа принципа њиховог функционисања, као и специфичности њихове међузависности. Посебан акценат ће бити стављен на поделу пензијских планова на пензијске планове са дефинисаним накнадама и пензијске планове са дефинисаним доприносима. Затим ће пажња бити усмерена на анализу инвестиционих циљева пензијских фондова, као и специфичности алокације финансијских средстава у пензијским фондовима. У последњем сегменту првог дела дисертације биће разматран релативни значај пензијских фондова са дефинисаним накнадама и пензијских фондова са дефинисаним доприносима на међународном финансијском тржишту.

Други део докторске дисертације, под насловом „**Специфичности инвестиционе политике пензијских фондова са дефинисаним накнадама**“, се односи на анализу

најважнијих фактора који утичу на инвестициону политику пензијских фондова са дефинисаним накнадама. Посебан акценат ће бити стављен на фундираност пензијског фонда као један од најважнијих фактора који обликује инвестициону политику пензијског фонда. У складу са тиме, у овом делу дисертације биће приказани методи вредновања средстава и преузетих обавеза пензијског фонда као основних категорија које одређују позицију фундираности пензијског фонда. У последњем сегменту овог дела рада биће дат приказ АЛМ инвестиционог оквира према ком се инвестициони учинци пензијских фондова сагледавају не само из перспективе инвестиционих приноса већ и из перспективе преузетих обавеза.

У трећем делу докторске дисертације, под насловом „**Специфичности инвестиционе политике пензијских фондова са дефинисаним доприносима**“, биће анализиран инвестициони оквир пензијских фондова са дефинисаним доприносима. У овом делу дисертације биће извршена анализа специфичности инвестиционог одлучивања чланова пензијског фонда и инвестиционих стратегија на располагању члановима пензијског фонда. Посебан акценат ће бити стављен на концепт препоручене (*default*) инвестиционе стратегије. Поред статичких инвестиционих стратегија, у овом делу рада ће се разматрати и стратегија животног циклуса као најзначајнији појавни облик динамичких инвестиционих стратегија у пензијским фондовима са дефинисаним доприносима.

Завршни, четврти део докторске дисертације, насловљен „**Оцена инвестиционих учинака пензијских фондова – емпиријска анализа**“, се односи на емпиријско истраживање инвестиционих учинака пензијских фондова. Емпиријска анализа ће бити спроведена применом симулационих сценарија у три правца. У првом кораку, биће разматрана примена АЛМ инвестиционог оквира у пензијским фондовима са дефинисаним накнадама. У другом кораку, биће спроведена компаративна анализа инвестиционих учинака статичких и динамичких инвестиционих стратегија у пензијским фондовима са дефинисаним доприносима. У трећем кораку, биће спроведена компаративна анализа нивоа пензијских накнада које обезбеђују пензијски фондови са дефинисаним доприносима и јавни пензијски системи. Сваки од три правца емпиријске анализе подразумева конципирање одговарајућег емпиријског модела, постављање истраживачких хипотеза, избор варијабли и података, као и метода за њихову анализу.

Након закључног дела следи попис коришћене литературе за потребе научно-истраживачког рада у оквиру дисертације.

10. Компетентност ментора

Предложени ментор, др Срђан Маринковић, редовни професор Економског факултета Универзитета у Нишу, запослен је на Економском факултету Универзитета у Нишу од 1995. године, а у звању редовног професора од 2013. године. Наставу на основним академским студијама изводи у оквиру уже научне области Финансије и банкарство, на наставним предметима Финансијска тржишта, Банкарски менаџмент и Финансијски систем и финансијске институције. На мастер академским студијама наставу изводи на наставном предмету Микроструктура финансијских тржишта, а на докторским академским студијама на наставном предмету Тржиште финансијских деривата.

Област научног интересовања проф. др Срђана Маринковића су финансијска тржишта и финансијске институције. Објавио је велики број ауторских и коауторских радова у земљи

и иностранству. Био је ментор или члан комисије за оцену или одбрану више мастер радова и докторских дисертација. Учесник је у више пројеката примењених истраживања и међународних пројеката.

Комисија издваја десет радова предложеног ментора, релевантних са аспекта предмета истраживања предложене докторске дисертације, који су публиковани у последњих десет година:

1. **Marinković S.**, (2015), Managing the financial crisis: credit crunch and response in Serbia, In Thomas, M., Bojičić-Dželilović, V., (eds) *Public Policy Making in the Western Balkans*, Springer Science+Business Media, Dordrecht, pp. 171–196. **(M13=7 поена)**
2. Šević A., **Marinković S.**, (2017), Investment decision making: where do we stand? In Stanković, J., Pavlos, D., Marinković, S., Rochhia, S., (Eds.) *Tools and Techniques for Economic Decision Analysis*, IGI Global – Business Science Reference, Hershey (Pennsylvania), pp. 1–23. (ISBN (hardcover) 9781522509592) **(M13=7 поена)**
3. **Marinković S.**, Radović O., (2014), Bank net interest margin related to risk, ownership and size: An exploratory study of the Serbian banking industry, *Economic Research*, Vol. 27, No.1, (ISSN 1331-677), pp. 134–154. **(M23=4 поена)**
4. **Marinković S.**, (2014), Non-parametric sign test and paired samples test of effectiveness of official FX intervention, *Economic Annals*, Vol. 59, No. 202, (ISSN 0013-3264), pp. 107–130. **(M24=4 поена)**
5. **Marinković S.**, Radović, O., Golubović, N., (2012), Exploring bank-specific profitability determinants: A single country study, *Actual Problems of Economics*, No. 12 (138), (ISSN 1993-6788), pp. 417-426. **(M23=4 поена)**
6. **Marinković S.**, Stojković, D., Radović, O., (2013), Stock market development and economic growth (the case of Belgrade stock exchange), *Actual Problems of Economics*, No. 5(143), (ISSN 1993-6788), pp. 399-408. **(M23=4 поена)**
7. Jovetić, S., Đurić, Z., **Marinković S.**, (2015), Financial and nonfinancial performance measurements in insurance companies, *Teme*, Vol. 39, Iss., 4, (ISSN 0353-7919), pp. 1199-1217 **(M24=4 поена)**
8. **Marinković S.**, Lekpek, A., (2013), Може ли исламски концепт финансирања бити делотворан у превенцији економских криза?, *Teme*, God. 37, Br. 1, (ISSN 0353-7919), str. 49–72. **(M24=4 поена)**
9. **Marinković S.**, (2011), Mikrostruktura savremenih tržišta derivata, *Ekonomске teme*, God. 49, Br. 1, (ISSN 0353-8648), str. 15–30. **(M51=3 поена)**
10. Malović, M., **Marinković S.**, (2013), Prevazići ili odustati: Uspon i pad EMU, *Ekonomске teme*, God. 51, Br. 1, (ISSN 0353-8648), str. 59–83. **(M51=3 поена)**

11. Научна област дисертације

Предложена докторска дисертација, под насловом „**Инвестициона активност пензијских фондова са дефинисаним накнадама и доприносима**“ припада пољу Друштвено-хуманистичких наука, научној области Економске науке, ужој научној области Финансије, финансијске институције и осигурање.

12. Научна област чланова Комисије

Комисију за оцену научне заснованости теме докторске дисертације и испуњености услова кандидата и ментора за израду докторске дисертације чине:

Председник комисије

Др Милена Јакшић, редовни професор Економског факултета Универзитета у Крагујевцу, ужа научна област Финансије, финансијске институције и осигурање;

Чланови комисије

Др Виолета Тодоровић, ванредни професор Економског факултета Универзитета у Крагујевцу, ужа научна област Финансије, финансијске институције и осигурање и

Др Милош Пјанић, доцент Економског факултета у Суботици Универзитета у Новом Саду, ужа научна област Финансије.

ЗАКЉУЧАК И ПРЕДЛОГ КОМИСИЈЕ

На основу увида у приложену Пријаву и претходно изнетих ставова у тачкама 1-12 Извештаја, Комисија за оцену научне заснованости теме докторске дисертације и испуњености услова кандидата и ментора за израду докторске дисертације доноси следеће закључке:

- Кандидат Стеван Луковић испуњава све суштинске и формалне услове предвиђене Законом о високом образовању, Правилником о пријави, изради и одбрани докторске дисертације Универзитета у Крагујевцу и Статутом Економског факултета Универзитета у Крагујевцу за израду докторске дисертације;
- Тема коју је кандидат Стеван Луковић предложио за докторску дисертацију припада научној области за коју је Економски факултет Универзитета у Крагујевцу матичан и представља научно релевантну и оправдану област истраживања;
- Имајући у виду значај који пензијски фондови имају у стимулисању развоја финансијског тржишта, и њихов још увек релативно мали удео у финансијском систему Србије, предложена тема је актуелна и још увек недовољно истражена. Очекивани резултати истраживања могу да послуже као добра смерница за будућа истраживања;
- Предложени ментор, др Срђан Маринковић, редовни професор Економског факултета Универзитета у Нишу, у складу са Стандардом 9. за акредитацију студијских програма докторских академских студија на високошколским установама, испуњава услове за ментора докторске дисертације кандидата Стевана Луковића.

На основу анализе приложеног материјала и оцена презентираних у Извештају, Комисија за оцену научне заснованости теме докторске дисертације и испуњености услова кандидата и ментора за израду докторске дисертације, упућује Наставно- научном већу Економског факултета Универзитета у Крагујевцу и Већу за друштвено- хуманистичке науке Универзитета у Крагујевцу

ПРЕДЛОГ

да донесе одлуку којом се кандидату **Стевану Луковићу** одобрава израда докторске дисертације под насловом „**Инвестициона активност пензијских фондова са дефинисаним накнадама и доприносима**“.

Комисија за ментора предлаже **др Срђана Маринковића**, редовног професора Економског факултета Универзитета у Нишу.

У Крагујевцу, 05. 04. 2018. године

ЧЛАНОВИ КОМИСИЈЕ

Milena Jakshic

др Милена Јакшић, редовни професор Економског факултета Универзитета у Крагујевцу, ужа научна област Финансије, финансијске институције и осигурање

V. Todorovic

др Виолета Тодоровић, ванредни професор Економског факултета Универзитета у Крагујевцу, ужа научна област Финансије, финансијске институције и осигурање

Milosh Pjanic

др Милош Пјанић, доцент Економског факултета у Суботици Универзитета у Новом Саду, ужа научна област Финансије

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ
У КРАГУЈЕВЦУ

ПРЕДЛОЖЕНО: 05. 04. 2018г.			
Ст. јам.	Број	Печат	Својеручно
	842		