

НАСТАВНО-НАУЧНОМ ВЕЋУ
ЕКОНОМСКОГ ФАКУЛТЕТА УНИВЕРЗИТЕТА У КРАГУЈЕВЦУ

Предмет: Извештај Комисије о оцени докторске дисертације

Одлуком Наставно-научног већа Економског факултета Универзитета у Крагујевцу, број 888/VII-1) од 30. 03. 2017. године и Стручног већа за друштвено-хуманистичке науке Универзитета у Крагујевцу, број IV-02-380/28 од 12. 04. 2017. године, именовани смо за чланове Комисије за писање Извештаја о оцени докторске дисертације под насловом „Савремена портфолио теорија и оцена инвестиционих перформанси“, кандидата **Миљана Лековића**.

На основу увида и свеобухватне анализе урађене и предате докторске дисертације, Комисија за писање Извештаја о оцени докторске дисертације и за њену јавну одбрану подноси Наставно-научном већу Економског факултета Универзитета у Крагујевцу следећи

ИЗВЕШТАЈ

1. ПОДАЦИ О КАНДИДАТУ

1.1. Основни биографски подаци

Миљан Лековић је рођен 12. октобра 1985. године у Пљевљима. Основну школу и Гимназију завршио је у Пљевљима са одличним успехом и као носилац Дипломе Луча. Школске 2004/05. године уписао је Основне академске студије на Економском факултету Универзитета у Крагујевцу, смер Берзе и берзанско пословање, и исте завршио са просечном оценом 9,76 (девет и 76/100). Дипломски рад, на тему „Организација, структура и пословање Београдске берзе“, одбранио је са највишом оценом. Током студија награђиван је од стране Економског факултета и Општине Пљевља.

Докторске академске студије, модул Макроекономија, уписао је на Економском факултету у Крагујевцу новембра 2010. године. Све испите предвиђене наставним планом и

програмом положио је са просечном оценом 9,62 (девет и 62/100) и успешно одбранио студијски истраживачки рад на тему „Мерење перформанси отворених инвестиционих фондова у Републици Србији“.

Од септембра 2011. године ради на Факултету за хотелијерство и туризам у Врњачкој Бањи, Универзитета у Крагујевцу. Изабран је у звање асистента за ужу научну област Општа економија и ангажован на наставним предметима Основи економије и Национална економија. Председник је Комисије за самовредновање и заменик председника Савета Факултета. Био је члан бројних комисија Факултета као што су: Комисија за развој нових студијских програма основних академских и мастер академских студија и Комисија за припрему документације за акредитацију нових студијских програма основних академских и мастер академских студија. Ментор је студентима прве године основних академских студија и члан Тима за промоцију Факултета.

Учествовао је на Темпус пројекту “Modernization and Harmonization of Tourism Study Programmes in Serbia – MHTSPS”, као члан пројектног тима, и на пројекту „Подстицање руралног туризма за одрживи локални економски развој“, као члан Радног тима за израду Акционог плана реализације Стратегије развоја туризма града Крагујевца 2015-2020.

У летњем семестру школске 2010/2011. године стручно се усавршавао и оспособљавао на Економском факултету Универзитета у Крагујевцу изводећи вежбе из наставног предмета Финансијска тржишта и финансијски инструменти на трећој години основних академских студија.

Јула 2010. године обавио је професионалну праксу на Београдској берзи, априла 2011. године завршио је курс „Основе берзанског пословања“, септембра 2012. године учествовао је на обуци “VIP Business Plan Development” на Универзитету у Крагујевцу, а у наредном периоду похађао је и успешно савладао обуке на тему „Педагошке и информатичке вештине у високом школству“, „Примена информационих технологија у пословној статистици“, „Иновативни здравствено туристички производи – основ конкурентности дестинације здравственог туризма“, „Брендирање туристичких потенцијала Србије“ и „Допринос сеоског туризма руралном развоју“.

Основне области његовог научно-стручног интересовања су портфолио менаџмент, финансијска економија, финансијски систем и финансијске институције.

1.2. Научно-истраживачки рад

Кандидат Миљан Лековић се паралелно са наставно-педагошким активностима, успешно бавио и научно-истраживачким радом. Основне резултате истраживања саопштио је у следећим публикованим радовима:

Рад у тематском зборнику међународног значаја М(14)

1. Gnjatović, D., **Leković, M.** (2016). Contribution of International Tourism to Export and Development Performance of Serbia. In D. Cvijanović et al (Eds.). *Tourism in Function of Development of the Republic of Serbia – Spa Tourism in Serbia and Experiences of other Countries*. Thematic Proceedings II (pp. 51-66). Vrnjačka Banja: Faculty of Hotel Management and Tourism in Vrnjačka Banja. (ISBN 978-86-89949-09-4), [COBISS.SR-ID 223639308]

Рад у међународном часопису (М23):

2. Obradović, S., **Leković, M.**, Pantić, N. (2013). Consequences of Global Financial Crisis for Tourism Industry in Montenegro and Serbia: a Comparative Analysis. *Actual Problems of Economics*, 6, 373-380. (ISSN 1993-6788, UDC: 330.34:338.48(497.11), COBISS.SR-ID 513213532)

Рад у националном часопису међународног значаја (М24):

3. Obradović, S., **Leković, M.**, Marinković, M. (2014). The Implementation of the Neural Networks to the Problem of Economic Classification of Countries. *Industrija*, 42(4), 25-42. (ISSN 0350-0373, DOI: 10.5937/industrija42-5686, UDC: 005.92:004.032.26338.1:330.47, COBISS.SR-ID 212334348)
4. Jakšić, M., **Leković, M.**, Milanović, M. (2015). Measuring the Performance of Mutual Funds – A Case Study. *Industrija*, 43(1), 37-51. (ISSN 0350-0373, DOI: 10.5937/industrija43-6677, UDC: 336.1.07(497.11)"2009/2012" 005.216.1, COBISS.SR-ID 215022604)
5. Ristić, L., Vujičić, M., **Leković, M.** (2016). Tourism as a Factor of Sustainable Development of Rural Areas Belonging to Rudnička Morava. *Economics of Agriculture*, 63(2), 665-680. (ISSN 0352-3462, UDC: 338.48-44(1-22):502.131, COBISS.SR-ID 513603932)

Саопштење са међународног скупа штампано у целини (М33):

6. **Leković, M.**, Pantić, N., Stojković, D. (2013). Investment Funds in the Function of Stimulating Economic Growth and Development. *3rd International Conference: Economics and Management-Based on New Technologies*, 13-16. jun, Vrnjačka Banja, Srbija, 254-259. (ISBN 978-86-6075-039-8, UDC: 330.322, COBISS.SR-ID 513389660)
7. **Лековић, М.**, Пантић, Н., Арсеновић, С. (2012). Глобална економска криза и њен утицај на индустрију туризма Србије. *Седми међународни научни скуп: Туризам:*

изазови и могућности, 20-22. септембар, Требиње, Република Српска, 365-372.
(ISBN 987-86-7329-096-6)

Рад у врхунском часопису националног значаја (M51):

8. **Лековић, М.**, Арсеновић, С. (2013). Улога и значај квалитетног финансијског извештавања. *Банкарство*, 42(4), 78-95. (ISSN 1451-4354, UDC: 657.631.6 005.336.3, COBISS.SR-ID 201703436)
9. **Лековић, М.** (2014). Регионалне разлике у развоју индустрије инвестиционих фондова Србије и Хрватске. *Банкарство*, 43(5), 70-85, (ISSN 1451-4354, UDC: 336.1.07(497.11:497.5), COBISS.SR-ID 211659788)
10. Јакшић, М., **Лековић, М.** (2015). Управљање инвестиционим ризиком применом савремене портфолио теорије. *Мегатренд ревија*, 12(1), 31-46. (ISSN 1820-3159, DOI: 10.5937/MegRev1501031J, UDC: 005.334:336.763, COBISS.SR-ID 214930188)

Рад у истакнутом националном часопису (M52):

11. Melović, B., Mitrović, S., Đokaj, A., Nešić, A., **Leković M.** (2014). Integrated Marketing Communications as a Function of Brand Development. *Construction of Unique Buildings and Structures*, 12(27), 24-31. (ISSN 2304-6295)

Рад у националном часопису (M53):

12. **Лековић, М.**, Пантић, Н. (2014). Државна финансијска подршка и капиталне инвестиције као фактори развоја српског туризма. *Менаџмент у хотелијерству и туризму*, 2(1), 65-70. (ISSN 2334-8267, UDC: 336.77:338.48(497.11) 330.322.14:338.48(497.11)), COBISS.SR-ID 204355596)
13. Ђњатовић, Д., **Лековић, М.** (2015). Макроекономски показатељи међународног туризма Републике Србије. *Менаџмент у хотелијерству и туризму*, 3(2), 47-58, (ISSN 2334-8267, UDC: 338.485:339.727.22(497.11)338.48-44(497.11-87)), COBISS.SR-ID 215381260)
14. **Лековић, М.**, Пантић, Н. (2015). Профил хуманог развоја у Србији. *Менаџмент у хотелијерству и туризму*, 3(1), 60-67. (ISSN 2334-8267, UDC: 332.143(497.11)316.42(497.11)), COBISS.SR-ID 212780812)
15. Стојковић, Д., **Лековић, М.** (2016). Подршка одрживом развоју у Републици Србији. *Менаџмент у хотелијерству и туризму*, 4(1), 100-112. (ISSN 2334-8267, UDC: 338.484:502.131.1(497.11), COBISS.SR-ID 221430796)

2. ПРИКАЗ СТРУКТУРЕ И САДРЖАЈ ДОКТОРСKE ДИСЕРТАЦИЈЕ

2.1. Основни подаци о докторској дисертацији

Докторска дисертација кандидата Миљана Лековића, под насловом „Савремена портфолио теорија и оцена инвестиционих перформанси“, написана је на х + 268 страна компјутерски обрађеног текста, формата А4, стандардног проредa и величине слова. Након апстракта на српском и енглеском језику, дисертација обухвата: Увод (стр. 7), четири логички повезана дела: I део: *Портфолио теорија, анализа и селекција* (стр. 57), II део: *Модели равнотеже на тржишту капитала* (стр. 60), III део: *Инвестициони фондови као институционални облик функције портфолио менаџмента* (стр. 82), IV део: *Оцена перформанси портфолија инвестиционих фондова – емпиријско истраживање* (стр. 35), *Закључак* (стр. 11) и *Литературу* (стр. 16).

У циљу боље прегледности, једноставније упоредивости презентованих података и анализе ставова и добијених резултата током истраживања, дисертација садржи 53 слике и 11 табела. Приликом израде докторске дисертације коришћено је 285 библиографских јединица, релевантних научних и стручних извора домаћих и иностраних аутора и извештаја одговарајућих националних и међународних институција.

2.2. Предмет, циљеви, хипотезе и истраживачка методологија

Предмет докторске дисертације је примена савремене портфолио теорије у оцени перформанси портфолија инвестиционих фондова. Савремена портфолио теорија је основа портфолио менаџмента, а унапређење инвестиционих перформанси стална преокупација портфолио менаџера инвестиционих фондова који настоје да изаберу најбоље хартије од вредности и успешно процене правац кретања и интезитет промена цена хартија од вредности.

С обзиром на дефинисани предмет истраживања, *основни циљ истраживања* дисертације је да се теоријско-методолошки и емпиријски сагледа оправданост активног управљања портфолиом инвестиционих фондова. Из овако формулисаног основног циља истраживања изведена су и три специфична циља.

Први специфични циљ истраживања односи се на утврђивање способности портфолио менаџера да предвиде тржишне флукуације и изврше селекцију хартија од вредности у портфолију.

Други специфични циљ истраживања је давање одговора на питање да ли просечан инвестициони фонд, као институционална инкарнација функције портфолио менаџмента, успева да оствари боље перформансе од тржишних.

Трећи специфични циљ истраживања јесте упоређивање перформанси портфолија инвестиционих фондова у оквиру посматране индустрије.

На основу утврђеног предмета и циљева истраживања, у дисертацији су постављене, испитане и доказане следеће хипотезе:

Хипотеза 1: Избор између активног и пасивног управљања портфолиом хартија од вредности своди се на расправу о валидности хипотезе о ефикасности финансијског тржишта.

Хипотеза 2: Ако се пореде приноси портфолија инвестиционих фондова са тржишним приносом, без узимања у разматрање ризика, није могуће сагледати оправданост активног управљања портфолиом инвестиционих фондова.

Хипотеза 3: Степен супериорности или инфериорности перформанси портфолија инвестиционог фонда у односу на тржишне перформансе зависи од способности тајминга тржишта и селекционе способности портфолио менаџера фонда.

Хипотеза 4: Активно управљање портфолиом инвестиционих фондова не доноси увек боље резултате од пасивног управљања портфолиом инвестиционих фондова.

Сходно изабраној проблематици, дефинисаним циљевима истраживања и постављеним научним хипотезама, а у сврху формулисања валидних закључака и изналажења најбољих решења, у дисертацији је примењена квалитативна и квантитативна методологија карактеристична за област друштвених наука.

Квалитативна методологија је коришћена за појмовно одређивање и описивање основних елемената у оквиру посматраног проблема са циљем да се постави теоријска основа за емпиријску проверу формулисаних хипотеза. Поред дескриптивне анализе, процес теоријске поставке проблема је реализован и применом метода анализе и синтезе, уз коришћење пре свега иностране, али и доступне домаће литературе која тангира ову проблематику. Такође, коришћени су: метод индукције, са циљем да се полазећи од појединачних елемената, апстракцијом и генерализацијом дође до ширих закључака значајних за разумевање анализираног проблема; метод дедукције, у циљу испитивања исправности формулисаних општих закључака њиховом применом на појединачне елементе; метод компарације, са циљем да се на теоријском плану упореде алтернативни ставови који се срећу у релевантној литератури из предметне области, односно, на емпиријском плану упореде перформансе различитих инвестиционих фондова.

У оквиру *квантитативне методологије*, у дисертацији су примењени статистичко-економетријски модели коресподентни са дефинисаним предметом и циљем емпиријског истраживања, као и изабраним варијаблима. У истраживању су коришћени секундарни

извори података, као што су штампане публикације, интернет презентације, базе података водећих финансијских институција и сл., а обрада прикупљених података извршена је помоћу Статистичког пакета за друштвене науке (*Statistical Package for Social Sciences – SPSS 20*). Поред у теорији најчешће коришћених и у пракси потпуно афирмисаних Sharpe-овог, Treynor-овог и Jensen-овог индекса, примењена су и друга мерила перформанси портфолија инвестиционих фондова као што су: информациони рачуно, M^2 мера перформанси и Treynor-Mazuy модел. У циљу тестирања испуњености класичних претпоставки и откривања недостатака креираног регресионог модела примењени су следећи статистички тестови: Kolmogorov-Smirnov тест за тестирање нормалности распореда резидуала, Durbin-Watson-ов тест за испитивање аутокорелације резидуала и Glejser-ов тест за проверу претпоставке о хомоскедастичности, тј. једнакости варијанси резидуала.

2.3. Садржај докторске дисертације

Сагласно опредељеном предмету и циљевима истраживања, постављеним научним хипотезама и методологији истраживања, утврђен је следећи садржај докторске дисертације:

УВОД

ПРВИ ДЕО

ПОРТФОЛИО ТЕОРИЈА, АНАЛИЗА И СЕЛЕКЦИЈА

1. ИСТОРИЈСКЕ ФАЗЕ ПОРТФОЛИО ТЕОРИЈЕ
 - 1.1. Традиционална портфолио теорија
 - 1.2. Савремена портфолио теорија
 - 1.3. Пост-савремена портфолио теорија
2. ОСНОВЕ АНАЛИЗЕ ПРИНОСА И РИЗИКА
 - 2.1. Принос и ризик хартије од вредности
 - 2.2. Принос и ризик портфолија
 - 2.3. Диверсификација и ризик портфолија
 - 2.4. Међународна диверсификација портфолија
3. MARKOWITZ-ЕВ МОДЕЛ
 - 3.1. Могућ и ефикасан сет портфолија
 - 3.1.1. Одређивање сета ефикасних портфолија без продаје на кратко
 - 3.1.2. Одређивање сета ефикасних портфолија са продајом на кратко
 - 3.2. Избор оптималног портфолија
4. ИНДЕКСНИ МОДЕЛИ
 - 4.1. Једноиндексни модел
 - 4.2. Вишеиндексни модели

ДРУГИ ДЕО

МОДЕЛИ РАВНОТЕЖЕ НА ТРЖИШТУ КАПИТАЛА

1. КОНЦЕПТ ЕФИКАСНОГ ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА
 - 1.1. Врсте и облици ефикасности финансијског тржишта
 - 1.2. Тестирање ефикасности финансијског тржишта
 - 1.2.1. Тестови слабог облика тржишне ефикасности
 - 1.2.2. Тестови полујаког облика тржишне ефикасности
 - 1.2.3. Тестови јаког облика тржишне ефикасности
2. МОДЕЛ ВРЕДНОВАЊА КАПИТАЛНЕ АКТИВЕ (*CAPITAL ASSET PRICING MODEL – CAPM*)
 - 2.1. Стандардни *CAPM* модел
 - 2.2. Алтернативне форме *CAPM* модела
 - 2.3. Тестирање *CAPM* модела
3. ТЕОРИЈА АРБИТРАЖНОГ ВРЕДНОВАЊА (*ARBITRAGE PRICING THEORY – APT*)
 - 3.1. Развој *APT* модела
 - 3.2. Тестирање *APT* модела
4. УПОРЕДНА АНАЛИЗА *CAPM* И *APT* МОДЕЛА

ТРЕЋИ ДЕО

ИНВЕСТИЦИОНИ ФОНДОВИ КАО ИНСТИТУЦИОНАЛНИ ОБЛИК ФУНКЦИЈЕ ПОРТФОЛИО МЕНАЏМЕНТА

1. КОНЦЕПТ ФУНКЦИОНИСАЊА ИНВЕСТИЦИОНИХ ФОНДОВА
 - 1.1. Појам и историјски развој инвестиционих фондова
 - 1.2. Врсте инвестиционих фондова
 - 1.2.1. Инвестициони фондови са фиксним портфолиом и фондови са управљаним портфолиом
 - 1.2.2. Инвестициони фондови тржишта новца и фондови тржишта капитала
 - 1.2.3. Специјални облици инвестиционих фондова
2. ПОРТФОЛИО МЕНАЏМЕНТ
 - 2.1. Функције портфолио менаџмента
 - 2.2. Стратегије портфолио менаџмента
 - 2.2.1. Пасивна портфолио стратегија
 - 2.2.2. Активна портфолио стратегија
 - 2.2.3. Хибридна портфолио стратегија
 - 2.3. Стили портфолио менаџмента
 - 2.3.1. Квалитативни портфолио менаџмент
 - 2.3.2. Квантитативни портфолио менаџмент
3. МОДЕЛИ ОЦЕНЕ ПЕРФОРМАНСИ ПОРТФОЛИЈА ИНВЕСТИЦИОНИХ ФОНДОВА

- 3.1. Основне карактеристике модела
- 3.2. Мере перформанси портфолија
 - 3.2.1. Sharpe-ов индекс
 - 3.2.2. Treynor-ов индекс
 - 3.2.3. Jensen-ов индекс
 - 3.2.4. Информациони рацио
 - 3.2.5. M^2 мера перформанси
 - 3.2.6. T^2 мера перформанси
 - 3.2.7. Treynor-Mazuy модел
 - 3.2.8. Henriksson-Merton модел
 - 3.2.9. Sortino-ов рацио
- 3.3. Декомпозиција перформанси портфолија
- 3.4. Критика модела оцене перформанси портфолија

ЧЕТВРТИ ДЕО

ОЦЕНА ПЕРФОРМАНСИ ПОРТФОЛИЈА ИНВЕСТИЦИОНИХ ФОНДОВА – ЕМПИРИЈСКО ИСТРАЖИВАЊЕ

- 1. РЕЛЕВАНТНОСТ ИСТРАЖИВАЊА
- 2. ПРЕГЛЕД СТАЊА У ИНДУСТРИЈИ ИНВЕСТИЦИОНИХ ФОНДОВА У РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ
- 3. КОНЦИПИРАЊЕ ИСТРАЖИВАЧКОГ МОДЕЛА
 - 3.1. Дефинисање предмета и циља истраживања
 - 3.2. Избор података и методологија истраживања
- 4. РЕЗУЛТАТИ ЕМПИРИЈСКОГ ИСТРАЖИВАЊА
- 5. ОГРАНИЧЕЊА И ПРАВЦИ БУДУЋЕГ ИСТРАЖИВАЊА

ЗАКЉУЧАК

ЛИТЕРАТУРА

У првом делу докторске дисертације, под насловом *Портфолио теорија, анализа и селекција* (стр. 8-64), приказан је развој портфолио теорије, који се одвијао кроз три историјске фазе: традиционалну, савремену и пост-савремену. Разматране се основне карактеристике ових фаза са посебним нагласком на савремену портфолио теорију, која у фокус анализе ставља рационалног инвеститора који није спреман да прихвати виши ризик уколико компензација за преузети ризик није виши принос. Стога су предмет анализе били принос и ризик како појединачне хартије од вредности, тако и портфолија хартија од вредности. Поред наведеног, указано је на значај диверсификације у функцији смањења укупног ризика портфолија. Објашњена је разлика између просте и ефикасне

диверсификације, али и учињен корак напред представљањем потенцијалних користи од међународне диверсификације портфолија. Даља анализа је била фокусирана на Markowitz-ев модел и индексне моделе као основне елементе нормативне портфолио теорије. У циљу избора оптималног портфолија представљен је начин одређивања сета ефикасних портфолија без продаје на кратко и са продајом на кратко. У последњем сегменту првог дела рада наглашен је допринос индексних модела приликом утврђивања сета ефикасних портфолија за случај великог броја хартија од вредности у саставу портфолија.

Други део докторске дисертације, под насловом *Модели равнотеже на тржишту капитала* (стр. 65-124), посвећен је позитивној портфолио теорији у чијој основи се налазе два модела тржишне равнотеже: модел вредновања капиталне активе (*Capital Asset Pricing Model – CAPM*) и теорија арбитражног вредновања (*Arbitrage Pricing Theory – APT*). Након детаљног разматрања концепта ефикасног финансијског тржишта, као заједничке полазне претпоставке *CAPM* и *APT* модела, у смислу различитих врста и облика ефикасности и њиховог тестирања, елаборирани су конститутивни елементи позитивне портфолио теорије. Поред стандардног *CAPM* модела, пажња је посвећена његовим алтернативним формама и критичком осврту у смислу тестирања његове валидности. Затим је представљен развој *APT* модела, емпиријски тестови и критика модела. Наведени модели, поред одређених заједничких полазних претпоставки, истоветног закључака о линеарној зависности приноса и ризика, као и релевантности само системског ризика, имају и бројне разлике. Пре свих, *APT* модел је либералнији од *CAPM* модела и у анализу укључује више фактора системског ризика, не прецизирајући о којим конкретним факторима је реч. Оба модела пружају значајан допринос у правцу сагледавања односа приноса и ризика, као и вредновања активе на тржишту капитала.

У трећем делу докторске дисертације, под насловом *Инвестициони фондови као институционални облик функције портфолио менаџмента* (стр. 125-206), представљен је концепт функционисања инвестиционих фондова као институција специјализованих за обављање функције портфолио менаџмента. Након разматрања појма и историјског развоја инвестиционих фондова, пажња је посвећена различитим врстама инвестиционих фондова. Такође, анализирани су функције, стратегије и стилови портфолио менаџмента са апострофирањем разлика између пасивне и активне портфолио стратегије, као и између квалитативног и квантитативног портфолио менаџмента. Посебна пажња је усмерена на моделе оцене перформанси портфолија инвестиционих фондова са нагласком на различите мере портфолио перформанси: Sharpe-ов индекс, Treynor-ов индекс, Jensen-ов индекс, Информациони рацио, M^2 меру перформанси, T^2 меру перформанси, Treynor-Mazuy модел, Henriksson-Merton модел и Sortino-ов рацио. У овом сегменту рада, указано је на важност селекционе способности портфолио менаџера инвестиционих фондова мерене Jensen-овим индексом и способности портфолио менаџера да предвиде тржишне флукуације мерене Treynor-Mazuy и Henriksson-Merton моделима. Поред наведеног,

разматране су декомпозиција перформанси портфолија, као и најзначајније критике упућене моделима оцене перформанси портфолија.

У четвртом делу докторске дисертације, под насловом *Оцена перформанси портфолија инвестиционих фондова – емпиријско истраживање* (стр. 207-241), најпре је указано на важност истраживања перформанси портфолија инвестиционих фондова, а потом је дат преглед стања у индустрији инвестиционих фондова у Републици Србији, чије су перформансе предмет емпиријске оцене. Уследило је конципирање истраживачког модела у смислу дефинисања предмета и циљева истраживања, дефинисања истраживачких хипотеза, избора података и варијабли за емпиријско истраживање, као и приказа методологије и метода истраживања. Емпиријско истраживање је спроведено са циљем да се испита оправданост активног управљања портфолиом инвестиционих фондова у Републици Србији, односно, да се да одговор на питање да ли просечан инвестициони фонд у Републици Србији успева да оствари боље перформансе од тржишних. С тим у вези, анализирано је присуство селекционе способности и способности тајминга тржишта портфолио менаџера српских инвестиционих фондова. Мотив за спроведено истраживање је пронађен у одсуству опсежнијих емпиријских истраживања на ову тему у Републици Србији. Резултати до којих се дошло у истраживању показују да портфолио менаџерима већине српских инвестиционих фондова недостају вештина избора профитабилних хартија од вредности и вештина тајминга тржишта. Генерални закључак истраживања је да активним управљањем портфолиом инвестиционих фондова нису остварене боље перформансе од просечних тржишних перформанси које би се оствариле применом пасивне портфолио стратегије. Након детаљног приказа и извршене подробне анализе добијених резултата, размотрена су ограничења истраживања и предложени правци будућег истраживања.

У закључним разматрањима (стр. 242-252), су на јасан и концизан начин систематизовани релевантни ставови о савременој портфолио теорији и оцени инвестиционих перформанси, експлицитно аргументована теоријско-методолошка и емпиријска потврђеност постављених хипотеза научног истраживања, издвојена кључна теоријска и методолошка питања важна за будућа истраживања и указано на смернице које би биле од користи за будућа истраживања.

3. ОЦЕНА ДОКТОРСKE ДИСЕРТАЦИЈЕ

3.1. Значај и допринос докторске дисертације са становишта актуелног стања у научној области

Бројни инострани теоријски радови на тему савремене портфолио теорије и емпиријска истраживања усмерена на оцену перформанси портфолија инвестиционих фондова указују на несумњив значај анализираних проблематике у савременој економској теорији и пракси.

Савремена портфолио теорија је широко прихваћена међу институционалним портфолио менаџерима који је користе како за структурирање портфолија, тако и за мерење остварених портфолио перформанси. Она помаже тржишним учесницима да донесу брзе и поуздане одлуке о алокацији капитала и самим тим доприноси дубини, ликвидности и ефикасности финансијских тржишта. За разлику од добро документованих истраживања перформанси портфолија инвестиционих фондова у развијеним земљама света, литература на тему инвестиционих фондова и мерења њихових перформанси је релативно оскудна у Републици Србији. Отуда се значај докторске дисертације огледа у бољем разумевању савремене портфолио теорије и демистификацији мерења перформанси портфолија инвестиционих фондова. Такође, дефинисано подручје истраживања је значајно и са становишта глобалне финансијско-економске кризе која доводи у питање валидност савремене портфолио теорије.

Укупан допринос докторске дисертације се може посматрати са два аспекта. Први аспект се односи на унапређење теоријског разумевања савремене портфолио теорије, портфолио менаџмента и модела оцене перформанси портфолија инвестиционих фондова. Кандидат је, консултујући бројну и референтну литературу, доминантно из савремених иностраних извора, извршио систематизацију и критичку анализу постојећих знања водећих аутора у овој области. Дисертација доприноси и експанзији нових знања и квалитативно обогаћује ограничену домаћу литературу на српском језику. Коришћењем постојећих иностраних истраживања и израдом сопственог истраживања кандидат је омогућио допуну литературе у овој области истраживања и учинио први корак у истраживању када је о домаћој литератури реч.

Други аспект се односи на могућност примене анализираних модела оцене перформанси портфолија и добијених резултата у пракси. Утврђено одсуство селекционе способности и способности тајминга тржишта портфолио менаџера српских инвестиционих фондова доприноси критичком преиспитивању доминантне активне портфолио стратегије и говори у прилог примене пасивне портфолио стратегије, односно, пасивног портфолио менаџмента. Такође, изложени резултати истовремено говоре у прилог валидности хипотезе о ефикасности финансијског тржишта и могу бити изузетно корисни за институционалне инвеститоре на српском финансијском тржишту. Допринос докторске дисертације се огледа и у дефинисању конкретних препорука за унапређење функција портфолио менаџмента. Стога је предмет докторске дисертације крајње релевантан, а остварени резултати, ставови и закључци имају научну и практичну вредност у сагледавању тренутног стања и остваривању искорака у научно релевантној проблемској области.

3.2. Оцена да је урађена докторска дисертација резултат оригиналног научног рада кандидата у одговарајућој научној области

Комисија оцењује да докторска дисертација под насловом „Савремена портфолио теорија и оцена инвестиционих перформанси“ представља резултат оригиналног научног рада кандидата Миљана Лековића. Обрађена тема је актуелна, недовољно истражена и значајна са становишта развоја портфолио теорије, портфолио менаџмента и економске науке уопште. Дефинисани предмет истраживања, постављени циљеви, истраживачке хипотезе, примењени научни методи, изложени резултати и релевантни закључци иду у прилог констатацији Комисије да докторска дисертација садржи све потребне елементе и представља резултат квалитетног и оригиналног научно-истраживачког рада.

Кандидат Миљан Лековић је испољио неопходну умешност у преиспитивању различитих димензија испитиваних проблемских подручја, примерену критичност и завидну способност закључивања. Показао је добро разумевање проблематике, објективност и аналитичност у раду. Докторска дисертација представља резултат самосталног и студиозног рада кандидата. Избор релевантне домаће и стране литературе је примерен предмету истраживања. Извршена је адекватна анализа теоријске и емпиријске грађе, што је довело до остваривања високог степена научне утемељености истраживања и логичног закључивања. Докторска дисертација је писана јасним, прегледним и научним стилем. Терминологија коришћена у раду је прецизна и указује на добро разумевање обрађене материје. На основу свега наведеног, Комисија констатује да докторска дисертација садржи све елементе оригиналног, самосталног и квалитетног научног и стручног истраживачког рада.

3.3. Преглед остварених резултата кандидата у научној области

Кандидат Миљан Лековић је објавио већи број научно валидних, теоријско-методолошки и апликативно релевантних радова из области која је предмет његовог научног и стручног интересовања. У позитивно рецензираним радовима публикованим у часописима међународног значаја, чланцима објављеним у водећим часописима националног значаја и рефератима саопштеним на међународним научним конференцијама, кандидат се студиозно бавио концептом функционисања инвестиционих фондова, савременом портфолио теоријом, управљањем ризицима, оценом инвестиционих перформанси, као и релевантним макроекономским питањима, попут одрживог развоја, ефеката глобалне финансијско-економске кризе и проблема класификације земаља према степену економске развијености. Највећи број радова кандидата су уско повезани са предметом истраживања у докторској дисертацији. Из већ наведеног списка радова (тачка 1.2. првог дела овог Извештаја) Комисија посебно издваја следеће радове:

1. Jakšić, M., **Leković, M.**, Milanović, M. (2015). Measuring the Performance of Mutual Funds – A Case Study. *Industrija*, 43(1), 37-51. (ISSN 0350-0373, DOI: 10.5937/industrija43-6677, UDC: 336.1.07(497.11)"2009/2012" 005.216.1, COBISS.SR-ID 215022604)
2. Јакшић, М., **Лековић, М.** (2015). Управљање инвестиционим ризиком применом савремене портфолио теорије. *Мегатренд ревија*, 12(1), 31-46. (ISSN 1820-3159, DOI: 10.5937/MegRev1501031J, UDC: 005.334:336.763, COBISS.SR-ID 214930188)
3. **Лековић, М.** (2014). Регионалне разлике у развоју индустрије инвестиционих фондова Србије и Хрватске. *Банкарство*, 43(5), 70-85, (ISSN 1451-4354, UDC: 336.1.07(497.11:497.5), COBISS.SR-ID 211659788)
4. **Leković, M.**, Pantić, N., Stojković, D. (2013). Investment Funds in the Function of Stimulating Economic Growth and Development. *3rd International Conference: Economics and Management-Based on New Technologies*, 13-16. jun, Vrnjačka Banja, Srbija, 254-259. (ISBN 978-86-6075-039-8, UDC: 330.322, COBISS.SR-ID 513389660)
5. **Лековић, М.**, Арсеновић, С. (2013). Улога и значај квалитетног финансијског извештавања. *Банкарство*, 42(4), 78-95. (ISSN 1451-4354, UDC: 657.631.6 005.336.3, COBISS.SR-ID 201703436)
6. Obradović, S., **Leković, M.**, Marinković, M. (2014). The Implementation of the Neural Networks to the Problem of Economic Classification of Countries. *Индустрија*, 42(4), 25-42. (ISSN 0350-0373, DOI: 10.5937/industrija42-5686, UDC: 005.92:004.032.26338.1:330.47, COBISS.SR-ID 212334348).

3.4. Оцена испуњености обима и квалитета у односу на пријављену тему

Комисија оцењује да докторска дисертација кандидата Миљана Лековића, под насловом „Савремена портфолио теорија и оцена инвестиционих перформанси“, у потпуности испуњава дефинисане захтеве у погледу садржаја, обима, квалитета и резултата рада у односу на тему која је пријављена и одобрена. Примењујући методологију и научне методе истраживања примерене друштвеним наукама, кандидат је извршио адекватан избор релевантне литературе и одговорио на утврђени предмет истраживања. Анализирана проблематика је изложена у четири дела, логично повезана у кохерентну целину, са научно изведеним и аргументованим закључним разматрањима. Дисертација је, структурно и суштински, у потпуности усклађена са одобреном темом и предметом истраживања. Утврђени предмет, циљеви и научне хипотезе, који су одобрени за израду,

усклађени су са циљевима спроведеног истраживања, тестираним хипотезама и примењеном методологијом.

3.5. Научни резултати докторске дисертације

Комисија сматра да је истраживање у докторској дисертацији кандидата Миљана Лековића, под насловом „Савремена портфолио теорија и оцена инвестиционих перформанси“, допринело теоријско-методолошком и емпиријском сагледавању оправданости активног управљања портфолиом инвестиционих фондова. Кључни научни резултати докторске дисертације су:

- Свеобухватна и аргументована анализа: 1) Markowitz-евог модела и индексних модела као основних елемената нормативне портфолио теорије, 2) модела вредновања капиталне aktive (*Capital Asset Pricing Model – CAPM*) и теорије арбитражног вредновања (*Arbitrage Pricing Theory – APT*) као основних елемената позитивне портфолио теорије, 3) хипотезе ефикасног тржишта (*Efficient Market Hypothesis – EMH*) као заједничке полазне претпоставке равнотежних модела.
- Детаљно објашњење концепта функционисања инвестиционих фондова и разјашњење функција, стратегија и стилова портфолио менаџмента, са апострофирањем важности избора између активне и пасивне стратегије управљања портфолиом и између квалитативног и квантитативног стила управљања портфолиом.
- Доказана заснованост портфолио менаџмента на достигнућима савремене портфолио теорије и зависност перформанси портфолија инвестиционих фондова од достигнућа савременог портфолио менаџмента.
- Теоријски и методолошки аргументовано разјашњење модела оцене перформанси портфолија инвестиционих фондова и извршена демистификацији мерења инвестиционих перформанси, уз критичко преиспитивање досадашње доминантне примене активног портфолио менаџмента и активних стратегија управљања портфолиом.
- Извршена оцена перформанси портфолија инвестиционих фондова у циљу сагледавања оправданости активног управљања портфолиом инвестиционих фондова и оцена селекционе способности и способности тајминга тржишта портфолио менаџера инвестиционих фондова у циљу декомпозиције остварених перформанси, као својеврсне смернице даљим потезима портфолио менаџера инвестиционих фондова. Такође, извршено је упоређивање перформанси портфолија инвестиционих фондова у оквиру посматране индустрије.

- Доказано је да се избор између активног и пасивног управљања портфолиом хартија од вредности своди се на расправу о валидности хипотезе о ефикасности финансијског тржишта.
- Истакнуто је да ако се пореде приноси портфолија инвестиционих фондова са тржишним приносом, без узимања у разматрање ризика, није могуће сагледати оправданост активног управљања портфолиом инвестиционих фондова.
- Потврђено је да степен супериорности или инфериорности перформанси портфолија инвестиционог фонда у односу на тржишне перформансе зависи од способности тајминга тржишта и селекционе способности портфолио менаџера фонда.
- Прецизирано је да активно управљање портфолиом инвестиционих фондова не доноси увек боље резултате од пасивног управљања портфолиом инвестиционих фондова.
- Емпиријским истраживањем на примеру инвестиционих фондова Републике Србије утврђено је одсуство селекционе способности и способности тајминга тржишта портфолио менаџера већине српских инвестиционих фондова.
- Генерални закључак истраживања је да просечан инвестициони фонд у Републици Србији не успева да оствари боље перформансе од тржишних, односно да активним управљањем портфолиом инвестиционих фондова нису остварене боље перформансе од просечних тржишних перформанси.

Наведени резултати дисертације, емпиријски потврђени, указују на значај савремене портфолио теорије са становишта њене примене у оцени инвестиционих перформанси.

3.6. Применљивост и корисност резултата у теорији и пракси

Комисија сматра да утврђени научни резултати истраживања у докторској дисертацији кандидата Миљана Лековића, под насловом „Савремена портфолио теорија и оцена инвестиционих перформанси“, имају релевантну теоријску и практичну корисност и применљивост, имајући у виду актуелност и недовољну заступљеност ове проблематике у домаћој литератури, као и примену резултата истраживања од стране професионалних портфолио менаџера, појединачних и институционалних инвеститора.

Теоријска применљивост и корисност докторске дисертације се огледа у проширивању теоријских знања из области финансијске економије, посебно у домену портфолио теорије, анализе и селекције, модела равнотеже на тржишту капитала, портфолио менаџмента, инвестиционих фондова и оцене инвестиционих перформанси. Докторска

дисертација доприноси обogaћивању литературе из ове области у Републици Србији, имајући у виду мали број домаћих радова на тему савремене портфолио теорије и одсуство опсежнијих истраживања на тему оцене перформанси портфолија инвестиционих фондова. Истовремено, израдом докторске дисертације успостављен је чврст теоријско-методолошки основ за даља истраживања у области савремене портфолио теорије и оцене инвестиционих перформанси.

Применљивост и корисност резултата докторске дисертације у пракси произилази из оригиналног емпиријског истраживања спроведеног на примеру индустрије инвестиционих фондова Републике Србије. Оцена и упоређивање перформанси портфолија инвестиционих фондова у оквиру посматране индустрије олакшавају избор конкретног инвестиционог фонда од стране инвеститора. Од утврђене успешности инвестиционог фонда зависе и наредни потези инвеститора у смислу задржавања средстава у фонду, додатног улагања, или пак повлачења инвестираних средстава из фонда. Такође, извршена оцена портфолио перформанси има важну улогу у унапређењу процеса управљања портфолиом, јер информише менаџере инвестиционих фондова о предностима и слабостима креираног портфолија. Поред наведеног, резултати до којих се дошло омогућили су дефинисање препорука за појединачне и институционалне инвеститоре у погледу избора између активне и пасивне стратегије управљања портфолиом, односно, између активног и пасивног портфолио менаџмента. Будући да активним портфолио менаџментом нису остварене боље перформансе од просечних тржишних перформанси које би се реализовале простим копирањем структуре неког водећег берзанског индекса, инвестиционој јавности се предлаже пасивно управљање портфолиом. На крају, значајан допринос дисертације огледа се и у идентификовању бројних идеја као будућих праваца емпиријског истраживања.

3.7. Начин презентирања резултата научној јавности

Актуелност предмета истраживања у докторској дисертацији кандидата Миљана Лековића, под насловом „Савремена портфолио теорија и оцена инвестиционих перформанси“, свеобухватност спроведених анализа, као и резултати добијени кроз емпиријско истраживање представљају квалитетну основу за припрему научних радова. На тај начин, научна и стручна јавност биће упозната са релевантним закључцима и достигнућима истраживања. Радови проистекли из докторске дисертације биће публиковани у референтним домаћим и иностраним часописима или презентовани на научним скуповима националног и међународног значаја. Очекује се да ће радови кандидата иницирати научно-стручну дискусију и дубљу анализу најважнијих аспеката проблематике која је истраживана у дисертацији.

ЗАКЉУЧАК КОМИСИЈЕ

Комисија је једногласна у оцени да докторска дисертација кандидата Миљана Лековића, под насловом „Савремена портфолио теорија и оцена инвестиционих перформанси“ испуњава све суштинске и формалне услове за јавну одбрану.

ПРЕДЛОГ КОМИСИЈЕ

На основу изнетих констатација, анализе резултата и доприноса, као и изложене оцене и закључака о докторској дисертацији, Комисија предлаже Наставно-научном већу Економског факултета Универзитета у Крагујевцу, да прихвати Извештај о оцени докторске дисертације кандидата Миљана Лековића, под насловом „Савремена портфолио теорија и оцена инвестиционих перформанси“ и одобри њену јавну одбрану.

У Крагујевцу, април 2017. године

ЧЛАНОВИ КОМИСИЈЕ

V. Todorović

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

Др Драгана Гњатовић

Др Драгана Гњатовић, редовни професор Факултета за хотелијерство и туризам у Врњачкој Бањи Универзитета у Крагујевцу, ужа научна област Општа економија

Др Срђан Маринковић, редовни професор Економског факултета Универзитета у Нишу, ужа научна област Финансије, банкарство и осигурање

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ
У КРАГУЈЕВЦУ

ПРИМЉЕНО: 24 APR 2017			
Орг. јед.	Број	Примак	Број
	888/VII-1/1		