BEOGRADSKA BANKARSKA AKADEMIJA-
FAKULTET ZA BANKARSTVO, OSIGURANJE I FINANSIJE
Br. 536
9.12. 2025 god
BEOGRAD

NASTAVNO – NAUČNOM VEĆU
BEOGRADSKE BANKARSKE AKADEMIJE -
FAKULTETA ZA BANKARSTVO, OSIGURANJE I FINANSIJE
UNIVERZITETA „UNION“ BEOGRAD

Na osnovu Predloga odluke Nastavno-naučnog veća Beogradske bankarske akademije – Fakulteta za bankarstvo, osiguranje i finansije br. 516 od 25. novembra 2025. godine i Odluke Senata Univerziteta Union br. A 274-01/25 od 28. novembra 2025. godine imenovani smo za članove Komisije za ocenu i odbranu doktorske disertacije kandidata Edina Hanića, pod naslovom **„Institucionalni investitori: struktura, funkcionisanje i uticaj na ekonomski rast“.**

Nakon što smo detaljno proučili urađenu doktorsku disertaciju kandidata Edina Hanića podnosimo sledeći

R E F E R A T
O OCENI DOKTORSKE DISERTACIJE

1. Osnovni podaci o kandidatu i disertaciji

Osnovni podaci o kandidatu

Edin Hanić rođen je 23.7.1983. godine u Beogradu. Osnovnu školu i srednju Ekonomsku školu „Nada Dimić“ završio je u Beogradu. Godine 2009. diplomirao je na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu, studijski program „Trgovinski menadžment i marketing“, sa prosečnom ocenom 8,36.

Master akademske studije, studijski program „Finansijski menadžment i analiza finansijskog rizika“, završio je 2012. godine na Fakultetu organizacionih nauka Univerziteta u Beogradu. Doktorske akademske studije upisao je na Beogradskoj bankarskoj akademiji – Fakultetu za bankarstvo, osiguranje i finansije, studijski program “Finansije” 2014. godine.

Radnu karijeru započeo je 2009. godine u kompaniji “ABS Minel transformatori”, Beograd u sektoru Finansijski kontroling. Godine 2011. pelazi u osiguravajuće društvo “Basler osiguranje a.d.o” Beograd na poziciju Preuzimač rizika neživotnih osiguranja, u kojem ostaje do 2014. godine, kada prelazi u osiguravajuće društvo “Uniqa osiguranje a.d.o” Beograd, na poziciju Preuzimač rizika neživotnih osiguranja, u kojem ostaje do 2015. godine.

Godine 2015. zaposlio se u Narodnoj banci Srbiji, na poziciji Supervizor osiguranja, neposredna kontrola društava za osiguranju, posrednika i zastupnika u

osiguranju, da bi od 2016. godine do sada bio angažovan u svojstvu Samostalnog stručnog saradnika za edukaciju korisnika finansijskih usluga.

Kandidat Edin Hanić je objavio sledeće radove:

HANIĆ, Hasan, BUGARČIĆ, Milica, **HANIĆ, Edin** (2023). Event Study Methodology and Efficient Market Hypothesis. In: International Scientific Conference: Global Economic Trends – Challenges and Opportunities, Belgrade Banking Academy, Belgrade, pp. 43-46.

KALIČANIN, Tijana, **HANIĆ, Edin** (2018). The competitiveness of insurance market in Serbia. Business and applied economics. International Scientific Conference: Theoretical and empirical aspects of economic Science. Book of abstracts, pp.. 195-197

KALIČANIN, Tijana, **HANIĆ, Edin** (2018). The competitiveness of insurance market in Serbia. Business and applied economics. International Scientific Conference: Theoretical and empirical aspects of economic Science. Book of abstracts, pp.. 195-197

VUKOVIC, Darko, **HANIC, Edin,** HANIC Hasan (2017). Financial integration in the European Union-the impact of the crisis on the bond market. Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy, pp. 195-210.

KALIČANIN, Tijana, **HANIĆ, Edin** (2017). Comparative analysis of the market power in the banking sectors. The Role of Economic Thought in Modern Environment, 5th International Scientific Conference: Economy of Integration" ICEI 2017, Conference proceedings, pp. 222-235.

Osnovni podaci o doktorskoj disertaciji

Doktorska disertacija Edina Hanića pod naslovom „Institucionalni investitori: struktura, funkcionisanje i uticaj na ekonomski rast" napisana je na srpskom jeziku na 235 stranica teksta, od čega se 226 stranica odnosi na osnovni tekst, 8 stranica na prilog i jedna stranica na Biografiju kandidata.

Na početku disertacije dat je Spisak skraćenica korišćenih u radu, Spisak tabela, koji obuhvata 15 tabela, i Spisak slika koji obuhvata jednu složenu sliku sastavljenu od 28 grafikona odnosno grafičkih prikaza dinamike strukture aktive institucionalnih investitora zemalja EU i Velike Britanije.

Na kraju osnovnog dela disertacije navedena je Literatura koja obuhvata 245 bibliografskih jedinica, pri čemu većinu čine radovi eminentnih autora, objavljeni u međunarodnim časopisima iz oblasti finansijskih tržišta i institucionalnog investiranja, koji su poslužili kao osnova za postavljanje teorijsko-metodološkog okvira za ispitivanje uticaja institucionalnih investitora na ekonomski rast i ekonomsku stabilnost zemlje.

U Prilogu disertacija data je jedna složena tabela koja *de facto* sadrži 28 tabela sa osnovnim parametrima deskriptivne statistike za eksplanatorne i kontrolne varijable koje se odnose na pojedinačne zemlje – članice EU, uključujući i Veliku Britaniju.

U skladu sa prijavom, odnosno osnovnim istraživačkim hipotezama, doktorska disertacija Edina Hanića „Institucionalni investitori: struktura, funkcionisanje i uticaj na ekonomski rast" podeljena je na osam osnovnih, međusobno povezanih tematskih celina (poglavlja):

1. Uvod
2. Teorijski okvir i pregled literature
3. Institucionalni investitori i finansijska tržišta
4. Prikupljanje i plasiranja sredstava institucionalnih investitora
5. Regulatorni okvir i uloga regulatora
6. Studija slučaja BlackRock
7. Rezultati empirijsko-ekonometrijske analize
8. Zaključak: dometi, ograničenja i preporuke

pri čemu su, kao što se iz ovog sažetog sadržaja vidi, u sedmom i smom poglavlju prezentovani rezultati empirijske analize uticaja institucionalnih investitora na ekonomski rast zemalja EU, osnovni nalazi, ostvareni naučni doprinos, ograničenja istraživanja i date preporuke za dalja istraživanja.

2. Predmet i cilj disertacije

Predmet istraživanja doktorske disertacije jesu institucionalni investitori, sa posebnim akcentom na njihovu strukturu, funkcionisanje i mehanizme delovanja na ekonomski rast.

Istraživanja nije ograničeno samo na investicione fondove, osiguravajuća društva i penzijske fondove kao tradicionalno najvažnije oblike institucionalnih investitora, već obuhvata i nebankarske finansijske institucije, hedž fondove, privatne investicione kompanije i državne fondove bogatstva, čije poslovanje poslednjih decenija dobija sve veći značaj u međunarodnom finansijskom sistemu. Istraživanje obuhvata i analizu strukturnih karakteristika navedenih institucija, njihove uloge na tržištima kapitala i kanala putem kojih oni ostvaruju uticaj na privrednu aktivnost. Poseban naglasak stavljen je na razlike između institucionalnih investitora u razvijenim ekonomijama i onih koji posluju u zemljama u razvoju i tranzicionim društvima, imajući u vidu različite institucionalne okvire, stepen razvijenosti tržišta kapitala i regulatorne politike.

Osnovni cilj istraživanja jeste da se, na osnovu relevantne teorijske i empirijske literature kao i sprovedene ekonometrijske analize, sagledaju svi bitni aspekti funkcionisanja institucionalnih investitora i da se kvantifikuje njihov uticaj na ekonomski rast. Jedan od posebnih ciljeva istraživanja jeste da utvrdi da li i u kojoj meri razvijenost finansijskih tržišta, visina aktive institucionalnih investitora i njihove specifične

investicione strategije doprinose dinamici privrednog rasta, kao i da se ispita da li se intenzitet i pravac ovog uticaja razlikuju u zavisnosti od vrste investitora i nivoa razvijenosti zemlje.

Da bi se ovaj cilj ostvario, u istraživanju se koriste statički i dinamički panel modeli, koji omogućavaju da se empirijski ispita uticaj različitih kategorija institucionalnih investitora – nebankarskih finansijskih institucija, osiguravajućih društava, investicionih fondova i penzijskih fondova – na stopu rasta realnog BDP-a po stanovniku. Analizom se obuhvataju i kontrolne makroekonomske varijable (kreditna aktivnost, inflacija, državna potrošnja, populacija i stepen otvorenosti kapitalnog računa), čime se osigurava sveobuhvatnost i pouzdanost rezultata.

Značaj istraživanja ogleda se na teorijskom, metodološkom i empirijskom planu. Na teorijskom planu, disertacija doprinosi sistematizaciji i kritičkoj analizi savremene literature o ulozi institucionalnih investitora u savremenim finansijskim sistemima i njihovom značaju za ekonomski rast. Na taj način stvara se osnova za bolje razumevanje institucionalnih investitora kao specifične grupe finansijskih posrednika i njihovog mesta u ekonomiji.

Na metodološkom planu, značaj istraživanja se ogleda u primeni statičkih i dinamičkih panel modela, i testiranju različitih specifikacija ekonometrijskih modela koji se koriste za kvantifikovanje uticaja institucionalnih investitora na rast. Na ovaj način istraživanje doprinosi unapređenju metodoloških pristupa u analizi povezanosti finansijskih i realnih tokova.

Na empirijskom planu, istraživanje daje rezultate koji kvantifikuju uticaj aktive institucionalnih investitora na ekonomski rast zemalja (EU) različitog stepena razvijenosti. Posebna vrednost ovih rezultata ogleda se u njihovim praktičnim implikacijama: oni mogu poslužiti kreatorima ekonomskih politika i regulatorima kao smernice za unapređenje institucionalnog i regulatornog okvira, podsticanje razvoja finansijskih tržišta i jačanje uloge institucionalnih investitora kao stabilizatora i akceleratora ekonomskog rasta.

3. Istraživačka pitanja i osnovne hipoteze od kojih se polazilo u istraživanju

Uzimajući u obzir predmet i cilj istraživanja, kao i pregled teorijske i empirijske literature, zadaatak istraživanja jeste da se odgovori na sledeća **istraživačka pitanja**:

- Da li stepen razvijenosti finansijskih tržišta značajno utiče na dinamiku ekonomskog rasta zemlje?
- Da li se razlikama u visini aktive institucionalnih investitora mogu objasniti razlike u tempu ekonomskog rasta zemlje?

- Da li je uticaj ulaganja institucionalnih investitora na ekonomski rast isti bez obzira na vrstu institucionalnog investitora?
- Da li je uticaj institucionalnih investiora na ekonomski rast isti nezavisno od nivoa razvijenosti zemlje?
- Da li regulatorni okvir utiče na aktivnosti institucionalnih investitora?

U skladu sa navedenim istraživačkim pitanjima postavljene su sledeće istraživačke hipoteze:

H_1: Stepen razvijenosti finansijskog tržišta značajno doprinosi ekonomskom rastu zemlje.

H_2: Visina aktive, koja predstavlja osnovni pokazatelj aktivnosti ulaganja institucionalnih investitora, pozitivno i u značajnoj meri utiče na tempo ekonomskog rasta zemlje.

H_3: Uticaj ulaganja institucionalnih investitora na ekonomski rast se razlikuje u zavisnosti od vrste (tipa) institucionalnog investitora.

H_4: Uticaj ulaganja institucionalnih investitora na ekonomski rast se različito manifestuje u razvijenim zemljama (*developed countries*) i zemaljama sa brzorstućim tržištima (*emerging markets*).

H_5: Regulatorni okvir ima direktan uticaj na obim i strukturu investicionih aktivnosti institucionalnih investitora.

4. Metode koje su primenjene u istraživanju

Pored standardnih metoda koje se koriste u ekonomskim i poslovnim istraživanjima, kao što su metode analize i sinteze, indukcije i dedukcije, komparativna metoda, metodi sistemske analize i metod apstrakcije, u okviru ove disertacije je primenjen širi spektar istraživačkih tehnika koje omogućavaju sveobuhvatno razumevanje istraživanih fenomena i empirijsku proveru postavljenih hipoteza.

Desk Research Method je korišćen za prikupljanje podataka iz različitih baza podata i za prikupljanje i sistematizaciju relevantne teorijske i empirijske građe, što je poslužilo za postavljanje teorijskog okvira i identifikaciju ključnih istraživačkih pitanja.

Metodi deskriptivne statističke analize, koji uključuju tabeliranje, vizuelizaciju i grafičko prikazivanje podataka, kao i merenje centralne tendencije i disperzije posmatranih varijabli, korišćeni su radi sticanja inicijalnog uvida u distribuciju i dinamiku posmatranih varijabli i identifikovanja osnovnih obrazaca i odstupanja koja su značajna za dalje modeliranje.

Tehnike korelacione analize korišćene su za utvrđivanje stepena povezanosti između aktive institucionalnih investitora i ekonomskog rasta, kao i između kontrolnih makroekonomskih varijabli (kreditna aktivnost, javna potrošnja, inflacija, veličina

populacije, i dr.) da bi se identifikovale potencijalne uzročno–posledične veze koje se dalje ispituju ekonometrijskim modelima.

Centralno mesto u okviru metodološkog dela zauzeli su metodi statičke i dinamičke panel analize. Statički panel modeli primenjeni su radi utvrđivanja direktnog uticaja različitih kategorija institucionalnih investitora (osiguravajuća društva, investicioni fondovi i penzijski fondovi) na ekonomski rast, dok su dinamički panel modeli korišćeni za analizu prisustva odloženih efekata i endogenih mehanizama, pri čemu je posebno naglašena uloga zavisne varijable sa docnjom. Na taj način omogućeno je razmatranje i kratkoročnih i dugoročnih veza između aktivnosti institucionalnih investitora i ekonomskog rasta.

U okviru primene panel regresionih modela, sprovedeni su brojni statistički testovi provere ispunjenosti pretpostavki modela (testovi autokorelacije, heteroskedastičnosti, multikolinearnosti i dr.), kao i testovi pouzdanosti ocenjenih regresionih parametara modela odnosno testovi pouzdanosti korišćenih modela i dobijenih empirijskih rezultata. Pored toga, sprovedena je verifikacija postavljenih istraživačkih hipoteza kroz odgovarajuće testove statističke značajnosti parametara modela, da bi se osigurala validnost empirijskih nalaza i obezbedila čvrsta osnova za izvođenje zaključaka o ulozi institucionalnih investitora i njihovom uticaju na ekonomski rast.

5. Kratak opis sadržaja disertacije

Doktorske disertacije sadrži osam osnovnih poglavlja u kojima se analiziraju ključni aspekti strukture i funkcionisanja institucionalnih investitora i njihov uticaj na ekonomski rast.

U **prvom, uvodnom poglavlju** izložen je dizajn istraživanja, definisani su predmet i cilj istraživanja, ukazano na značaj i naučnu relevantnost istraživanja, formulisana istraživačka pitanja i postavljene istraživačke hipoteze, koje su opredelile smer i sadržaj istraživanja. U ovom su poglavlju prezentovani metodi i modeli koji su korišćeni u teorijskim i empirijskim istraživanjima i sažeto opisani delovi doktorske disertacije.

U drugom poglavlju izvršena je sistematizacija važnijih istraživanja koja se odnose na institucionalne investitore i njihov uticaj na ekonomski rast koja su opredelila teorijski i empirijski okvir istraživanja. Fokus u prikazu literature stavljen je na sadržaj istraživanja, postavljene istraživačke hipoteze, metode i tehnike korišćene u istraživanju i osnovne istraživačke nalaze.

Sa stanovišta sadržaja, radovi se mogu podeliti, kako kandidat ističe na dve grupe radova. Prvu grupu čine radovi koji se pretežno bave teorijskim i pravnim aspektima funkcionisanja institucionalnih investitora, osnovnim pitanjima njihovih strategija

investiranja, značajem finansijskih institucija u ekonomskom razvoju, ulogom institucionalnih investitora kao posrednika koji transformišu štednju u produktivne investicije putem različitih kanala – kroz finansiranje preduzeća, uticaj na korporativno upravljanje, razvoj tržišne likvidnosti i smanjenje troškova transakcija, rastućim učešćem institucionalnih investitora na tržištima kapitala. U novijoj literature akcenat se stavlja i na transmisione mehanizme između institucionalnih investicija i rasta: povećanje dostupnosti dugoročnog kapitala, razvoj tržišne infrastrukture, unapređenje korporativnog upravljanja i smanjenje volatilnosti tržišta. U poslednjoj deceniji beleži se porast broja radova koji povezuju institucionalne investitore sa digitalizacijom finansijskih tržišta, pojavom pasivnih fondova i algoritamskog investiranja, dok se u najnovijim radovima ukazuje na to da institucionalni investitori predstavljaju dominantne aktere globalnih finansijskih tokova, da oni oblikuju standarde upravljanja rizikom, korporativnog upravljanja i održivog investiranja te da imaju posebnu ulogu u finansiranju održivih projekata i tranzicije ka zelenoj ekonomiji, što otvara novo polje istraživanja o povezanosti između institucionalnih investicija i održivog ekonomskog rasta.

Drugu grupu čine radovi koji su prevashodno usmereni na modeliranje uticaja institucionalnih investitora, pre svega investicionih fondova, penzijskih fondova i društava za osiguranju na ekonomski rast. U okviru ove grupe posebno su apostrofirani radovi u kojima su korišćene savremene ekonometrijske tehnike analize, zatim radovi od značaja za izbor zavisnih i eksplanatornih varijabli čiji je uticaj na ekonomski rast proučavan (kao što su bruto domaći proizvod, aktiva, kapital, struktura portfolija), kao i za izbor kontrolnih varijabli za koje se pretpostavlja da utiču na ekonomski rast, kao što su na primer nivo razvijenosti zemlje, struktura privrede, regulativa i druge.

Za empirijsko ispitivanje uticaja institucionalnih investitora na ekonomski rast zemlje, dominantno su korišćene ekonometrijske tehnike u vidu analiza panela i analiza vremenskih serija, dok je analiza unakrsnih podataka veoma skromno zastupljena u empirijskim istraživanjima. U novijoj empirijskoj literaturi, sve je izraženija primena dinamičkih panel modela kao što su PMG (*Pooled Mean Group*) i DCCE (*Dynamic Common Correlated Effects*), koji omogućavaju identifikovanje heterogenosti između zemalja i vremenske dimenzije, kao i efekata globalnih šokova na finansijska tržišta. Pored toga, sve više istraživanja koristi panel kointegracione pristupe i ARDL (*Autoregressive Distributed Lag*) modele za ispitivanje dugoročne i kratkoročne dinamike između institucionalnih investicija i BDP-a. Ove metode su posebno korisne za zemlje sa različitim stepenom finansijske razvijenosti i institucionalne stabilnosti, što ih čini adekvatnim za istraživanja u okviru tržišta u razvoju i tranzicionih ekonomija.

U poslednjoj deceniji sve se češće kombinuju modeli vremenskih serija sa tehnikama mašinskog učenja i Bayesovim pristupima u cilju predviđanja makroekonomskih efekata institucionalnih investitora.

Ovi pristupi omogućavaju otkrivanje složenih nelinearnih obrazaca i poboljšavaju preciznost modela, posebno u analizama koje uključuju veliku dimenzionalnost podataka.

Treće poglavlje posvećeno je razmatranju problemskog kompleksa "Institucionalni investitori i finansijska tržišta". Posebna pažnja u okviru ovog poglavlja posvećena je genezi razvoja institucionalnog investiranja koja je prikazana počev od 17. veka kada su identifikovani prvi oblici institucionalnog finansiranja i kada su evropske univerzitetske ustanove, crkvene organizacije i druge neprofitne institucije počele da plasiraju svoja sredstva u zemljište i druge oblike imovine koji su se smatrali sigurnim i dugoročno održivim, zatim 18. veka tokom kojeg je razvoj institucionalnog investiranja bio je povezan sa jačanjem trgovine, rastom gradova i pojavom prvih berzi, poput one u Amsterdamu i kada se uloga institucionalnih investitora širila kroz finansiranje državnog duga i infrastrukturnih projekata, što je doprinelo stvaranju rane povezanosti između kapitalnih tržišta i fiskalnih politika, potom 19. veka kada su postavljaju temelji modernog institucionalnog investiranja kroz razvoj dugoročnih štednih instrumenata, nastanak prvih penzijskih planova i rast finansijskog posredovanja i kada uloga institucionalnih investitora postepeno prelazi iz pasivne akumulacije kapitala u aktivno upravljanje i diversifikaciju ulaganja, pa sve do 20. veka kada su markirane dekade u kojima je intenziviran razvoj institucionalnog investiranja, i prvih decenija 21. veka kada se fokus institucionalnih investitora pomera ka održivom investiranju, gde ESG (Environmental, Social and Governance) faktori postaju ključni kriterijumi u donošenju investicionih odluka.

U okviru ovog poglavlja obrađene su vrste i karakteristike institucionalnih investitora koji predstavljaju pravne entitete koji prikupljaju i plasiraju kapital prikupljen iz različitih izvora - pojedinaca, kompanija ili država, s ciljem ostvarivanja prinosa, uz efikasno upravljanje rizikom. Oni su ključni posrednici u globalnoj ekonomiji, jer svojim obimom, strategijama i dugoročnim pristupom oblikuju tokove kapitala, strukturu finansijskih tržišta i dinamiku ekonomskog rasta. Zahvaljujući koncentraciji kapitala i profesionalizaciji upravljanja institucionalni investitori, danas predstavljaju dominantne aktere globalne finansijalizacije.

U najširem smislu, institucionalni investitori obuhvataju različite kategorije: penzijske fondove, osiguravajuće kompanije, investicione i uzajamne fondove, hedž fondove, suverene fondove, fondacije, univerzitetske zadužbine i fondove privatnog kapitala (private equity). Svaka od ovih grupa ima specifične investicione ciljeve, vremenski horizont i stepen rizika, ali ih povezuje činjenica da upravljački pristup zasnivaju na dugoročnim strategijama i sofisticiranim modelima analize rizika i prinosa.

Finansijska tržišta kandidat posmatra kao sistem međusobno povezanih segmenata, koji se razlikuju prema vrsti instrumenata kojima se trguje, stepenu regulisanosti i roku dospeća finansijskih obaveza. Njihova podela na tržište novca, tržište kapitala, tržište valuta, tržište derivata i tržište roba predstavlja analitički okvir koji omogućava bolje razumevanje mehanizama prenosnih kanala finansijskog sistema.

Iako su ovi segmenti funkcionalno različiti, oni su međusobno duboko integrisani (poremećaji na jednom segmentu mogu mogu se odraziti na čitav sistem) što je naročito postalo vidljivo tokom globalne finansijske krize 2008. godine i kasnije u postpandemijskom periodu.

Prikupljanju i plasiranju sredstava institucionalnih investitora posvećeno je **četvrto poglavlje disertacije**. Proces prikupljanja sredstava podrazumeva akumulaciju kapitala iz različitih izvora (pojedinaca, korporacija i države) putem doprinosa, premija, prodaje investicionih udela, emitovanja hartija od vrednosti ili drugih instrumenata finansiranja. Ovi mehanizmi omogućavaju investitorima da formiraju stabilnu osnovu kapitala, neophodnu za dugoročne investicione aktivnosti. Proces plasiranje prikupljenih sredstava se posmatra kao proces donošenja odluka o investiranju u različite klase imovine, od tradicionalnih instrumenata kao što su akcije i obveznice, do alternativnih ulaganja poput infrastrukture, nekretnina i održivih projekata, pri čemu kandidat posebno ističe da efikasnost plasmana sredstava direktno zavisi od sposobnosti institucionalnih investitora da pravilno ocene rizik i prinos, kao i da primene sofisticirane metode alokacije kapitala i diversifikacije portfelja. U tom kontekstu, proces investiranja ima strateški značaj jer oblikuje dugoročne trendove na tržištima kapitala, utiče na stabilnost cena i doprinosi održivom razvoju.

S obzirom na kompleksnost finansijskih tržišta, volatilnost globalnih tokova i međusobna povezanost tržišnih segmenata, kandidat je s pravom u okviru ovog poglavlja posebnu pažnju posvetio merenju i upravljanju rizikom, stavljajući akcenat na savremene modele merenja rizika, uključujući Value at Risk, Conditional Value at Risk, stres testove, Monte Carlo simulacije, aktuarske modele i druge kvantitativne tehnike koje institucionalni investitori koriste u upravljanju imovinom.

Finansijski sistemi savremenih ekonomija karakterišu se rastućom složenošću, visokim stepenom integrisanosti i dinamičnim razvojem institucionalnih investitora. U takvom okruženju, regulatorni okvir i efikasno funkcionisanje nadzornih institucija predstavljaju osnovne stubove očuvanja finansijske stabilnosti, zaštite investitora i održivog ekonomskog razvoja. **Peto poglavlje** disertacije upravo je posvećeno razmatranju regulatornog okvira i uloge regulatora.

U okviru ovog poglavlja analizirane su tri ključne regulatorne arhitekture: regulativa institucionalnih investitora u Evropskoj uniji, regulativa institucionalnih investitora u Sjedinjenim Američkim Državama, regulativa institucionalnih investitora u Republici Srbiji. Komparativnom analizom ovih sistema kandidat zaključuje da, uprkos institucionalnim razlikama, postoji sve izraženija globalna usklađenost regulatornih standarda, što omogućava efikasniju koordinaciju u prevenciji finansijskih kriza, zaštiti investitora i unapređenju održivog razvoja.

U **šestom poglavlju** prezentovana je studija slučaja kompanije BlackRock koja predstavlja jednu od najznačajnijih i najuticajnijih institucionalnih investitora na savremenom globalnom finansijskom sistemu. Osnovana 1988. godine u Njujorku,

kompanija BlackRock se razvila iz specijalizovanog menadžera za upravljanje rizicima i fiksnim prihodima u najvećeg svetskog menadžera za upravljanje imovinom, sa portfeljom koji je na kraju 2022. godine premašivao 8,6 biliona američkih dolara. Kompanija posluje sa više od 70 kancelarija u 30 zemalja i opslužuje klijente u preko 100 jurisdikcija, uključujući institucionalne investitore, centralne banke, vlade, korporacije i pojedinačne investitore.

U ovom poglavlju najpre su prikazane su strategije investiranja kompanije BlackRock koja je razvila sveobuhvatan spektar investicionih strategija koje odražavaju njenu sposobnost da integriše sofisticirane finansijske modele, tehnološku ekspertizu i duboko razumevanje globalnih tržišta kapitala, zatim je dat kratak prikaz istorijskog razvoja kompanije, opisan njen finansijski rast i ekonomski značaj, prikazani drugi relevantni aspekti njenog poslovanja, pri čemu je poseban akcenat stavljen je na ulogu ove kompanije u oblasti ESG standarda, klimatskih promena, održivih finansija i odnosa sa regulatornim institucijama, čime je dat empirijski zasnovan uvid u funkcionisanje globalnih institucionalnih investitora.

Sedmo poglavlje, koje nosi naziv Rezultati empirijsko-ekonometrijske analize, dekomponovano je na dva odeljka. U prvom odeljku su obrađena pitanja koja se odnose na podatke i metodologiju. Empirijska analiza se zasniva na sveobuhvatnom panel skupu podataka koji obuhvata svih 27 država članica Evropske unije, kao i Ujedinjeno Kraljevstvo, budući da je tokom posmatranog perioda (2005–2020) bilo članica EU te da je u tom periodu predstavljalo relevantan deo evropskog finansijskog i institucionalnog prostora.

Baza podataka za istraživanje uticaja (aktive) institucionalnih investitora na ekonomski rast (BDP), uz izolovanje uticaja odabranih kontrolnih varijabli, kreirana je na osnovu podataka međunarodno priznatih i metodološki ujednačenih izvora, među kojima centralno mesto zauzima World Development Indicators (WDI) baza Svetske banke. WDI obezbeđuje standardizovane definicije, relativno dug vremenski horizont i uporedivost podataka između zemalja, što omogućava primenu savremenih ekonometrijskih tehnika panel analize. Za ocenu razvijenosti finansijskih tržišta korišćena je varijabla Tržišna kapitalizacija o kojoj su podaci konsolidovani su iz više kredibilnih međunarodnih izvora, uključujući: Global Financial Development Database (GFDD) Svetske banke, Federation of European Securities Exchanges (FESE), OECD.stat, World Federation of Exchanges (WFE), i zvanične statistike nacionalnih berzi za pojedine zemlje u kojima međunarodne serije nisu bile potpune.

Za ispitivanje uticaja aktive kao mere aktivnosti institucionalnih investitora na ekonomski rast mogu se, kako kandidat navodi, koristiti tri metodološka pristupa zasnovana na regresionoj analizi. Prvi pristup zasniva se na regresionoj analizi vremenskih serija, drugi na *cross section* regresionoj analizi, dok se treći pristup pristup zasniva na modelu regresione analize panel podatka.

Ukazajući na karakteristike svako od navedenih pristupa, kandidat pravilno zaključuje da je, s obzirom na cilj istraživanja, pristup zasnovan na panel regresionim modelima najadekvatniji. Stoga je u ovom odeljku posebna pažnja posvećena osnovnim metodološkim pitanjima korišćenja panel modela: opštoj specifikaciji modela, modelima sa fiksnim i modelima sa slučajnim efektima, dinamičkim panel modelima, testovima dijagnostike i robusnosti modela.

U drugom odeljku ovog poglavlja prikazani su rezultati empirijske analize i testiranja postavljanih istraživačkih hipoteza. Za testiranje prve istraživačke hipoteze:

> H_1: Stepen razvijenosti finansijskog tržišta značajno doprinosi ekonomskom rastu zemlje.

korišćen je model fiksnih efekata. Rezultati ocene modela potvrđuju da postoji jasna i konzistentna veza između razvijenosti finansijskih tržišta i nivoa ekonomskog blagostanja u zemljama Evropske unije u periodu 2005–2020. Koeficijent tržišne kapitalizacije pokazuje stabilan i statistički značajan pozitivan efekat kroz sve specifikacije modela, što ukazuje da rast dubine i obima tržišta kapitala unutar pojedinačne zemlje iz godine u godinu prati više nivoe BDP-a po glavi stanovnika. Ovaj nalaz je u skladu sa teorijskim očekivanjima da razvijena tržišta kapitala doprinose efikasnijoj alokaciji finansijskih resursa, nižem trošku kapitala i unapređenju produktivnosti, pa time i višem ekonomskom rastu.

Testiranje druge hipoteze:

> H_2: Visina aktive, koja predstavlja osnovni pokazatelj aktivnosti ulaganja institucionalnih investitora, pozitivno i u značajnoj meri utiče na tempo ekonomskog rasta zemlje.

pokazalo je da je aktiva nebankarskih finansijskih institucija odnosno aktiva institucionalnih investitora (kao % BDP-a) pozitivno i visoko značajno povezana sa bruto domaćim proizvodom po stanovniku. Ekonomski, ovaj rezultat ukazuje da dublja uloga institucionalnih investitora (osiguravačaa, investicionih i penzijskih fondovi i dr. izvan bankarskog sistema) doprinosi alokaciji štednje u investicije i produktivnije projekte, što se prevodi u brži ekonomski rast.

U postupku testiranja treće istraživačke hipoteze:

> H_3: Uticaj ulaganja institucionalnih investitora na ekonomski rast se razlikuje u zavisnosti od vrste (tipa) institucionalnog investitora.

Pokazano je da aktiva osiguravajućih društava ima značajan negativan uticaj na ekonomski rast. Ekonomsko objašnjenje može se pronaći u strukturi njihovog portfolija – pretežno orijentisanog ka investicijama u državne obveznice i niskorizične instrumente, čime se kapital odvaja od produktivnih ulaganja u realni sektor.

Nasuprot tome, aktiva investicionih fondova pokazuje stabilan pozitivan i statistički značajan efekat na ekonomski rast.

Ovakav nalaz empirijski potvrđuje tezu o ulozi investicionih fondova u jačanju efikasnosti finansijskih tržišta, diversifikaciji rizika i kanalisanju kapitala prema rastućim i inovativnim sektorima.

Kod penzijskih fondova uočen je pozitivan, ali manje robustan efekat na ekonomski rast, što upućuje na to da njihov uticaj zavisi od institucionalne zrelosti, regulatorne stabilnosti i vremenskog horizonta ulaganja. Penzijski fondovi često investiraju u dugoročne i niskorizične instrumente, pa njihova ekonomska transmisija deluje sa odloženim efektima, koji se ne manifestuju u kraćim vremenskim horizontima posmatranja. Ipak, pozitivan znak koeficijenta potvrđuje njihovu ulogu u jačanju domaćeg tržišta kapitala i stabilizaciji štedno-investicionog procesa u dužem roku.

Navedena hipoteza je testirana i korišćenjem dinamičke specifikacije panel modela koji je u velikoj meri potvrdio rezultate dobijene u okviru statičkih modela fiksnih efekata.

Dobijeni empirijski rezultati su potvrdili i četvrtu hipotezu:

H_4: Uticaj ulaganja institucionalnih investitora na ekonomski rast se različito manifestuje u razvijenim i nerazvijenim zemaljama.

odnosno da se uticaj ulaganja institucionalnih investitora na ekonomski rast jasno razlikuje između razvijenih i manje razvijenih zemalja.

Testiranjem hipoteze:

H_5: Regulatorni okvir ima direktan uticaj na obim i strukturu investicionih aktivnosti institucionalnih investitora.

Utvrđeno je da zakonska regulativa ima snažan i neposredan uticaj na obim i strukturu investicionih aktivnosti institucionalnih investitora. Kroz kapitalne zahteve, kvantitativna ograničenja i smernice, regulatorni okviri oblikuju ponašanje penzijskih fondova, investicionih fondova i osiguravajućih društava, direktno utičući na strukturu njihovih portfelja, strategije ulaganja i stepen preuzetog rizika.

U osmom poglavlju su sumirani rezultati istraživanja, istaknut naučni doprinos, navedena ograničenja istraživanja i date preporuke za dalja istraživanja i za kreatore ekonomske politike.

6. Ostvareni rezultati i naučni doprinos

Sprovedena istraživanja u okviru doktorske disertacije pružila su višedimenzionalni uvid u odnos između institucionalnih investitora, regulatornog okvira i ekonomskog rasta u zemljama Evropske unije. Korišćenjem robustnih ekonometriskih metoda omogućeno je testiranje kompleksnih odnosa i identifikovanje ključnih kanala transmisije između finansijskog sektora i realne ekonomije.

Disertacija ne samo da kvantifikuje agregatni uticaj institucionalnog kapitala na BDP po glavi stanovnika, već razlaže taj uticaj po tipovima investitora (penzioni fondovi, osiguravajuće kompanije, investicioni fondovi), kao i po stepenu ekonomske razvijenosti zemalja. Na taj način, pružen je diferenciran uvid u to kako specifične kategorije institucionalnih aktera doprinose privrednom rastu u različitim makroekonomskim i institucionalnim kontekstima.

Jedan od ključnih naučnih doprinosa istraživanja sastoji se u dokazu polaznih istraživački hipoteza na naučno utemeljen način.

Dodatni doprinos ogleda se u konstrukciji i korišćenju kompleksne baze panel podataka koja kombinuje makroekonomske pokazatelje, finansijske varijable i regulatorne indekse. Ovakav sveobuhvatan pristup omogućava višedimenzionalnu evaluaciju uz kontrolu različitih efekata što povećava eksternu validnost nalaza i njihovu primenljivost u širem kontekstu.

Istraživanje takođe daje doprinos metodološkom razvoju u oblasti primenjene ekonometrije kroz implementaciju dinamičkih modela ocenjenih metodom GMM, što omogućava kontrolu za endogenost, heterogenost i povratnu kauzalnost. Upotreba unutaruzoračkih analiza prema stepenu razvijenosti omogućila je dodatno razumevanje kontekstualnih razlika u funkcionisanju finansijskih institucija i njihovog uticaja na ekonomski rast.

Na praktičnom planu, nalazi ove disertacije mogu poslužiti kao osnova za preporuke ekonomskim i regulatornim donosiocima odluka u pogledu dizajna politika koje bi stimulisale produktivniju upotrebu institucionalnog kapitala. Pored toga, istraživanje otvara prostor za dalje teorijske rasprave o optimalnom regulatornom dizajnu, funkcionalnoj diverzifikaciji institucionalnih investitora i njihovoj ulozi u transformaciji ekonomskih struktura.

Konačno, disertacija obogaćuje postojeću literaturu empirijskim dokazima koji potvrđuju da institucionalni investitori – u zavisnosti od tipa, regulatornog okvira i razvijenosti tržišta – predstavljaju strateške aktere u podsticanju dugoročnog, održivog i inkluzivnog ekonomskog rasta. Na taj način, istraživanje doprinosi kako teorijskoj elaboraciji odnosa između finansijskog i realnog sektora, tako i oblikovanju relevantnih politika usmerenih ka unapređenju tržišta kapitala u savremenim ekonomijama.

7. Zaključak i predlog komisije

Na osnovu detaljne analize doktorske disertacije kandidata Edina Hanića, pod naslovom **Institucionalni investitori: struktura, funkcionisanje i uticaj na ekonomski rast,** Komisija konstatuje da je disertacija urađena u skladu sa prijavom koja je odobrena od strane Nastavno-naučnog Veća Beogradske bankarske akademije – Fakulteta za bankarstvo, osiguranje i finansije broj 516 od 25. novembra 2025. i Senata Univerziteta „Union“ Beograd, br. A 274-01/25 od 28. novembra 2025. godine.

Istraživanja u okviru ove disertaciji obuhvatila su relativno celovitu teorijsku i empirijsku analizu uloge institucionalnih investitora u podsticanju ekonomskog rasta, pri čemu je korišćenjem panel podataka za zemlje Evropske unije kao i primenom savremenih ekonometriskih metoda obezbeđen robustan okvir za proveru postavljenih hipoteza i generisanje zaključaka sa visokim stepenom pouzdanosti.

Komisija smatra da analizirana doktorska disertacija predstavlja originalan naučni doprinos u oblasti investicionog bankarstva i makroekonomije. Imajući sve to u vidu i ostvareni naučni doprinos na teorijskom, metodološkom i empirijskom planu, Komisija sa zadovoljstvom predlaže Nastavno-naučnom veću Beogradske bankarske akademije – Fakulteta za bankarstvo, osiguranje i finansije da prihvati pozitivan izveštaj o oceni doktorske disertacije kandidata Edina Hanića, pod naslovom **Institucionalni investitori: struktura, funkcionisanje i uticaj na ekonomski rast** i da ga uputi Senatu Univerziteta „Union" Beograd u dalju proceduru.

U Beogradu, 9.12.2025.

Komisija:

Prof. dr Zoran Grubišić

Dr Boris Korenak, docent

Dr Aleksandar Zdravković, viši naučni saradnik
Institut ekonomskih nauka, Beograd