

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ - СУБОТИЦА	
24. 12. 2025	
06	2949

УНИВЕРЗИТЕТ У НОВОМ САДУ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ У СУБОТИЦИ

ОБРАЗАЦ – 6

ИЗВЕШТАЈ О ОЦЕНИ ДОКТОРСKE ДИСЕРТАЦИЈЕ

I ПОДАЦИ О КОМИСИЈИ		
1. Датум и орган који је именовао комисију:		
18.12.2025. године, Наставно-научно веће Економског факултета у Суботици		
2. Састав комисије у складу са <i>Правилима докторских студија Универзитета у Новом Саду</i> :		
1. Бранимир Калаш	Ванредни професор	Пословне и јавне финансије, банкарство и финансијске институције, 28.03.2024.
презиме и име	звање	ужа научна област и датум избора
Економски факултет у Суботици, Универзитет у Новом Саду		Председник комисије
установа у којој је запослен-а		функција у комисији
2. Јелена Андрашић	Ванредни професор	Пословне и јавне финансије, банкарство и финансијске институције, 24.12.2021.
презиме и име	звање	ужа научна област и датум избора
Економски факултет у Суботици, Универзитет у Новом Саду		Члан комисије
установа у којој је запослен-а		функција у комисији
3. Марина Ђорђевић	Редовни професор	Финансије, банкарство и осигурање, 21.10.2019.
презиме и име	звање	ужа научна област и датум избора
Економски факултет у Нишу, Универзитет у Нишу		Члан комисије
установа у којој је запослен-а		функција у комисији
II ПОДАЦИ О КАНДИДАТУ		
1. Име, име једног родитеља, презиме:		
Милош, Зоран, Ђаковић		

2. Датум рођења, општина, држава:

01-07-1996, Сомбор, Србија

3. Назив факултета, назив претходно завршеног нивоа студија и стечени стручни/академски назив:

Економски факултет у Суботици, Универзитет у Новом Саду, Мастер академске студије, смер Финансије, банкарство и осигурање, Мастер економиста

4. Година уписа на докторске студије и назив студијског програма докторских студија:

2021. година, студијски програм: Економија, модул: Финансије

III НАСЛОВ ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ:

Детерминанте структуре капитала компанија листираних на берзама одабраних земаља

IV ПРЕГЛЕД ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ:

Навести кратак садржај са назнаком броја страница, поглавља, слика, схема, графикона и сл.

Докторска дисертација је написана на 293 странице. Од укупног броја страница, 255 чине основни текст, 21 страница списак референци, 12 страна прилога, 5 страница чини преглед табела, слика и графикона. Рад садржи 61 табелу, 6 слика, 38 графикона и 3 прилога. Цитирано је 314 референци. Докторска дисертација се састоји од три дела, уводних и закључних разматрања: Уводни део (20 страница); Први део – Теоријски аспект истраживања: I поглавље – Структура капитала компанија (34 странице), II поглавље – Теорије структуре капитала (24 странице), III поглавље – Систематски преглед претходних истраживања из области структуре капитала (30 страница); IV поглавље – Микроекономски оквир структуре капитала (12 страница), V поглавље – Макроекономски оквир структуре капитала (10 страница); Други део – Подаци и методолошки аспект истраживања: I поглавље – Економетријски оквир истраживања (2 странице), II поглавље – Образложење одабира посматраног узорка (4 странице), III поглавље – Методе тестирање (7 страница); Трећи део – Емпиријски аспект истраживања: I поглавље – Анализа добијених резултата истраживања (21 страница), II поглавље – Интерпретација и дискусија (76 страница), III поглавље – Доказивање основне хипотезе истраживања (1 страница); IV поглавље – Доказивање помоћних хипотеза истраживања (2 странице), V поглавље – Разматрање импликација резултата у односу на пређашња истраживања из области (4 странице) и Закључна разматрања (4 странице).

V ВРЕДНОВАЊЕ ПОЈЕДИНИХ ДЕЛОВА ДОКТОРСKE ДИСЕРТАЦИЈЕ:

Уводни део докторске дисертације кандидата **Милоша Ђаковића** је јасно, систематично и прецизно конципиран и представља квалитетну основу за целокупно истраживање. Посебна вредност уводног дела огледа се у јасном дефинисању предмета и циљева истраживања, као и у прецизном формулисању главне и помоћних истраживачких хипотеза. Кандидат јасно истиче да је предмет докторске дисертације испитивање утицаја одабраних микроекономских и макроекономских променљивих на ниво укупне, краткорочне и дугорочне задужености компанија, чиме се јасно дефинише аналитички фокус истраживања и његов научни домет. У уводном делу је детаљно и транспарентно описан истраживачки узорак, који обухвата укупно 134 компаније листиране на берзама 10 одабраних земаља, и то: Србије, Хрватске, Словеније, Црне Горе, Босне и Херцеговине, Северне Македоније, Грчке, Бугарске, Румуније и Мађарске. Компаније су одабране на основу релевантних националних берзанских индекса, што доприноси репрезентативности и релевантности узорка. У докторској дисертацији су коришћени следећи берзански индекси: BELEXLINE, CROBEX, SBTOP, SASX10, BIRS, MBI10, MNSE10, BGBX40, BET-BK, BUMIX и FTSEM, што омогућава обухват водећих компанија са различитих тржишта капитала и различитих нивоа развијености. Овако конципиран узорак је омогућио спровођење компаративне анализе и идентификацију специфичности у понашању компанија у погледу структуре капитала. Кандидат у уводу јасно наводи да анализа обухвата период од 2006. до 2022. године, што представља дугорочан временски оквир од 17 година, адекватан за примену напредних економетријских техника и сагледавање ефеката различитих фаза економског циклуса, укључујући периоде раста, кризе и опоравка. Посматрани подаци имају форму небалансираних панел података, што је у складу са карактеристикама финансијских тржишта у анализираним земљама. Уводни део такође јасно указује на значај сегментације података према више критеријума, као што су величина и старост компанија, чланство земље у Европској унији, као и секторска припадност, што представља методолошку предност истраживања.

Комисија позитивно оцењује уводни део докторске дисертације.

Теоријски део докторске дисертације је обиман, систематичан и заснован на релевантној домаћој и иностраној литератури. Посебна вредност теоријског дела огледа се у свеобухватном и логички конципираном приказу развоја теорија структуре капитала, почев од класичних теорија релевантности и ирелевантности Modigliani и Millera, преко теорије компромиса и теорије хијерархијског редоследа, па све до савремених приступа као што су агенцијска, стејкхолдер и теорија тржишног тајминга. Кандидат не остаје на нивоу дескриптивног приказа, већ јасно указује на основне претпоставке, домете и ограничења сваке појединачне теорије, што доприноси дубљем разумевању њихове применљивости у различитим економским и институционалним окружењима. Значајан квалитет теоријског аспекта истраживања огледа се и у јасној интеграцији микроекономских и макроекономских детерминанти структуре капитала. Кандидат на аргументован начин повезује теоријске постулате са факторима као што су профитабилност, ликвидност, величина, старост и опипљивост имовине компанија, али и са макроекономским променљивама попут БДП-а, инфлације, јавног дуга, државне потрошње и пореске стопе. Посебно треба истаћи систематски преглед релевантне литературе, који је спроведен на транспарентан и методолошки оправдан начин. Кандидат показује способност селекције релевантних научних радова, њихове компаративне анализе и идентификације кључних истраживачких празнина у постојећој литератури. На тај начин теоријски део не представља само преглед досадашњих сазнања, већ и полазну основу за формулисање истраживачких хипотеза и оправдање научног доприноса докторске дисертације.

Комисија позитивно оцењује теоријски део докторске дисертације.

Методолошки део је детаљно разрађен и адекватно прилагођен постављеним циљевима и хипотезама истраживања. Кандидат јасно образлаже избор узорка, променљивих и економетријских метода, као и примену статичких и динамичких панел модела. Посебна вредност методолошког приступа огледа се у коришћењу панел података, при чему кандидат правилно идентификује предности и ограничења како балансираних, тако и небалансираних панел структура. Избор небалансираног панела је адекватно оправдан доступношћу података и дугим временским оквиром истраживања. Кандидат спровођењем тестова стационарности прве и друге генерације, тестова мултиколинеарности, хетероскедастичности и зависности попречног пресека обезбеђује валидност и поузданост добијених резултата. Посебно је значајно што кандидат препознаје потенцијалне проблеме карактеристичне за панел податке и адекватно им приступа избором одговарајућих тестова и модела. Методолошки оквир је додатно унапређен комбиновањем статичких и динамичких модела. Примена модела фиксних и случајних ефеката, уз коришћење Hausman теста као критеријума за њихов избор, указује на правилно разумевање економетријске логике. Истовремено, укључивање динамичких модела, као што су GLS и PMG, омогућава анализу краткорочних и дугорочних односа, што значајно повећава аналитичку прецизност истраживања. Важан методолошки допринос представља и сегментација узорка према величини, старости компанија, чланству у Европској унији и секторској припадности. .

Комисија позитивно оцењује методолошки део докторске дисертације.

Емпиријски део докторске дисертације представља централни и научно најзначајнији сегмент рада, у коме је кандидат демонстрирао висок ниво аналитичке прецизности и способности интерпретације комплексних економетријских резултата. Одабрани оквир истраживања, заснован на небалансираним панел подацима за дужи временски период, је омогућио свеобухватну и поуздану анализу детерминанти структуре капитала компанија листираних на берзама одабраних земаља. Посебна вредност емпиријског дела огледа се у примени комбинације статичких и динамичких панел модела (GLS, FEM и REM), што омогућава да се истовремено сагледају краткорочни и дугорочни ефекти микроекономских и макроекономских променљивих на различите облике задужености компанија. Кандидат је такође применио релевантне дијагностичке тестове (тестове стационарности, мултиколинеарности, хетероскедастичности и зависности попречног пресека), чиме се обезбедила статистичка валидност и поузданост добијених резултата. Резултати су представљени систематично и јасно, уз адекватну сегментацију компанија према величини, старости, чланству у Европској унији и секторској припадности. Оваква аналитичка структура је омогућила прецизан увид у хетерогеност понашања компанија у погледу одлука о структури капитала и представља значајан допринос постојећој литератури, посебно у контексту тржишта у развоју и пост-транзиционих економија. Интерпретација добијених резултата је логична и доследно повезана са теоријским основама и резултатима претходних емпиријских истраживања из научне области структуре капитала. Посебан значај се огледа у томе што се емпиријски резултати доводе у везу са практичним импликацијама за менаџере компанија и доносиоце економске политике, чиме се истраживању даје додатна применљива вредност.

Комисија позитивно оцењује емпиријски део докторске дисертације.

Закључна разматрања су јасно структурирана, садржајно заокружена и представљају логичан завршетак целокупног истраживачког процеса. Аутор на концизан и систематичан начин сумира кључне теоријске и емпиријске резултате, при чему су изведени закључци у потпуности усклађени са постављеним циљевима и истраживачким хипотезама дисертације. Посебна вредност овог дела огледа се у јасном истицању научног доприноса дисертације, како у погледу проширења постојећих

теоријских сазнања о детерминантама структуре капитала, тако и у погледу емпиријских доказа за групу земаља и компанија које су релативно слабије заступљене у досадашњим истраживањима. Кандидат уверљиво показује на који начин добијени резултати доприносе бољем разумевању односа између микроекономских и макроекономских фактора и одлука о задужености компанија. Закључна разматрања такође успешно повезују резултате истраживања са практичним импликацијама, посебно у домену корпоративног финансијског управљања и креирања економске политике. Истакнуте су могућности примене резултата у процесу доношења одлука о оптималној структури капитала, управљању финансијским ризиком и дугорочној одрживости пословања компанија. Кандидат је такође указао на ограничења истраживања, као што су ограничења у погледу доступности података, избора променљивих и специфичности посматраних тржишта. Истовремено, јасно су назначени потенцијални правци будућих истраживања, укључујући проширење узорка, примену алтернативних економетријских техника и укључивање додатних институционалних и финансијских фактора. У целини, закључна разматрања представљају квалитетан и аргументован завршетак докторске дисертације, потврђујући да је аутор успешно реализовао сложен истраживачки задатак и да докторска дисертација представља значајан научни и практични допринос области финансија.

Комисија позитивно оцењује закључна разматрања докторске дисертације.

VI СПИСАК НАУЧНИХ И СТРУЧНИХ РАДОВА КОЈИ СУ ОБЈАВЉЕНИ ИЛИ ПРИХВАЋЕНИ ЗА ОБЈАВЉИВАЊЕ НА ОСНОВУ РЕЗУЛТАТА ИСТРАЖИВАЊА У ОКВИРУ РАДА НА ДОКТОРСКОЈ ДИСЕРТАЦИЈИ:

Радови категорије M23:

Kalaš, B., Mirović, V., Pavlović, N., Đaković, M., Indić, M., Milenković, N., & Pjanić, M. (2023). Modelling of debt determinants in the agricultural sector. *Custos e agronegocio online*, 19(3), 65-82.

Радови категорије M24:

Ђаковић, М., Калаш, Б. & Инђић, М. (2024). Анализа утицаја микроекономских показатеља на ниво дуга компанија: Пример компанија листираних на Београдској берзи, *Акционарство*, 30, 1, 197-216.

Радови категорије M51:

Pjanić, M., Đaković, M., & Kalaš, B. (2023). Determining the Influence of Internal Factors on Indebtedness. *Economic Analysis*, 56, 2, 19-27.

Радови категорије M33:

Đaković M., Milenković N. & Andrašić J, (2024). The effect of recent crisis situations on the sustainability of indebtedness of the manufacturing sector of Serbia, *International Strategic Management Conference*, 29, 233-239.

Đaković M., Milenković N. & Andrašić J. (2024). The effect of recent crisis situations on the sustainability of indebtedness of the financial sector of Serbia, *EkonoBiz*, 12, 76 -80.

Đaković, M., Andrašić, J., & Milenković, N. (2025). Capital Structure and Company Performance: Evidence From Serbian Manufacturing Listed Companies. In *International Scientific Conference Strategic Management and Decision Support Systems in Strategic Management* , 100-106.

VII ЗАКЉУЧЦИ ОДНОСНО РЕЗУЛТАТИ ИСТРАЖИВАЊА:

Предмет ове докторске дисертације се односио на свеобухватно истраживање детерминанти структуре капитала међу компанијама које се котирају на берзама у одабраним земљама. Кроз прецизну комбинацију теоријског истраживања и емпиријске анализе, истраживање је пружио критичан увид у то како микроекономске и макроекономске променљиве утичу на ниво дуга компанија и укупне финансијске стратегије.

Успостављање односа одабраних микроекономских и макроекономских променљивих на ниво укупне, краткорочне и дугорочне задужености је представљало главни циљ истраживања ове докторске дисертације. На основу добијених резултата приметан је статистички значајан ефекат одабраних микроекономских и макроекономских променљивих, што је довело до закључка да се главна хипотеза H_0 , која гласи да одабране микроекономске и макроекономске променљиве имају значајан утицај на структуру капитала компанија, прихвати.

Прва помоћна хипотеза H_1 која гласи да постоји корелациона веза између одабраних микроекономских (ликвидност, профитабилност, старост, величина, опипљивост имовине) и макроекономских (БДП, инфлација, државна потрошња, јавни дуг, стопа пореза и цена нафте) променљивих и показатеља посматране задужености одабраних компанија је тестирана применом панел регресионих модела. Резултати истраживања докторске дисертације су показали да на примеру одређених модела значајност варира, али је присутна. Судећи по томе да се у свим облицима сегментације узорка, корелациона веза између одабраних променљивих показала као значајна, изведен је закључак да се прва помоћна хипотеза делимично прихвата.

Резултати истраживања докторске дисертације су упутили на јасно прихватање помоћне хипотезе H_2 . У докторској дисертацији је приметан статистички значајан ефекат показатеља профитабилности на примеру све три зависне променљиве укупног, краткорочног и дугорочног дуга, према класификацији компанија по величини. Претежни ефекат који је био присутан јесте позитиван ефекат што даље указује на применљивост теорије компромиса и агенцијске теорије које су указале да профитабилније компаније, због повећаног нивоа новчаног тока, користе додатни дуг као алат ради искоришћавања бенефита пореских олакшица као и дисциплиновања свог менаџмента. Такође са аспекта микроекономских показатеља, резултати су указали на то да опипљивост имовине има значајан позитиван ефекат што се супроставља главним постулатима теорије хијерархијског редоследа. Остали микроекономски показатељи су указали на статистички значајан утицај али у мањој мери. Са аспекта макроекономских показатеља, највећи ефекат су показали променљиве јавног дуга и државне потрошње. Резултати су указали на већу статистичку значајност одабраних микроекономских променљивих у односу на макроекономске променљиве, што је допринело закључку да се друга помоћна хипотеза прихвати.

У случају H_3 , резултати су такође упутили на јасно прихватање помоћне хипотезе. Резултати везани за компаније класификоване према чланству у ЕУ, су са аспекта микроекономских променљивих указали на најзначајнији ефекат показатеља ликвидности и профитабилности. Међу резултатима ове сегментације компанија у докторској дисертацији је присутан претежно негативан утицај и једне и друге променљиве. У неколико случаја профитабилности, био је присутан и позитиван утицај. Показатељ старости компаније је такође указао на статистички значајан негативан ефекат на ниво дуга компаније класификованих према чланству у ЕУ. Већина резултата су указала на већу применљивост теорије хијерархијског редоследа на примеру овог типа класификације компанија, у односу на теорију компромиса и агенцијску теорију. Са гледишта макроекономских показатеља, јавни дуг је показао најзначајнији статистички ефекат на показатеље задужености компанија. Присутан је негативан ефекат на ниво краткорочног дуга док је позитиван ефекат присутан код показатеља дугорочног дуга. Микроекономске променљиве су показале значајнији ефекат у односу на макроекономске променљиве, што је допринело извођењу закључка да се трећа помоћна хипотеза прихвати.

Резултати истраживања потврђују и H_4 помоћну хипотезу. У резултатима докторске дисертације је

приметан статистички значајан ефекат показатеља профитабилности на примеру све три зависне променљиве према класификацији компанија по величини. Такође, показатељи опипљивости имовине и величине компаније су показали значајан ефекат на примеру компанија класификованих по старости. У резултатима је присутан претежан негативан утицај у случају профитабилности и величине компанија, док у случају опипљивости имовине је био присутан претежно позитиван утицај. Показатељ ликвидности је показао негативан ефекат, али само на примеру младих компанија и компанија средње старости. Са аспекта макроекономских показатеља, највећи ефекат су показале променљиве јавног дуга и државне потрошње, слично моделима класификованих по величини. Показатељ јавног дуга је показао претежно позитиван ефекат на ниво задужености компанија. Резултати су указали на статистичку значајност одабраних микроекономских као и макроекономских променљивих. Микроекономске променљиве су приказале већи ефекат у односу на макроекономске што је допринело извођењу закључка да се четврта помоћна хипотеза прихвати.

Резултати истраживања докторске дисертације су упутили на јасно прихватање помоћне хипотезе H_5 . Приказ резултата у случају сегментације компанија према секторима је посебно подељена у случају зависне променљиве укупног дуга, краткорочног дуга и дугорочног дуга. Резултати су указали на присутност статистички значајних позитивних и негативних ефеката свих микроекономских показатеља док у случају макроекономских променљивих највећи ефекат је имао ниво државног дуга. Ликвидност је указала на претежни негативан ефекат док је опипљивост имовине показала претежно позитиван ефекат по ниво задужености компанија сегментираних по секторима у којима послују. Пошто су резултати указали на већу статистичку значајност одабраних микроекономских показатеља у односу на макроекономске показатеље, као и у случају претходне помоћне хипотезе, изведен је закључак о прихватању последње помоћне хипотезе.

Један од главних закључака ове докторске дисертације јесте присуство сложене интеракције између променљивих специфичних за компаније и општих економских услова при формулисању структуре капитала компанија. Показало се да микроекономске променљиве, укључујући величину компанија, профитабилност, опипљивост имовине и изгледи за раст, имају велики утицај на ниво дуга компанија.

Комисија позитивно оцењује резултате истраживања добијене на основу постављених истраживачких хипотеза и изведене закључке.

IX КОНАЧНА ОЦЕНА ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ:

1. Да ли је дисертација написана у складу са образложењем наведеним у пријави теме?

Докторска дисертација је написана у складу са образложењем наведеним у пријави теме докторске дисертације.

2. Да ли дисертација садржи све битне елементе?

Докторска дисертација садржи све битне елементе.

3. По чему је дисертација оригиналан допринос науци?

Докторска дисертација кандидата Милоша Ђаковића представља оригиналан допринос науци у теоријском и емпиријском смислу. Докторска дисертација свој **научни допринос** даје кроз интеграцију микроекономских и макроекономских променљивих структуре капитала на узорку компанија из више земаља и сектора привреде. Посебна вредност истраживања је у томе што резултати омогућавају идентификацију најрелевантнијих променљивих које утичу на задуженост по различитим критеријумима сегментације попут: величине компанија, старости компаније, чланству у ЕУ и припадности сектору привреде.

Резултати емпиријског истраживања указују на потребу прилагођавања постојећих финансијских стратегија компанија у посматраном узорку. Присутни су статистички значајни ефекти микроекономских променљивих ликвидности, профитабилности, величине, старости, опипљивости имовине и макроекономских променљивих БДП-а, инфлације, јавног дуга, државне потрошње, цена нафте и пореске стопе, на ниво укупне, краткорочне и дугорочне задужености компанија. Ови резултати истраживања сугеришу да се компаније не могу ослањати на једнообразне моделе финансирања, већ да је потребно динамичније управљање структуром капитала у складу са економским циклусима и припадности сектору привреде у ком компанија послује.

Смернице које резултати емпиријског дела истраживања ове докторске дисертације пружају везано за усмеравање **финансијских стратегија** компанија представљају; Флексибилни приступ управљању изворима финансирања уз утврђивање оптималне равнотеже између капитала и дуга помоћу мерења осталих финансијских перформанси. Повећање ликвидне позиције компаније као механизма за контролу задужености; Активном праћењу макроекономских кретања и благовременом прилагођавању структуре финансирања; Диференцираном приступу формирања стратегије у зависности од припадности сектору привреде, величини и старости компанија, а не примене јединствене политике задуживања.

4. Који су недостаци дисертације и какав је њихов утицај на резултат истраживања?

Докторска дисертација нема недостатака који би битно утицали на коначне резултате истраживања.

5. Образложење rezultata провере оригиналности рада (нумерички и наративно):	
Текст докторске дисертације је прошао проверу софтвера за анализу и тестирање оригиналности и плагијаризма iThenticate уз 15% подударања текста. На основу анализе резултата поменутог софтвера, утврђено је да проценат плагијаризма од 15% представља резултат случајних поклапања речи и израза, а не намерног преузимања туђег истраживачког рада. Наведена поклапања су техничке природе и уобичајена у академском писању, те не указују на кршење ауторских права или недостатак оригиналности у представљеном раду, посебно имајући у виду да су поклапања са свим појединачним изворима испод 1%.	
X	ПРЕДЛОГ:
На основу наведеног, комисија предлаже:	
а) да се докторска дисертација прихвати, а кандидату одобри одбрана; б) да се докторска дисертација врати кандидату на дораду (да се допуни односно измени); в) да се докторска дисертација одбије.	

Место и датум:

Суботица, 24.12.2025. године

1. др Бранимир Калаш, ванредни
професор,
_____, председник

2. др Јелена Андрашић, ванредни
професор,
_____, члан

3. др Марина Ђорђевић, редовни
професор,
_____, члан

НАПОМЕНА: Члан комисије који не жели да потпише извештај јер се не слаже са мишљењем већине чланова комисије, дужан је да унесе у извештај образложење односно разлоге због којих не жели да потпише извештај и да исти потпише.