

NERMINA POBRIĆ¹

nermina.pobric.efb@gmail.com

JEL KLASIFIKACIJA: F23 G32 G39

TEORIJSKO-EMPIRIJSKA RAZMATRANJA DETERMINANTI SALDA GOTOVINE U MULTINACIONALNOJ KOMPANIJI

APSTRAKT:

U ovom radu predmet razmatranja su determinante ulaganja u obliku gotovine, odnosno salda gotovine u multinacionalnoj kompaniji. Autoru radu prezentuje relevantna teorijska saznanja i rezultate empirijskih istraživanja determinanti salda gotovine u multinacionalnoj kompaniji. Teorijski stavovi o uticaju pojedinih karakteristika kompanije na iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će ona držati su još uvek neusaglašeni. Teorijska razmatranja uticaja karakteristika zemalja u kojima kompanija posluje su disperzirana, tj. fokusirana na uticaj različitih karakteristika. Broj sprovedenih empirijskih istraživanja uticaja pomenutih karakteristika na iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati nije dovoljan za izvođenje široko prihvaćenog stava o determinantama salda gotovine u multinacionalnoj kompaniji.



KLJUČNE REČI:

SALDO GOTOVINE, DETERMINANTE SALDA GOTOVINE,
MEĐUNARODNI MENADŽMENT GOTOVINE

ABSTRACT:

In this article the author considers the determinants of cash holdings in multinational company. She exposes relevant theoretical knowledge and results of empirical research on determinants of cash holdings in multinational company. The theoretical standpoints about the influence of the particular company characteristics on the amount of cash and cash equivalents that company will hold are still inconsistent. Theoretical considerations about the influence of the characteristics of countries in which the company operates are dispersed, i.e. focused on the influence of different characteristics. The number of realized empirical research on the influence of the aforementioned characteristics on the amount of cash and cash equivalents that the company will hold is not sufficient to a widely accepted standpoint about the determinants of cash holdings in a multinational company be derived.

**KEY WORDS:**

**CASH HOLDINGS, DETERMINANTS OF CASH HOLDINGS,
MULTINATIONAL CASH MANAGEMENT**



UVOD

Aktivnosti u procesu upravljanja gotovinom u multinacionalnoj kompaniji su: planiranje novčanih tokova (priliva gotovine, odliva gotovine i neto novčanog toka), prikupljanje gotovine, repozicioniranje gotovine unutar kompanije u skladu sa pravilima i obrascima za raspodelu, upotreba gotovine za plaćanje dospelih obaveza, pokrivanje manjkova gotovine i ulaganje viškova gotovine.² U procesu upravljanja gotovinom finansijski menadžeri se mogu suočiti sa ograničenjima koja umanjuju njegovu uspešnost. Moguća ograničenja u upravljanju gotovinom u multinacionalnoj kompaniji su: restrikcije na transfere sredstava u formi, na primer, deviznih kontrola kojima se uvode neatraktivni devizni kursevi ili odluke o potpunoj nekonvertibilnosti nacionalne valute koje uvode vlade u nekim zemljama domaćinima filijala, porezi koji zavise od tipa transfera sredstava, transakcioni troškovi na deviznom tržištu i problemi održavanja likvidnosti svih stranih filijala.³ Finansijskim menadžerima koji se suočavaju sa većim ograničenjima je, dakle, teže da efektivno upravljaju gotovinom. Efektivno upravljanje gotovinom u multinacionalnoj kompaniji podrazumeva kontinuirano balansiranje između likvidnosti, odnosno sposobnosti izmirivanja dospelih obaveza, i rentabilnosti, odnosno mogućnosti oplođavanja sredstava kompanije. Posedovanje gotovine omogućava multinacionalnoj kompaniji da izmiri obaveze kada dospeju, ali ne i da ostvari prinos na sredstva u tom obliku. Stoga, veoma važno je odrediti optimalni obim ulaganja kompanije u obliku gotovine. Utvrđeni optimalni i stvarni saldo gotovine u multinacionalnim kompanijama se često razlikuju. Predmet našeg razmatranja su istorijsko kretanje i determinante stvarnog ulaganja u obliku gotovine, odnosno salda gotovine u multinacionalnoj kompaniji. Namera autora je da prezentuje relevantna teorijska saznanja i rezultate empirijskih istraživanja determinanti salda gotovine u multinacionalnoj kompaniji.

Rad se sastoji od tri dela. Istorijsko kretanje salda gotovine u multinacionalnim kompanijama biće predstavljeno u prvom delu rada. U drugom delu rada biće prikazana teorijska razmatranja, a u trećem delu rada empirijski dokazi determinanti salda gotovine u multinacionalnoj kompaniji različitih istraživača u njihovim teorijskim i empirijskim istraživanjima.

1. ISTORIJSKO KRETANJE SALDA GOTOVINE U MULTINACIONALNIM KOMPANIJAMA

Među različitim oblicima kratkoročnih ulaganja sredstava, multinacionalne kompanije preferiraju da deo sredstava uvek drže u obliku salda gotovine. Postoje tri motiva za preferiranje držanja salda gotovine. To su: transakcioni motiv, sigurnosni motiv i spekulativni motiv. Razlog za držanje transakcionog salda gotovine je neutralisanje dnevne razlike između odliva i priliva gotovine. Kada kompanija potceni potreban transakcioni saldo gotovine, onda razliku između odliva i priliva gotovine i transakcionog salda gotovine pokriva iz sigurnosnog salda gotovine. Prema tome, razlog za držanje sigurnosnog

2 Eiteman et al. (2001); Bekaert and Hodrick (2012)

3 Bekaert and Hodrick (2012)

salda gotovine je pokrivanje razlike između odliva i priliva gotovine i transakcionog salda. Razlog za držanje spekulativnog salda gotovine je omogućavanje ulaganja u iznenađujuće povoljne investicione alternative kako bi se stekle prednosti u odnosu na konkurenciju.

Iznos i racio gotovine i gotovinskih ekvivalenata u različitim kompanijama, grupama kompanija razvrstanih prema zemljama njihovog porekla (Tabela 1), grupama kompanija razvrstanih prema pripadnosti različitim privrednim granama (Tabela 2) i grupama kompanija razvrstanih prema kontinentima njihovog porekla (Slika 1 i Tabela 3) su različiti. Ono što je evidentno je rastući trend iznosa i racija gotovine i gotovinskih ekvivalenata u multinacionalnim kompanijama u poslednjih 30-ak godina.

► **TABELA 1: REZULTATI STATISTIČKE ANALIZE KRETANJA PROSEČNE VREDNOSTI RACIJA SALDA GOTOVINE I GOTOVINSKIH EKVIVALENATA I KNJIGOVODSTVENE VREDNOSTI NETO AKTIVE PO ZEMLJAMA ZA PERIOD OD 1990. DO 2007. GODINE**

ZEMLJA	ARITMETIČKA SREDINA	25. PERCENTIL	MEDIJANA	75. PERCENTIL	STANDARDNA DEVIJACIJA	BROJ OPSERVACIJA
Austrija	0,053	0,010	0,030	0,082	0,057	83
Belgija	0,101	0,039	0,066	0,147	0,094	122
Švajcarska	0,254	0,085	0,216	0,375	0,196	282
Danska	0,169	0,055	0,128	0,235	0,144	100
Finska	0,126	0,028	0,047	0,138	0,180	91
Francuska	0,148	0,061	0,103	0,182	0,146	833
Nemačka	0,150	0,048	0,101	0,202	0,151	547
Grčka	0,164	0,016	0,061	0,177	0,233	56
Irska	0,461	0,204	0,444	0,744	0,249	47
Italija	0,118	0,039	0,089	0,156	0,112	242
Luksemburg	0,103	0,044	0,065	0,105	0,116	37
Holandija	0,146	0,048	0,087	0,194	0,153	277
Norveška	0,184	0,062	0,092	0,337	0,181	69
Portugalija	0,067	0,004	0,017	0,120	0,095	28
Španija	0,093	0,018	0,060	0,133	0,101	278
Švedska	0,173	0,050	0,108	0,197	0,197	260
UK	0,137	0,040	0,085	0,173	0,153	1604
Ukupno	0,147	0,045	0,093	0,188	0,160	4956

Izvor: Schauten et al.(2013), "Corporate Governance and the Value of Excess Cash Holdings of Large European Firms" European Financial Management, Vol. 19(5), p 1002.

Mada u većini zemalja prosečna vrednost racija nije odstupala značajno od proseka za sve zemlje, u nekim zemljama, na primer, u Švajcarskoj, Irskoj, Austriji, Portugaliji i Španiji, se ona ipak znatno razlikovala od prosečne vrednosti. Velika odstupanja prosečne vrednosti racija u pojedinim zemljama naviše ili naniže u odnosu na prosek za sve zemlje mogu da budu posledica različitih računovodstvenih standarda u različitim zemljama

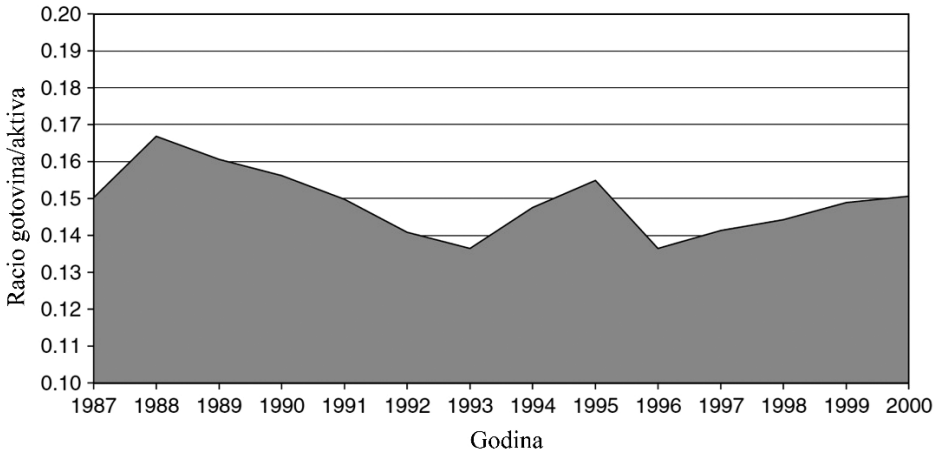
Evropske monetarne unije, različitog institucionalnog okruženja, različitog stepena razvijenosti tržišta kapitala kao i različitog modela korporativnog upravljanja.

► **TABELA 2: REZULTATI STATISTIČKE ANALIZE KRETANJA PROSEČNE VREDNOSTI RACIJA SALDA GOTOVINE I GOTOVINSKIH EKVIVALENATA I KNJIGOVODSTVENE VREDNOSTI NETO AKTIVE PO PRIVREDNIM DELATNOSTIMA ZA PERIOD OD 1990. DO 2007. GODINE**

INDUSTRIJA	ARITMETIČKA SREDINA	25. PERCENTIL	MEDIJANA	75. PERCENTIL	STANDARDNA DEVIJACIJA	BROJ OPSERVACIJA
Aeroindustrija	0,225	0,170	0,206	0,259	0,083	46
Industrija odeće	0,185	0,046	0,173	0,279	0,158	61
Automobilska industrija	0,168	0,088	0,138	0,199	0,122	187
Industrija pića	0,109	0,036	0,071	0,130	0,113	142
Hemijska industrija	0,093	0,042	0,066	0,122	0,081	308
Gradevinarstvo	0,125	0,052	0,096	0,149	0,122	363
Mešovita industrija	0,154	0,064	0,106	0,174	0,139	280
Lekovi, kozmetika i zdravstvena zaštita	0,275	0,111	0,228	0,388	0,212	281
Elektroindustrija	0,106	0,055	0,093	0,133	0,072	81
Elektronička industrija	0,249	0,104	0,194	0,318	0,199	278
Prehrambena industrija	0,157	0,065	0,092	0,192	0,157	169
Industrija mašina i opreme	0,180	0,049	0,138	0,254	0,166	135
Metalna industrija	0,117	0,053	0,084	0,133	0,111	121
Industrija proizvoda od metala	0,144	0,050	0,099	0,223	0,124	104
Industrija nafte, gasa, uglja i drugih energenata	0,066	0,032	0,054	0,087	0,050	172
Papirna industrija	0,033	0,020	0,029	0,042	0,017	51
Štampanje i publikovanje	0,128	0,030	0,065	0,144	0,165	157
Rekreacija	0,094	0,028	0,059	0,121	0,102	199
Trgovina na malo	0,156	0,052	0,086	0,171	0,182	349
Tekstilna industrija	0,167	0,124	0,165	0,211	0,051	9
Duvanska industrija	0,143	0,055	0,120	0,189	0,121	73
Transport	0,176	0,058	0,100	0,220	0,190	139
Preduzetnici	0,081	0,015	0,043	0,103	0,109	675
Ostalo	0,196	0,056	0,134	0,239	0,203	576
Ukupno	0,147	0,045	0,093	0,188	0,160	4 956

Izvor: Schauten et al. (2013), "Corporate Governance and the Value of Excess Cash Holdings of Large European Firms" European Financial Management, Vol. 19(5), p. 1014.

► **SLIKA 1: KRETANJE PROSEČNE VREDNOSTI RACIJA GOTOVINE I GOTOVINSKIH EKVIVALENATA I KNJIGOVODSTVENE VREDNOSTI NETO AKTIVE PO GODINAMA, 1987-2000.**



Izvor: Ferreira, M. A. and Vilela, A. S. (2004), "Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries" European Financial Management, Vol. 10(2), p 304.

Prosečna vrednost racija salda gotovine i gotovinskih ekvivalenata i knjigovodstvene vrednosti neto aktive za najveće evropske nefinansijske firme čijim akcijama se javno trguje za period od 2000. do 2008. godine iznosila je 15%. Vrednost ovog racija je u nekim firmama bila mnogo veća od proseka. Tako, na primer, ona je u firmi Hennes & Mauritz iz Švedske u analiziranom periodu bila 96%. Takođe, u nekim firmama ona je tokom analiziranog perioda značajno varirala. Tako, na primer, u firmi Philips iz Holandije ona je sa 3% u 2000. godini porasla na 34% u 2007. godini, a potom pala na 14% u 2008. godini.⁴

► **TABELA 3: KRETANJE PROSEČNE VREDNOSTI RACIJA SALDA GOTOVINE I UTRŽIVIH HARTIJA OD VREDNOSTI I KNJIGOVODSTVENE VREDNOSTI UKUPNE AKTIVE PO GODINAMA ZA PERIOD OD 1980. DO 2006. GODINE**

GODINA	BROJ OPSERVACIJA	AGREGATNI RACIO GOTOVINE	ARITMETIČKA SREDINA	MEDIJANA
1980.	3 519	0,063	0,105	0,055
1981.	3 748	0,057	0,121	0,058
1982.	3 752	0,061	0,121	0,064
1983.	4 120	0,076	0,159	0,087
1984.	4 172	0,070	0,140	0,069
1985.	4 127	0,069	0,142	0,070
1986.	4 261	0,076	0,157	0,081
1987.	4 407	0,077	0,156	0,077
1988.	4 237	0,062	0,141	0,068
1989.	4 095	0,055	0,138	0,063

GODINA	BROJ OPSERVACIJA	AGREGATNI RACIO GOTOVINE	ARITMETIČKA SREDINA	MEDIJANA
1990.	4 042	0,051	0,134	0,062
1991.	4 137	0,055	0,155	0,072
1992.	4 307	0,057	0,163	0,079
1993.	4 713	0,060	0,171	0,083
1994.	4 985	0,058	0,155	0,070
1995.	5 165	0,060	0,171	0,072
1996.	5 568	0,066	0,193	0,088
1997.	5 605	0,068	0,191	0,089
1998.	5 263	0,065	0,178	0,075
1999.	4 971	0,075	0,194	0,077
2000.	4 947	0,074	0,208	0,088
2001.	4 540	0,080	0,214	0,107
2002.	4 233	0,091	0,214	0,114
2003.	3 992	0,101	0,227	0,133
2004.	3 693	0,109	0,240	0,147
2005.	3 549	0,105	0,237	0,148
2006.	3 297	0,103	0,232	0,133

Izvor: Bates et al. (2009), "Why Do Us Firms Hold so Much More Cash than They Used To?" The Journal of Finance, Vol. 64(5), p 1991.

Naglom povećanju iznosa i racija salda gotovine u američkim firmama 2000-ih godina doprinelo je njihovo povećanje, pre svega, u američkim multinacionalnim kompanijama. Više faktora je uticalo na to povećanje, na primer smanjivanje troškova i povećavanje koristi od držanja gotovine, nepovoljna regulatorna klima izražena ekonomska nestabilnost u zemlji. Stavovi istraživača o uticaju visine poreske stope u zemljama domaćinima filijala na transfere gotovine u matičnu kompaniju na kretanje iznosa i racija salda gotovine u američkim multinacionalnim kompanijama su različiti. „Foley, Hartzell i Titman su pokazali da poreski tretman doznaka matičnoj kompaniji može učiniti zadržavanje ostvarenih dobitaka u filijalama ekonomski opravdanijim za multinacionalnu kompaniju i da kompanija drži veći saldo gotovine što su troškovi transferisanja gotovine u matičnu kompaniju viši.“⁵ Pinkowitz, Stulz i Williamson su dokazali da se povećanje iznosa i racija salda gotovine ne može objasniti poreskim tretmanom doznaka matičnoj kompaniji s obzirom na to da se njihovi nivoi nisu smanjili stupanjem na snagu Homeland Investment Act-a 2004. godine. Iako je ovaj akt dizajniran tako da momentalno smanji troškove poreza na doznake matičnoj kompaniji, do smanjenja iznosa i racija salda gotovine u američkim multinacionalnim kompanijama nije došlo. Postoje najmanje dva objašnjenja za to. Prvo objašnjenje bi moglo da bude da stimulacije predviđene odredbama akta nisu bile dovoljne da izazovu smanjenje iznosa i racija salda gotovine. Drugo objašnjenje bi moglo da bude da troškovi transferisanja gotovine u matičnu kompaniju utiču više na to gde će kompanija da drži gotovinu nego na to koliko gotovine će da drži.⁶

5 Pinkowitz et al. (2012), str. 6.

6 Ibid

2. TEORIJSKA RAZMATRANJA DETERMINANTI SALDA GOTOVINE U MULTINACIONALNOJ KOMPANIJU

Zašto multinacionalne kompanije drže velike iznose gotovine i gotovinskih ekvivalenata? Šta utiče na njihovu odluku o iznosu gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će držati? Pokušavajući da dođu do odgovora na ova pitanja, brojni istraživači su sproveli teorijska i empirijska istraživanja. Neki njihovi rezultati su istovetni, neki su komplementarni, a neki su kontradiktorni.

Postoje tri teorijska modela koja mogu pomoći u identifikovanju karakteristika kompanije koje utiču na njenu odluku o iznosu gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će držati. To su trade-off model, Myers-ova teorija hijerarhijskog redosleda i Jensen-ova teorija slobodnog novčanog toka.

Prema trade-off modelu, multinacionalna kompanija bi trebala da drži optimalni iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata da bi maksimizirala vrednost za akcionare. Menadžment kompanije može da postigne taj optimalni iznos balansiranjem između marginalnih koristi i marginalnih troškova držanja gotovine i gotovinskih ekvivalenata. „Postoji nekoliko koristi od držanja gotovine i gotovinskih ekvivalenata. Prvo, držanjem gotovine i gotovinskih ekvivalenata smanjuje se verovatnoća nastanka finansijskih nepravilnosti jer oni služe kao svojevrsna sigurnosna rezerva koja se koristi za pokrivanje neočekivanih gubitaka i nadomeštanje nedostajućih sredstava u slučaju kada su mogućnosti za njihovo obezbeđivanje iz eksternih izvora ograničene. Drugo, držanje gotovine i gotovinskih ekvivalenata omogućava sprovođenje optimalne investicione politike čak i u uslovima kada postoje finansijska ograničenja. U suprotnom, ograničene mogućnosti za pribavljanje nedostajućih sredstava iz eksternih izvora mogle bi prinuditi kompaniju da odustane od realizacije projekata sa pozitivnom neto sadašnjom vrednošću. Konačno, držanje gotovine i gotovinskih ekvivalenata doprinosi smanjivanju troškova pribavljanja sredstava iz eksternih izvora ili prodajom raspoloživih sredstava u negotovinskom obliku s obzirom na to da se oni koriste za pokrivanje razlike između izvora i upotrebe gotovine.“⁷Trošak držanja salda gotovine i gotovinskih ekvivalenata je oportunitetni trošak, tj. propušteni prinos koji je kompanija mogla da ostvari da je raspoloživa sredstva uložila u najbolju investicionu alternativu.

Karakteristike kompanije koje utiču na njenu odluku o iznosu gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će držati, prema ovom teorijskom modelu, su: (ne)plaćanje dividendi akcionarima, širina spektra investicionih mogućnosti, raspoloživost ostale (negotovinske) likvidne imovine, stepen leverage-a, veličina kompanije, neto novčani tok, stabilnost novčanih tokova i ročnost obaveza. Kompanija koja trenutno plaća dividende svojim akcionarima može doći do nedostajućih sredstava po niskoj ceni kadgod je potrebno smanjivanjem dividendnih plaćanja, za razliku od kompanije koja ne plaća dividende i koja nedostajuća sredstva mora da obezbedi na tržištu kapitala. Iz navedenog proističe da kompanije koje plaćaju dividende drže manji iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata nego kompanije koje ne plaćaju dividende njihovim akcionarima.

Trošak nedostatka gotovine je veći u kompanijama koje imaju širi spektar investicionih mogućnosti zbog očekivanih gubitaka koji nastaju propuštanjem povoljnih investicionih

prilika. Iz navedenog proističe da su širina spektra investicionih mogućnosti i iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati direktno srazmerni. Tvrdnja ove teorije je, takođe, da kompanije sa boljim investicionim mogućnostima imaju veće troškove finansijskih neprilika jer će u slučaju bankrotstva kompanije pozitivna neto sadašnja vrednost tih investicija „nestati“. Iz toga proističe da će kompanije sa boljim investicionim prilikama držati veći iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata da bi izbegle finansijske neprilike.

Raspoloživa ostala (negotovinska) likvidna aktiva koja se u slučaju nedostatka gotovine može lako konvertovati u gotovinu smatra se likvidnim supstitutom gotovine. Kompanija koja raspoláže sa većim iznosom likvidnih supstituta gotovine držaće manji iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata.

Opšte prihvaćen stav je da se povećavanjem stepena leverage-a povećava verovatnoća bankrotstva kompanije. Da bi smanjile verovatnoću upadanja u finansijske neprilike, kompanije drže veći iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata. S druge strane, imajući u vidu da je stepen leverage-a aproksimacija mogućnosti kompanije da se dodatno zaduži, realno je očekivati da će kompanije sa većim stepenom leverage-a držati manji iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata. Iz navedenog proističe da je uticaj stepena leverage-a na iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati dvosmeran.

Evidentno postojanje ekonomije obima u upravljanju gotovinom, činjenica da je pribavljanje gotovine pozajmljivanjem relativno skuplje manjim kompanijama zato što su naknade za dobijanje sredstava na ovaj način fiksne i činjenica da veće kompanije imaju manju verovatnoću upadanja u finansijske neprilike zbog većih mogućnosti diversifikacije finansiranja i investiranja jasno upućuju na indirektno srazmeran odnos između veličine kompanije i iznosa gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati.

Ako neto novčani tok posmatramo kao u svakom trenutku dostupan izvor gotovine, onda ga možemo smatrati supstitutom gotovine. Što je iznos supstituta gotovine, tj. neto novčanog toka veći, kompanija će držati manji iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata. U kompanijama čiji novčani tokovi su nestabilni postoji veća verovatnoća nastanka problema nedostatka gotovine. Zato, takve kompanije će držati veći iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata.

Konačno, uticaj ročnosti obaveza, kao i stepena leverage-a, na iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati je, prema ovom teorijskom modelu, dvosmeran. Naime, kompanije koje se dominantno zadužuju na kratak rok moraju periodično da obnavljaju kreditne aranžmane što ih izlaže riziku upadanja u finansijske neprilike u situacijama kada se suoče sa poteškoćama u obnavljanju kreditnih aranžmana. Takve kompanije će držati veći iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata. Drugim rečima, odnos između ročnosti obaveza i iznosa gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati je indirektno srazmeran. „Međutim, Barclay i Smith su dokazali da se kompanije sa najvećim i najmanjim kreditnim rizikom više kratkoročno zadužuju, a kompanije sa umerenim kreditnim rizikom dugoročno zadužuju. Imajući u vidu da se kompanije sa najvišim kreditnim rejtingom mogu zadužiti pod povoljnijim uslovima, može se očekivati da će takve kompanije držati manji iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata iz sigurnosnih

razloga, što uzrokuje direktno srazmeran odnos između ročnosti obaveza i iznosa gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanije držati.“⁸

Prema teoriji hijerarhijskog redosleda, optimalni nivo pozajmljenih izvora finansiranja ne postoji. U normalnim prilikama kompanije finansiraju njihova ulaganja prvo iz akumuliranih dobitaka, zatim iz manje rizičnih, a potom iz rizičnijih pozajmljenih izvora i na kraju iz sopstvenih izvora. Definisane redosleda finansiranja je u funkciji smanjivanja troškova informacione asimetrije i drugih troškova finansiranja. Kao što ne postoji optimalni nivo pozajmljenih izvora finansiranja, ne postoji ni optimalni saldo gotovine. Saldo gotovine je, prema tvrdnjama ove teorije, rezultat odluka kompanije o investiranju i finansiranju. On služi za pokrivanje razlike između akumuliranih dobitaka i investicionih potreba.⁹ Karakteristike kompanije koje utiču na njenu odluku o iznosu gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će držati, prema ovom teorijskom modelu, su: širina spektra investicionih mogućnosti, stepen leverage-a, veličina kompanije i neto novčani tok. Širenjem spektra investicionih mogućnosti potreban iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata se povećava. Ovo stoga što će nedostatak gotovine i gotovinskih ekvivalenata primorati kompaniju da odustane od realizacije rentabilnih investicionih projekata osim ukoliko nedostajuća sredstva za njihovu realizaciju ne pribavi iz eksternih izvora finansiranja. Međutim, finansiranje projekata iz eksternih izvora smanjiće rentabilnost projekata jer su sredstva iz ovih izvora skuplja. Iz navedenog proističe da su širina spektra investicionih mogućnosti i iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati direktno srazmerni. Kada ulaganja kompanije premaše iznos njenih akumuliranih dobitaka, ona će se više zaduživati da bi pokrila tu razliku, tj. iznos njenih obaveza će se povećati, a kada su ulaganja manja od akumuliranih dobitaka, iznos obaveza kompanije će se smanjiti. S druge strane, iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati će biti manji kada ulaganja kompanije premaše iznos njenih akumuliranih dobitaka, a veći kada su ulaganja manja od akumuliranih dobitaka. Iz posredstvom odnosa između ulaganja i akumuliranih dobitaka kompanije uspostavljene veze između iznosa obaveza i iznosa gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati proističe da su stepen leverage-a i iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati indirektno srazmerni. Konačno, odnosi između veličine kompanije i iznosa gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati i između iznosa neto novčanog toka i iznosa gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati su direktno srazmerni.

Prema Jensen-ovoj teoriji slobodnog novčanog toka, menadžeri kompanije su motivisani da gomilaju gotovinu željom da povećaju iznos aktive koji će biti pod njihovom kontrolom i da povećaju diskrecionu moć u sferi investicionog odlučivanja u kompaniji. Ukoliko raspolaže sa dovoljno sredstava da može da zadovolji investicione potrebe kompanije, menadžer ne mora da obezbeđuje sredstva iz eksternih izvora i obelodanjuje informacije o investicionim projektima njegove kompanije na tržištu kapitala. U takvim okolnostima menadžeri mogu da plasiraju sredstva u projekte koji će negativno uticati na bogatstvo akcionara. Karakteristike kompanije koje utiču na njenu odluku o iznosu gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će držati, prema ovom teorijskom modelu, su: širina spektra investicionih mogućnosti, stepen leverage-a i veličina kompanije. Menadžeri kompanija koje imaju uzak spektar investicionih mogućnosti obično drže veliki iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata kako bi raspolagali sa dovoljno sredstava za ulaganje u razvojne

8 Ibid, str. 300.

9 Arata et al. (2015), str. 4-5.

projekte, čak i ako je neto sadašnja vrednost tih projekata negativna. Iz navedenog proističe da su širina spektra investicionih mogućnosti i iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati indirektno srazmerni. U kompanijama sa nižim stepenom leverage-a monitoring poslovnih aktivnosti koji sprovode njihovi investitori nije agresivan, što utiče na povećavanje menadžerskih diskrecionih prava. Stoga, realno je očekivati da će takve kompanije držati veći iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata. Prema tome, stepen leverage-a i iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati su indirektno srazmerni. Konačno, struktura vlasništva u velikim kompanijama je više disperzirana nego u manjim kompanijama, tako da je i diskreciona moć menadžera u kreiranju politika investiranja i finansiranja kompanije veća. Iz navedenog sledi logičan zaključak da će veće kompanije držati veći iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata, tj. da su veličina kompanije i iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati direktno srazmerni.¹⁰

Teorijskim razmatranjem uticaja karakteristika kompanije, ali i karakteristika zemalja u kojima kompanija posluje, na njenu odluku o iznosu gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će držati bavili su se, između ostalih, i Dittmar sa saradnicima, Guney sa saradnicima, Beuselinck sa saradnicima i Ramirez i Tadesse. Dittmar i njegovi saradnici su, kao i Jensen, uspostavili vezu između prava akcionara i iznosa gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati, ali na drugačiji način. Naime, oni su tu vezu uspostavili preko stepena zaštite prava akcionara. Tako, što je zaštita prava akcionara na nižem nivou, koncentracija vlasništva nad kompanijom je veća. Posledično, i iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati biće veći jer će većinski akcionari preferirati gomilanje gotovine u odnosu na isplatu dividendi da bi smanjili obaveze za porez na ostvareni prinos od ulaganja i zbog toga izvršiti pritisak na menadžment da drži veći saldo gotovine.¹¹

I Guney i njegovi saradnici smatraju da će multinacionalna kompanija držati veći iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata ako je zaštita prava akcionara u zemlji domaćinu na nižem nivou. Ovo stoga što su u takvim okolnostima očekivani troškovi koji su u vezi sa agencijskim problemom i troškovi pribavljanja nedostajućih finansijskih sredstava iz eksternih sopstvenih izvora niži. Stepem zaštite prava kreditora, prema njihovom mišljenju, utiče drugačije na iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati. Naime, povećavanjem stepena zaštite prava kreditora povećava se verovatnoća bankrotstva kompanije kada upadne u finansijske neprilike. U pokušaju da izbegne te negativne posledice prekomerne zaštite prava kreditora, multinacionalna kompanija će kumulirati veći iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata. Ovi autori smatraju, takođe, da uticaj koncentracije vlasništva na iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će multinacionalna kompanija držati nije jednosmeran. S jedne strane, koncentracijom vlasništva smanjuje se diskreciona moć menadžmenta, troškovi pribavljanja nedostajućih sredstava iz eksternih izvora i, posledično, potreba za držanjem velikog iznosa gotovine i gotovinskih ekvivalenata. S druge strane, koncentracijom vlasništva kod većinskih akcionara javlja se veći podsticaj za povećavanjem iznosa sredstava kompanije koji će biti pod njihovom kontrolom, a jedan od načina da to i ostvare je kumuliranjem većeg iznosa gotovine i gotovinskih ekvivalenata.¹²

10 Jensen (1986)

11 Dittmar et al. (2003)

12 Guney et al. (2003)

Beuselinck i njegovi saradnici tvrde da su postojeće studije uticaja korporativnog upravljanja na iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će multinacionalna kompanija držati obično fokusirane na uticaj agencijskog problema između menadžmenta i akcionara. Međutim, agencijski odnos između matične kompanije i filijala multinacionalne kompanije se znatno razlikuje od odnosa između menadžmenta i akcionara. Filijale su, obično, u većinskom (ili čak potpunom) vlasništvu multinacionalne kompanije, što daje moć matičnoj kompaniji da kazni menadžment filijale ukoliko utvrdi da radi u suprotnosti sa interesima kompanije kao celine. S druge strane, informaciona prednost filijale u odnosu na matičnu kompaniju (na primer po osnovu boljeg poznavanja prilika na lokalnom tržištu) i prostorna udaljenost matične kompanije i filijale otežavaju matičnoj kompaniji kontrolisanje filijale. Zbog prethodno navedenog realno je očekivati da će iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će matična kompanija dozvoliti filijalama da drže zavisiti od odnosa između očekivanih koristi od informacione prednosti filijala u odnosu na matičnu kompaniju i agencijskih troškova diskrecionog ponašanja menadžmenta filijala.¹³

Ramirez i Tadesesmatraju da povećavanje stepena internacionalizacije poslovanja kompanije uzrokuje povećavanje iznosa gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će ona držati zato što će se povećati ulaganja u zalihe, relaksirati politika kreditiranja kupaca radi poboljšavanja tržišne pozicije i, posledično, povećati ulaganja u potraživanja od kupaca. Takođe, povećavanjem internacionalizacije poslovanja mreža filijala će postajati veća i kompleksnija, a broj i intenzitet delovanja nepredviđenih nepovoljnih događaja će se povećati, tako da će kompanija morati da poveća „amortizer udaraca“ kreiran od, između ostalog, najlikvidnije aktive. Osim uticajem stepena internacionalizacije poslovanja kompanije, kao njene karakteristike, Ramirez i Tadesse su se bavili i teorijskim razmatranjem uticaja kulturnih obeležja zemlje domaćina, kao njene karakteristike, na iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati. Oni smatraju da, iako razlike u kulturnim obeležjima mogu da objasne razlike u likvidnosti kompanija iz različitih zemalja, jedna nacionalna kultura nema isti, jedinstven uticaj na likvidnost svih kompanija na koje utiče.¹⁴

3. EMPIRIJSKI DOKAZI DETERMINANTI SALDA GOTOVINE U MULTINACIONALNOJ KOMPANIJI

Identifikovanje karakteristika kompanije, ali i karakteristika zemalja u kojima ona obavlja svoju poslovnu delatnost koje utiču na njenu odluku o iznosu gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će držati bilo je cilj različitih empirijskih istraživanja. Tako, na primer, Opler, Pinkowitz, Stulz i Williamson su na uzorku sastavljenom od američkih kompanija sproveli opsežno empirijsko istraživanje karakteristika kompanije kao determinanti salda gotovine. Istraživanjem je obuhvaćen period od 1971. do 1994. godine i obrađeno oko devedeset hiljada opservacija. Rezultate istraživanja objavili su 1999. godine. Prema rezultatima njihovog istraživanja širina spektra investicionih mogućnosti i stepen poslovnog rizika, tj. varijabilnost novčanih tokova, s jedne strane, i iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati, s druge strane, su direktno srazmerni. Suprotno, veće

13 Beuselinck et al. (2012)

14 Ramirez and Tadesse (2007)

kompanije, kompanije koje raspolažu većim iznosom neto aktive, tj. ostale (negotovinske) likvidne aktive, kompanije koje imaju bolji pristup tržištu kapitala, kompanije sa višim stepenom leverage-a i kompanije koje plaćaju dividende njihovim akcionarima držaće manji iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata.¹⁵ Slično istraživanje, takođe na uzorku sastavljenom od američkih kompanija, ali za period od 1980. do 2006. godine, sprovedli su Bates, Kahle i Stulz i rezultate objavili 2009. godine. Prema njihovim rezultatima manje kompanije, kompanije sa većom varijabilnošću novčanih tokova, kompanije koje ne plaćaju dividende njihovim akcionarima i kompanije koje su se tek otvorile, tj. prvi put izašle na primarno tržišta akcija držaće veći iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata.¹⁶ Ferreira i Leal su 2010. godine objavili rezultate njihovog empirijskog istraživanja uticaja razvojnih mogućnosti na iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati sprovedenog na uzroku koji je sastavljen od brazilskih i američkih kompanija. Njihovi rezultati su još jedna empirijska potvrda da su investicione mogućnosti kompanije i iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će ona držati direktno srazmerni.¹⁷ Ferreira i Vilela su se u njihovom empirijskom istraživanju koje su sprovedli na uzorku koji je sastavljen od kompanija iz nefinansijskog sektora čijim akcijama se javno trguje iz zemalja članica EMU (Nemačka, Francuska, Holandija, Italija, Španija, Finska, Belgija, Austrija, Irska, Luksemburg, Grčka i Portugalija) bavili, između ostalog, uticajem širine spektra investicionih mogućnosti, raspoloživosti ostale (negotovinske) likvidne imovine, stepena leverage-a, veličine kompanije i neto novčanog toka na iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati. Istraživanjem je obuhvaćen period od 1987. do 2000. godine i obrađeno 6 387 opservacija. Rezultate istraživanja objavili su 2004. godine. Prema rezultatima njihovog istraživanja širina spektra investicionih mogućnosti i iznos neto novčanog toka su direktno srazmerni, a raspoloživost ostale (negotovinske) likvidne imovine, stepen leverage-a i veličina kompanije su indirektno srazmerni sa iznosom gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati.¹⁸ Chiang i Wang su 2011. godine objavili rezultate njihovog empirijskog istraživanja uticaja internacionalizacije poslovanja na iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji drže američke multinacionalne kompanije. Oni su dokazali da internacionalizacija poslovanja kompanije utiče na iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će ona držati. Grafički predstavljen odnos između stepena internacionalizacije poslovanja i iznosa gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati je u obliku obrnutog slova U. To znači da su na nižim nivoima internacionalizacije poslovanja kompanije stepen internacionalizacije i iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati direktno srazmerni, a na višim nivoima internacionalizacije poslovanja kompanije indirektno srazmerni.¹⁹ Arata, Sheng i Lora su u njihovom empirijskom istraživanju sprovedenom na uzorku sastavljenom od brazilskih i meksičkih kompanija čije rezultate su objavili 2015. godine potvrdili da internacionalizacija poslovanja kompanije utiče na iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će ona držati. Ono po čemu se njihovi rezultati razlikuju od Chiang-ovih i Wang-ovih su identifikovani pravac i intenzitet uticaja. Naime, prema njihovim rezultatima, ako se zanemari uticaj veličine kompanije, stepena leverage-a, razvojnih mogućnosti, (ne)plaćanja dividendi, neto novčanog toka, varijabilnosti novčanih tokova, razvojnih mogućnosti i kapitalnih ulaganja, uticaj povećanja internacionalizacije poslovanja kompanije na povećanje iznosa gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati može se matematički predstaviti po-

15 Opler et al. (1999)

16 Bates et al. (2009)

17 Arata et al. (2015)

18 Ferreira and Vilela (2004)

19 Arata et al. (2015).

moću jednačine drugog stepena. Dakle, na svim nivoima internacionalizacije poslovanja kompanije stepen internacionalizacije i iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati su direktno srazmerni i povećavanjem internacionalizacije poslovanja iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata raste brže.²⁰

Empirijskim istraživanjem uticaja vlasničke strukture, stepena zaštite prava akcionara i kreditora i doslednosti u primeni relevantnih zakonskih rešenja na iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanije držati bavili su se Guney, Ozkan i Ozkan. Istraživanje su sproveli na uzorku sastavljenom od nefinansijskih kompanija čije akcije kotiraju na berzi iz Nemačke, Francuske, UK-a i Japana za period od 1983. do 2000. godine i rezultate objavili 2003. godine. Oni su empirijski potvrdili da su koncentracija vlasništva u kompanijama u posmatranoj zemlji i iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanije koje posluju u toj zemlji držati indirektno srazmerni. Pored toga, oni su utvrdili da će kompanije koje posluju u zemljama u kojima je zaštita prava akcionara na nižem nivou, zaštita prava kreditora na višem nivou i u kojima se relevantna zakonska rešenja dosledno primenjuju držati veći iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata.²¹ Osim Guneya, Ozkana i Ozkana, istraživanjem uticaja stepena zaštite prava akcionara u zemljama u kojima kompanija obavlja svoju poslovnu delatnost na iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će ona držati bavili su se i Pinkowitz, Stulz i Williamson, Dittmar, Mahrt-Smith i Servaes i Ferreira i Vilela. Pinkowitz, Stulz i Williamson su u istraživanju koje su sproveli na uzorku sastavljenom od nefinansijskih kompanija iz 35 zemalja za period od 1988. do 1999. godine i čije rezultate su objavili 2003. godine utvrdili da su stepen zaštite prava akcionara i iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati indirektno srazmerni.²² Dittmar, Mahrt-Smith i Servaes su sproveli istraživanje na uzorku od više od 11 000 kompanija iz 45 zemalja i rezultate objavili, takođe, 2003. godine. Prema rezultatima njihovog istraživanja kompanije koje posluju u zemljama u kojima prava akcionara nisu dovoljno zaštićena drže čak do dva puta veći iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata nego kompanije koje posluju u zemljama u kojima je stepen zaštite prava akcionara visok. Ovo objašnjavaju time da investitori u zemljama u kojima prava akcionara nisu dovoljno zaštićena ne mogu naterati menadžere da im vrate višak iznad potrebnog iznosa gotovine i gotovinskih ekvivalenata za normalno poslovanje. Kada je zaštita prava akcionara na niskom nivou, faktori koji generalno utiču na povećanje iznosa gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati, kao što su na primer investicione mogućnosti i informaciona asimetrija, imaju neznan uticaj. Ovo važi ukoliko se zanemari uticaj razvijenosti tržišta kapitala. Kada imaju lakši pristup finansijskim sredstvima, kompanije će držati veći iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata.²³ Do drugačijih rezultata u odnosu na one do kojih su došli Guney i njegovi saradnici, Pinkowitz i njegovi saradnici i Dittmar i njegovi saradnici došli su Ferreira i Vilela u ranije spomenutom empirijskom istraživanju. Prema rezultatima njihovog istraživanja kompanije koje posluju u zemljama u kojima je stepen zaštite prava akcionara visok drže veći iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata nego kompanije koje posluju u zemljama u kojima prava akcionara nisu dovoljno zaštićena. Razvijenost tržišta kapitala i iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanija držati su, prema rezultatima ovog empirijskog istraživanja, indirektno srazmerni.²⁴

20 Ibid

21 Guney et al. (2003)

22 Pinkowitz et al. (2003)

23 Dittmar et al. (2003)

24 Ferreira and Vilela (2004)

Utjecajem i drugih karakteristika zemalja, konkretno rizika zemlje, nivoa korupcije i stepena inflacije, u kojima posmatrane kompanije obavljaju njihove poslovne delatnosti na iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će one držati bavili su se Pinkowitz, Stulz i Williamson. Oni su sprovedi istraživanje na uzorku sastavljenom od kompanija iz 35 zemalja. Prema rezultatima njihovog empirijskog istraživanja objavljenim 2003. godine rizik zemlje i nivo korupcije, s jedne strane, i iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanije držati, s druge strane, su direktno srazmerni. Stepenn inflacije i iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će kompanije držati su indirektno srazmerni.²⁵

Ramirez i Tadesse su u njihovom empirijskom istraživanju čije rezultate su objavili 2007. godine ispitivali uticaj stepena tolerancije na neizvesnost u poslovanju kao kulturalnog obeležja zemlje na iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će držati domaće i multinacionalne nefinansijske kompanije. Istraživanjem je obuhvaćen period od 1990. do 2000. godine i obrađeno blizu 70 000 opservacija. Utvrdili su da kompanije koje posluju u zemljama u kojima postoji manja tolerancija na neizvesnost u poslovanju drže veći iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata. Međutim, uticaj obeležja nacionalne kulture na likvidnost kompanije se smanjuje povećavanjem stepena internacionalizacije njenog poslovanja.²⁶

Foley, Hartzell, Titman i Twite identifikovali su još jednu karakteristiku zemalja u kojima posmatrana kompanija obavlja svoju poslovnu delatnost koja utiče na iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će ona držati. Reč je o finansijskom opterećenju koje kompaniji stvara oporezivanje dobitaka koje njene filijale transferišu matičnoj kompaniji. Istraživanje su sprovedi na uzorku sastavljenom od američkih nefinansijskih multinacionalnih kompanija za period od 1982. do 2004. godine. Prema njihovim rezultatima objavljenim 2007. godine kompanije koje su više opterećene porezom na dobitke koje njene filijale transferišu matičnoj kompaniji držaće veći iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata. Saldo visoko likvidne imovine biće povećan u filijalama lociranim u zemljama u kojima su stope poreza na dobitak koji se repatrira matičnoj kompaniji visoke i to povećanje neće biti praćeno ekvivalentnim smanjenjem salda visoko likvidne imovine u matičnoj kompaniji. Filijale koje posluju u zemljama u kojima su poreske stope, generalno, niske, ali su opterećene većim porezom na dobitak koji se repatrira matičnoj kompaniji držaće veći iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata nego ostale filijale iste multinacionalne kompanije.²⁷

ZAKLJUČAK

Iako su različiti istraživači, u nastojanju da dođu do odgovora na pitanje šta utiče na odluku multinacionalne kompanije o iznosu gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će držati, sprovedi teorijska i empirijska istraživanja, na osnovu dobijenih rezultata se ne može sa sigurnošću odgovoriti na istraživačko pitanje. Razlozi za to su još uvek neusaglašeni teorijski stavovi o uticaju pojedinih karakteristika kompanije na iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji će ona držati i disperzirana, tj. fokusirana na uticaj različitih

25 Ramirez and Tadesse (2007)

26 Ibid

27 Foley et al. (2007)

karakteristika, teorijska razmatranja uticaja karakteristika zemalja u kojima ona posluje. Neusaglašeni teorijski stavovi se još uvek ni ne mogu usaglasiti odnosno pojedinačna teorijska razmatranja se još uvek ne mogu prihvatiti zbog nedovoljnog broja empirijskih istraživanja uticaja pomenutih karakteristika i, posledično, nepostojanja empirijske potvrde u velikom broju istraživanja jednog od više različitih odnosno jedinog ponuđenog teorijskog stava.

Da bi teorija međunarodnog finansijskog menadžmenta mogla da pruži korisne spoznaje finansijskim menadžerima u multinacionalnim kompanijama koje bi se mogle primeniti u praksi, trebalo bi sprovesti veći broj empirijskih istraživanja determinanti salda gotovine u multinacionalnoj kompaniji. Na taj način bi se stvorile pretpostavke za potvrđivanje ili osporavanje do sada formiranih teorijskih stavova i eventualno usaglašavanje trenutno neusaglašanih stavova, ali i formiranje novih stavova. Znanje o determinantama salda gotovine u multinacionalnoj kompaniji istraživači bi mogli da iskoriste u njihovim budućim istraživanjima. Na osnovu tog znanja oni bi mogli lakše da utvrde uzroke odstupanja stvarnog od optimalnog salda gotovine. Buduća empirijska istraživanja bi mogla da idu upravo u tom pravcu, tj. u pravcu istraživanja obima i uzroka odstupanja stvarnog od optimalnog salda gotovine u multinacionalnim kompanijama. Kada se upoznaju sa ključnim uzročnicima odstupanja i intenzitetom i pravcem delovanja pojedinačnih karakteristika kompanije i zemalja u kojima posluju njihove kompanije na saldo gotovine, finansijski menadžeri će moći da donose delotvornije korektivne mere u pravcu svođenja stvarnog na optimalni saldo gotovine.

LITERATURA

Arata et al. (2015), "Internationalization and Corporate Cash Holdings: Evidence from Brazil and Mexico" *RAC, Rio de Janeiro*, Special Edition, Vol. 19, Pp 1-19

Bates et al. (2009), "Why Do Us Firms Hold so Much More Cash than They Used To?" *The Journal of Finance*, Vol. 64(5), Pp 1985–2021

Bekaert, G. and Hodrick, R. (2012), *International Financial Management*, Pearson Education Inc, New Jersey.

Beuselinck et al. (2012), "Corporate Governance and Cash Policies of Multinational Corporations", Maastricht University School of Business and Economics, Maastricht Research School of Economics, of Technology and Organization, RM/12/013.

Dittmar et al. (2003), "International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, Pp 111-133

Eiteman et al. (2001), *Multinational Business Finance*, John Wiley & Sons, England

Ferreira, M. A. and Vilela, A. S. (2004), "Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries" *European Financial Management*, Vol. 10 (2), Pp 295–319

Foley et al. (2007), "Why Do Firms Hold so Much Cash? A Tax Based Explanation" *Journal of Financial Economics*, Vol. 86 (3), Pp 579-607

Guney et al. (2003), "Additional International Evidence on Corporate Cash Holdings", University of York, Heslington, Working Paper, June 2003

Jensen, M.(1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, Pp 323–329

Opler et al. (1999), "The Determinants and Implications of Cash Holdings" *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, Pp 3-46

Pinkowitz et al. (2003), "Do Firms in Countries with Poor Protection of Investor Rights Hold More Cash?", The National Bureau of Economic Research (NBER), Cambridge, Working paper, No. 10188, December 2003

Pinkowitz et al. (2012), "Multinationals and the High Cash Holdings Puzzle", The National Bureau of Economic Research (NBER), Cambridge, Working paper, No. 18120, June 2012

Ramirez, A. and Tadesse, S. (2007), "Corporate Cash Holdings, National Culture, and Multinationality", William Davidson Institute, Michigan, Working Paper, No. 876, June 2007

Schauten et al. (2013), "Corporate Governance and the Value of Excess Cash Holdings of Large European Firms" *European Financial Management*, Vol. 19 (5), Pp 991-1016
