

FINANSIJE

ČASOPIS ZA TEORIJU I PRAKSU FINANSIJA

Godina LXXIV
Broj 1-6/2019
Beograd
ISSN 0015-2145
UDK 336

2019.

Goran NIKOLIĆ
DVADESET GODINA OD STVARANJA EVRA:
KOLIKO SRBIJA ISPUNJAVA KRITERIJUME ZA ULAZAK U EVROZONU?

Branimir KALAŠ, Vera MIROVIĆ i Nada MILENKOVIĆ
EMPIRIJSKA ANALIZA EFIKASNOSTI POREZA NA DODATU VREDNOST U
REPUBLICI SRBIJI

Stefan VRŽINA
POREZ NA DOBITAK I FINANSIJSKA STRUKTURA U TRANZICIONIM
DRŽAVAMA: SLUČAJ REPUBLIKE SRBIJE

Natalija BOROVIĆ
RAČUNOVODSTVENE OSNOVE I KVALITET FINANSIJSKOG
IZVEŠTAVANJA U JAVNOM SEKTORU

1 - 6

Nermina POBRIĆ
TEORIJSKO-EMPIRIJSKA ANALIZA SPROVOĐENJA HEDŽINGA
IZLOŽENOSTI VALUTNOM RIZIKU U MULTINACIONALNIM
KOMPANIJAMA

REPUBLIKA SRBIJA
MINISTARSTVO FINANSIJA

FINANSIJE

ČASOPIS ZA TEORIJU I PRAKSU FINANSIJA

Godina LXXIV

Broj: 1-6/2019

Osnivač i izdavač: Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd, Kneza Miloša 20
www.mfin.gov.rs

*Osnivačka i izdavačka prava preuzeta od Ministarstva finansija SRJ na osnovu
Sporazuma o prenosu osnivačkih prava br. 651-01-1/2003.*

Za izdavača: Siniša Mali, ministar finansija

Uređivački odbor: prof. dr Veroljub Dugalić, Luka Tomić, prof. dr Gordana Ilić-Popov, prof. dr Pavle Petrović, prof. dr Dejan Popović, prof. dr Božidar Raičević, prof. dr Nebojša Savić, prof. dr Nikola Stevanović, prof. dr Kata Škarić, prof. dr Boško Živković

Šire članstvo Uređivačkog odbora: prof. dr Mihail Arandarenko, Miodrag Arsić, prof. dr Boris Begović, prof. dr Aleksandra Jovanović, prof. dr Milena Jovičić, dr Boško Mijatović, dr Branko Milanović (Vašington), Božo Novoselac, prof. dr Željko Šević (London)

Glavni urednik: Luka Tomić

Zamenik glavnog urednika: prof. dr Dejan Popović

Redakcija: Časopis FINANSIJE, Ministarstvo finansija Republike Srbije, Kneza Miloša 20, 11000 Beograd. Tel. 011 3642 659. E-mail: casopis.finansije@mfin.gov.rs

Štampa: Štamparija Ministarstva finansija Republike Srbije, Kneza Miloša 20, 11000 Beograd

*Prvi broj časopisa FINANSIJE izašao je 26. januara 1946. godine.
Od 1. maja 1949. godine, osnivač časopisa je Savezno ministarstvo finansija.
Od 1. januara 2003. godine, prava osnivača i izdavača časopisa preuzima
Ministarstvo finansija Republike Srbije.*

Izuzetan doprinos razvoju časopisa dali su: dr Bogoljub Lazarević, dr Milan Golijanin i prof. dr Miroslav Petrović

Copyright©2004-2019 by Ministarstvo finansija Republike Srbije
Sva prava zadržana.

FINANSIJE
Časopis za teoriju i praksu finansija
74 godine, br. 1-6/2019
Beograd

SADRŽAJ

Goran NIKOLIĆ
DVADESET GODINA OD STVARANJA EVRA:
KOLIKO SRBIJA ISPUNJAVA KRITERIJUME ZA ULAZAK U EVROZONU?
str. 7-27

Branimir KALAŠ, Vera MIROVIĆ i Nada MILENKOVIĆ
EMPIRIJSKA ANALIZA EFIKASNOSTI POREZA NA DODATU VREDNOST U
REPUBLICI SRBIJI
str. 28-36

Stefan VRŽINA
POREZ NA DOBITAK I FINANSIJSKA STRUKTURA U TRANZICIONIM
DRŽAVAMA: SLUČAJ REPUBLIKE SRBIJE
str. 37-52

Natalija BOROVIĆ
RAČUNOVODSTVENE OSNOVE I KVALITET FINANSIJSKOG
IZVEŠTAVANJA U JAVNOM SEKTORU
str. 53-71

Nermina POBRIĆ
TEORIJSKO-EMPIRIJSKA ANALIZA SPROVOĐENJA HEDŽINGA
IZLOŽENOSTI VALUTNOM RIZIKU U MULTINACIONALNIM
KOMPANIJAMA
str. 72-98

PRIKAZI

Žan TIROL: EKONOMIJA ZA OPŠTE DOBRO
Biljana Vitković
str. 99-105

FINANCE

Journal for the theory and practice of finance

74 years, No 1-6/2019

Belgrade

CONTENTS

Goran NIKOLIĆ

TWENTY YEARS SINCE THE LAUNCH OF THE EURO:

HOW MUCH DOES SERBIA MEET THE CRITERIA FOR ENTRY INTO EURO AREA?

pp. 7-27

Branimir KALAŠ, Vera MIROVIĆ and Nada MILENKOVIĆ

EMPIRICAL ANALYSIS OF VALUE ADDED TAX EFFICIENCY IN THE REPUBLIC OF SERBIA

pp. 28-36

Stefan VRŽINA

CORPORATE INCOME TAX AND FINANCIAL STRUCTURE IN

TRANSITION COUNTRIES: A CASE OF THE REPUBLIC OF SERBIA

pp. 37-52

Natalija BOROVIĆ

ACCOUNTING BASIS AND QUALITY OF FINANCIAL REPORTING IN THE PUBLIC SECTOR

pp. 53-71

Nermina POBRIĆ

THEORETICAL AND EMPIRICAL ANALYSIS OF FOREIGN EXCHANGE EXPOSURE HEDGING IN MULTINATIONAL COMPANIES

pp. 72-98

REVIEW

Žan Tirol (Jean Tirole): EKONOMIJA ZA OPŠTE DOBRO (ÉCONOMIE DU BIEN COMMUN)

Biljana Vitković

pp. 99-105

Primljen/Received: 13.3.2019.
Prihvaćen/Accepted: 20.5.2019.

UDC 338.23:336.74(4-672EU)
339.924(497.11)
Pregledni red

DVADESET GODINA OD STVARANJA EVRA: KOLIKO SRBIJA ISPUNJAVA KRITERIJUME ZA ULAZAK U EVROZONU?

TWENTY YEARS SINCE THE LAUNCH OF THE EURO:
HOW MUCH DOES SERBIA MEET THE CRITERIA FOR ENTRY INTO
EURO AREA?

Goran NIKOLIĆ
Institut za evropske studije
Beograd
goranvnikolic@gmail.com

Sažetak

Od pokretanja pre 20 godina, evro je druga najvažnija međunarodna valuta, posle dolara. Jačanje međunarodne uloge evra pomoglo bi da se poboljša otpornost međunarodnog finansijskog sistema, pružajući operatorima širom sveta dodatni izbor i čineći međunarodnu ekonomiju manje ranjivom na šokove povezane sa snažnim oslanjanjem mnogih sektora na jednu valutu. Istovremeno, to bi omogućilo Evropskoj uniji (EU) da pojača zaštitu svojih građana i preduzeća, da podrži svoje vrednosti i promoviše svoje interese u oblikovanju globalnih tokova prema multilateralizmu. Jasno je da su potrebni dalji koraci kako bi se dovršila arhitektura ekonomske i monetarne unije, koja podupire jedinstvenu valutu, jer se međunarodni finansijski sistem i tržišta uglavnom oslanjaju na povezane platforme za trgovanje, obračun i plaćanje u dolarima.

Apstrahujući činjenicu da još uvek nije član EU, Srbija ispunjava tri od pet kriterijuma konvergencije, koji su glavni uslov za ulazak u evrozonu. Naime, nivo javnog duga je ispod 60% BDP-a, kurs je stabilan, fiskalni deficit je ispod 3%. Inflacija je za samo promil iznad referentnih 1,9%, dok je prinos na dinarske 10-godišnje obveznice znatno iznad potrebnih 3,2%. Kada su u pitanju dodatni kriterijumi, deficit tekućih transakcija je izvan poželjnog intervala (koji je od -4% BDP-a do 6% BDP-a), dok je nepovoljna neto inostrana investiciona pozicija znatno veći, i dugoročno ozbiljniji, problem (čak -86,3% BDP-a).

Ključne reči: evrozona, kriterijumi konvergencije, javni dug, kurs, fiskalni deficit, inflacija, prinos na dugoročne obveznice, Srbija.

Abstract

Since its launch 20 years ago, the euro has been the second most important international currency, after the US dollar. The strengthening of the euro's international role would help improve the resilience of the international financial system, providing market operators across the globe with additional choice and making the international economy less vulnerable to shocks linked to the strong reliance of many sectors on one currency. At the same time, it would allow the EU to enhance the protection of its citizens and businesses, to uphold its values and to promote its interests in shaping global affairs according to rule-based multilateralism. Further steps are necessary to complete the Economic and Monetary Union architecture, which underpins the single currency, given that international financial system and markets largely rely on connected platforms for trading, clearing and payment settlement in the dollars.

Ignoring the fact that it is still not a member of the EU, Serbia fulfills three of the five convergence criteria, which are the main condition for joining the Eurozone. Namely, the level of public debt is below 60% of GDP; the exchange rate is stable; the fiscal deficit is below 3%. Inflation is just above the reference 1.9%, while the yield on Dinar 10-year bonds is significantly above the required 3.2%. With regard to additional criteria, the current account deficit is not within the desired interval (from -4% of GDP to 6% of GDP), while the unfavorable net foreign investment position is considerably higher and in the long run, the more serious problem (even -86.3% of GDP).

Key words: Eurozone, convergence criteria, public debt, exchange rate, fiscal deficit, inflation, yield on long-term bonds, Serbia.

JEL: E2, E5, F45, H6.

1. UVOD

Evro, valuta koju bi Srbija trebalo da usvoji krajem 2020-ih ili početkom 2030-ih, druga je najvažnija globalna valuta, posle dolara. Od svog „lansiranja“ pre dve decenije, evro nije uspeo da ostvari optimistična očekivanja svojih kreatora, ali nije ni doživeo fijasko kao što je to izgledalo u početku mnogim teoretičarima, a tokom „evropske dužničke krize“ čak i široj javnosti. Osnazivanje globalne pozicije evra bi unapredilo finansijsku otpornost međunarodnog finansijskog sistema, dok bi omogućilo EU, čiji bi član tokom naredne decenije trebalo da postane i Srbija, da promoviše svoje interese. U drugom delu ovog rada upravo se osvrćemo na dvadesetogodišnjicu početka zajedničke valute evrozona. Potom analiziramo i uspehe i neuspehe evra, nudeći, nadamo se, najubedljivije razloge za to. Zatim se osvrćemo na potencijalne probleme povezane sa eventualnom većom globalnom ulogom evra, budući da samo posedovanje globalno vodeće valute za državu (ili skup država) može imati i negativne posledice, posebno ako ista beleži suficit platnog bilansa, odnosno njegovog tekućeg računa. Takođe, postoji i problem sa uvođenjem evra jer Lisabonski sporazum navodi tu odredbu, ali je ne definiše vremenski, što stvara prostor nekim zemljama da tu obavezu faktički prolongiraju (npr. Poljska, Češka, Mađarska). U narednim delovima rada analiziramo pet osnovnih kriterijuma konvergencije (niska inflacija, stabilna valuta, nizak nivo deficita javne potrošnje, održivost javnog duga, kao i relativno niske kamatne stope), što su u stvari Mastrihtski kriterijumu konvergencije, i odnose se na zemlju koja želi da stekne

pravo da koristi evro kao nacionalnu valutu. Nakon toga, obrađujemo trenutno stanje „ekonomske konvergencije“ (prema Izveštaju ECB iz maja 2018. godine). Ono što je posebno važno za našu zemlju je kakva je ispunjenost ovih kriterijuma kod Srbije i država regiona, i to je tema narednog dela rada. Zaključni deo sumira ocenu za Srbiju kada je u pitanju ispunjenost ovih (kvantifikovanih) ciljeva, koja uopšte ne izgleda loše, kakav je inače generalni utisak (neupućene) javnosti.

2. DVADESETOGODIŠNJICA JEDNOG VELIKOG POČETKA

Prelazak sa 11 pojedinačnih valuta na evro (1.1.1999. god.) protekao je vrlo glatko. Drugi rani uspeh je bio taj da je, praktično po svim merama međunarodne upotrebe, evro odmah postao druga globalna rezervna valuta. Želja da evro bude primljen u klub svetskih moneta dovela je do povoljnih reformi u mnogim zemljama članicama, posebno zemljama Centralne i Istočne Evrope koje su se kasnije pridružile EU. Možda najvažnije, ankete javnog mnjenja pokazuju da je u poslednjih nekoliko godina evro zadobio snažnu podršku javnosti, po anketama u novembru 2018. godine 64% građana podržavaju zajedničku valutu. I pored svih izazova, čini se da će monetarna unija opstati i čak napredovati u budućnosti (Frankel, 2019).

Ipak, od svog uvođenja evro se suočio sa ozbiljnim izazovima. Prvi kritični problem bio je svojstven primeni zajedničke valute u velikom i raznolikom skupu zemalja: one nisu ispunile kriterijume za „optimalnu valutnu oblast“, te članovi nisu imali cikličnu sinhronizaciju. Na primer, u periodu 2004–2006. godina Irskoj je

bila potrebna strožija monetarna politika u odnosu na ono što je Evropska centralna banka (ECB) bila spremna da postavi, imajući u vidu mehur na tržištu nekretnina i ekonomsko pregrevanje (Irska je ulaskom u evrozonu automatski ustupila ovlašćenje da revalorizuje svoju valutu ili podigne kamatne stope). Nešto kasnije, u periodu 2009–2013. godina, kada je Irskoj bila potrebna relaksiranija monetarna politika od ECB-a, s obzirom na oštru recesiju, ona nije bila u stanju da obezvredi svoju valutu, štampa novac ili snizi kamatnu stopu.

Druga greška bila je da su neke periferne zemlje evrozone zadržale velike deficite tekućeg računa tokom prve decenije evra. Stvaranjem evrozone visoko zadužene periferne vlade faktički su se odjednom mogle zaduživati uz gotovo iste kamatne stope kao Nemačka. Posledični veliki neto prilivi kapitala u te zemlje posmatrani su kao znak poboljšanja efikasnosti finansijske integracije (neravnoteže se delom mogu pripisati povećanju jediničnih troškova rada periferije u odnosu na Nemačku). Naročito Grčka je imala velike budžetske deficite i visoke nivoe duga.

Nametnuta fiskalna štednja nije postigla svoj cilj stavljanja zemalja poput Grčke na održive puteve duga. Naprotiv, pad BDP-a bio je veći od bilo kakvog pada duga, zbog čega je odnos duga i BDP-a porastao još brže. Ranije dogovorena fiskalna pravila pokazala su se neostvarivim jer su praktično sve članice evrozone (uključujući i Nemačku) kršile gornju granicu fiskalnog deficitia od 3% BDP-a. Neuspeh evrozone da prebaci više fiskalne vlasti na nadnacionalni nivo ponovljen je u oblasti bankarske regulative. Dodatno, ECB je greškom

podigla kamatne stope u julu 2008. godine i ponovo, dva puta, u toku 2011. godine, uprkos globalnoj recesiji. Kada je početkom 2010. godine izbila grčka kriza, evropski lideri nisu efikasno reagovali (Frankel, 2019).

3. DALI SE POSLE DVE DECENIJE UVOĐENJE EVRA MOŽE SMATRATI USPEHOM?

Kao „sigurna zaliha vrednosti“ evro predstavlja oko 20% međunarodnih rezervi stranih centralnih banaka. Do kraja 2017. godine više od 20% emisija duga na međunarodnim tržištima bilo je denominirano u evrima. Evro je postao široko prihvaćena valuta za međunarodna plaćanja; 35,7% vrednosti međunarodnih transakcija je fakturisano ili obračunato u evrima u 2017. godini, u poređenju sa 39,9% u američkom dolaru. Oko 60 zemalja u svetu koristi ili će koristiti evro kao svoju valutu. Evro je glavna referentna moneta za većinu zemalja Evropske ekonomske zone, kao i za manje susedne zemlje i (zapadno) afričku zonu (koja obuhvata 14 zemalja). Usvajanje evra od strane drugih država članica EU obaveza je iz Lisabonskog ugovora (osim za Dansku i Britaniju) i doprineće povećanju težine jedinstvene valute. Ipak, međunarodna upotreba evra još uvek nije na nivou pre finansijske krize (npr. obim emisije spoljnog duga denominovanog u evrima dostigao je vrhunac od 40% 2007. godine, a sada iznosi nešto iznad 20%, slično kao i 1999. godine).

Jedna od velikih nada za evro, koja nije uspela da se ostvari, bila je da će uspeti da parira američkom dolaru kao glavnoj globalnoj moneti. Značaj evra u globalnim rezervama i na finansijskim tržištima danas je približno

isti kao i pre dve decenije kada je zajednička valuta zamenila nemačku marku i deset drugih nacionalnih valuta. Evropska komisija je nedavno, krajem 2018. godine, objavila izveštaj pod nazivom „Prema jačoj međunarodnoj ulozi evra“ (European Commission, 2018).

Jačanje međunarodne uloge evra može se zamisliti kao deo šire evropske posvećenosti otvorenoj, multilateralnoj i globalnoj ekonomiji zasnovanoj na pravilima. To bi pomoglo da se poboljša otpornost međunarodnog finansijskog sistema, pružajući operatorima širom sveta dodatni izbor i čineći međunarodnu ekonomiju manje ranjivom na šokove povezane sa snažnim oslanjanjem mnogih sektora na jednu valutu. U isto vreme, to može doneti opipljive koristi evrozoni: to bi omogućilo EU da pojača zaštitu svojih građana i poslovnih subjekata, da održi svoje vrednosti i promoviše svoje interese u oblikovanju globalnih procesa prema multilateralizmu zasnovanom na pravilima. Naročito, evro bi trebalo da nastavi da olakšava i proširuje odgovornu trgovinsku agendu EU, omogućavajući evropskim kompanijama da trguju bez prekida širom sveta u korist evropske ekonomije, istovremeno čuvajući evropski socijalni i regulatorni model kod kuće. Odluku o upotrebi valute na kraju donose učesnici na tržištu i postoje dobri razlozi zbog kojih bi ekonomski akteri možda želeli da ulažu i štede u različitim monetama. U svakom slučaju, veća globalna uloga evra bi donela niže troškove i manji rizik od međunarodnog trgovanja za evropske kompanije, kao i uklanjanje deviznog rizika i drugih troškova vezanih za evro, posebno za mala i srednja evropska preduzeća. Dodatno, to bi značilo niže kamatne

stope koje plaćaju evropska domaćinstva, preduzeća i države članice. Atraktivniji evro, kao sigurna zaliha vrednosti, smanjio bi kamatne stope koje traže potencijalni investitori u hartije od vrednosti denominirane u evrima. Takođe, imali bi pouzdaniji pristup finansijama za evropske kompanije i vlade, čak i u periodima spoljne finansijske nestabilnosti, jer bi evropska finansijska tržišta postala dublja, likvidnija i integrisana (European Commission, 2018).

Ipak, koristi od šire upotrebe međunarodne valute dolaze sa povećanim globalnim odgovornostima, u skladu sa odgovarajućim mandatima centralnih banaka. Koristi od jače međunarodne uloge evra prevazilaze moguće izazove, kao što su posledice na platni bilans evrozone u odnosu na ostatak sveta. Dodatno, bretonvudski sistem je uspostavio američki dolar kao globalnu međunarodnu rezervnu valutu posle Drugog svetskog rata, efektivno zamenjujući funtu sterlinga. Paralelno s tim, američki dolar postao je i standardna valuta trgovanja robom i dominantna valuta za derivatne operacije. Jednom kada se valuta pojavi kao postojeći standard, njeni mrežni efekti čine je još atraktivnijom, jer njena šira upotreba omogućava da se sprovedu dalje složene operacije finansijskog tržišta sa većom likvidnošću, što ometa pojavu alternativnih rezervnih valuta. Troškovi korišćenja američkog dolara u određenim transakcijama i dalje su niži od troškova korišćenja evra, delom kao posledica uloge američkog dolara kao sadašnjeg standarda. Zahvaljujući većoj likvidnosti dolara, mnoge operacije na novčanom tržištu su jeftinije usled korišćenja dolara kao valute u odnosu na direktnu upotrebu evra (European Commission, 2018).

Najznačajnija korist za evrozonu, ukoliko bi evro imao jaču međunarodnu ulogu, bila bi manja zavisnost od dolara i smanjena sposobnost SAD da ostvare svoje političke ciljeve, koji su često suprotni ciljevima EU. Međunarodne funkcije valuta zavise, pored ostalog, od ekonomske veličina zemlje izdavaoca monete, nivoa razvoja i stabilnosti osnovnog finansijskog tržišta, otvorenosti za kretanje kapitala, političkog stava koji eventualno podstiče internacionalizaciju valute, kao i od vojno-političke moći date države ili skupa država. Sa izuzetkom finansijske stabilnosti, ovi faktori se ne razlikuju značajno u kratkom roku i dovode do trajnih, dugoročnih trendova. Tako je u prvih dvadeset godina svog postojanja evro konstantno bio druga najčešće korišćena međunarodna valuta, dok je dolar zadržao prvu poziciju koju drži od Drugog svetskog rata. Jaz između dolara i evra je najveći u fakturisanju robne razmene i u korišćenju za devizne transakcije, a najmanji u prekograničnim plaćanjima. Dok se rangiranje dolara i evra nije promenilo, udeo evra je fluktuirao, posebno u njegovoj upotrebi u međunarodnim finansiranjima (u korelaciji sa stabilnošću finansijskog tržišta evra). Time je potvrđeno da je neophodan uslov da evro igra veću međunarodnu ulogu stabilnost finansijskog sistema evrozone. Pored toga, završetak bankarske unije, napredak na tržištu kapitala, izdavanje zajedničke obveznice i završetak institucionalne arhitekture evrozone, kao i napredak u zajedničkoj spoljnoj i odbrambenoj politici promovisali bi širu ulogu evra. ECB bi, takođe, trebalo da prevaziđe svoj neutralni stav prema međunarodnoj upotrebi evra, koju, istina, nije lako

postići (Papadia & Efstathiou, 2018).

Predlozi o međunarodnoj ulozi evra koje je Evropska komisija objavila u decembru 2018. godine tek su početak puta, a ne odlučujući korak ka većoj međunarodnoj ulozi evra. Naime, teorija i istorija pokazuju da međunarodna uloga valute zavisi od faktora koji se tokom vremena mogu menjati, iako postepeno. Faktori koji favorizuju ulogu dolara kao najvažnije međunarodne valute verovatno će potrajati, ali udeo evra kao druge valuta u „poretku“ mogao bi se smanjivati ili pak rasti. Sveukupno, poželjna je veća uloga evra, uglavnom zato što bi ona pružila viši stepen finansijske autonomije evrozone, štiteći je od povećane upotrebe dolara od strane administracija SAD kao sredstva spoljne politike, često protivno interesima EU. Najveći uticaj na povećanje međunarodne upotrebe i uloge evra imalo bi vođenje takve politike od strane EU i ECB koja bi podrazumevala završetak bankarske unije, napredak ka objedinjavanju tržišta kapitala, izdavanje zajedničke (evro) obveznice, napredak ka uspostavljanju jedinstvenije ekonomske politike u evrozoni, te efikasnija i jedinstvenija politika zajedničke bezbednosti. Naravno, ovakva politika imala bi efekte koji bi se odražavali ne samo na međunarodnu upotrebu evra. Zbog toga oni nisu lako ostvarivi, između ostalog i zbog geopolitičkih implikacija. Naime, šira upotreba evra i finansijska autonomija koju bi to donelo, bila bi dodatna prednost prilikom razmatranja širih političkih poteza (Papadia & Efstathiou, 2018).

Jasno je da su potrebni dalji koraci kako bi se dovršila arhitektura ekonomske i monetarne unije, koja podupire jedinstvenu valutu. Neke od najrelevantnijih globalnih infrastruktura

finansijskih tržišta fokusiraju se prvenstveno na valute koje nisu u evrima i (ili) se nalaze izvan evrozone i EU. Međunarodni finansijski sistem i tržišta, uglavnom, sve se više oslanjaju na povezane platforme za trgovanje, obračun i plaćanje. Jedan broj ovih platformi nalazi se izvan evrozone ili njima upravljaju ne-evropske kompanije iz istorijskih razloga i zbog likvidnosti, te su stoga, potencijalno, više izložene uticaju trećih zemalja (European Commission, 2018).

Faktor koji bi mogao doprineti jačanju uloge evra je to što je Evropa najveći uvoznik nafte (188 milijardi evra godišnje) koju još uvijek plaća u dolarima. Da bi se olakšao razvoj energetskih tržišta u evrima, potrebna je promena ugovora između kupaca i dobavljača, uz podršku referentne vrednosti sirove nafte u evrima (ovo bi se, takođe, moglo iskoristiti kao prilika za stvaranje referentne tačke koja je bliže usklađena sa mešavinom sirove nafte koju uvozi Evropa). Trgovina energijom u evrima podstakla bi evropski ekonomski suverenitet smanjujući izloženost riziku dolarskih transakcija i troškovima hedžinga. Industrije koje bi imale najviše koristi od ove promene bile bi rafinerije, avio-kompanije, kao i brodarstvo i transport, što bi doprinelo većoj upotrebi evra globalno.

Od istorijskog sporazuma između SAD-a i Saudijske Arabije iz 1974. godine, većina trgovine energijom obavljala su u američkim dolarima – najveći kupac (SAD) i najvažniji snabdevač nafte (OPEC sa dominacijom Saudijske Arabije) u to vreme pristali su na trgovinu u dolarima. Međutim, centar gravitacije od tada se pomerio ka Evropi i Aziji. Glavni evropski snabdevač energijom, Rusija, želi da de-dolarizuje

trgovinu energijom, a neke kompanije već traže plaćanje nafte u evrima zbog rizika od sankcija. Da bi se olakšala nova trgovina, Evropa bi, takođe, trebalo da razvije referentnu vrednost u evrima koja odražava vrstu nafte koju uvozi. Trenutak je pogodan jer postoje problemi sa već postojećim merilima. Naime, Brent i WTI imaju prednost zbog toga što su uspostavljena merila, ali svaki od njih ima značajne probleme koje agencije za izveštavanje i razmene sporo rešavaju (npr. Brent pati od dugoročnog pada proizvodnje i za nekoliko godina će verovatno doći do obima ispod kritičnog praga potrebnog za procenu cene. Kako Evropa troši značajnu količinu nafte tipa Ural, bilo bi prirodno da se Ural doda Brent benčmark proceni. WTI je vrsta nafte koja je u velikoj meri irelevantna na globalnom nivou – SAD su najveći proizvođač i najveći uvoznik, posle Kine, zemlje koja želi merilo koje tačnije odražava njene potrebe).¹

EU bi mogla da otvori dijalog o ponovnom sklapanju ugovora sa svojim dobavljačima nafte kako bi promenila ugovorenu valutu, što bi zahtevalo koordinaciju između nacionalnih vlasti i Evropske komisije. Neki dobavljači bi mogli da traže višu cenu koja bi odražavala potencijalno veći trošak hedžinga valutnog rizika, dok bi drugi (Rusija) mogli pozdraviti promenu od smanjenja rizika transakcija u dolarima. Konačno, merila se i razvijaju zato što se dovoljan broj dobavljača i kupaca približava standardiziranim ugovorima, a benčmarkovi se razvijaju zato što dobavljači i kupci menjaju svoje ponašanje. Na kraju, referentne

¹ Kina je pokrenula terminski ugovor o nafti u RMB na INE u martu 2018. godine, a već koristi renminbi da kupi naftu iz Rusije i nada se da će isto učiniti sa S. Arabijom.

vrednosti u različitim valutama za sirovu naftu postojale su u prošlosti i one ne moraju da se takmiče već mogu da se dopunjuju (Ribakova, 2019).

4. PROBLEMI POVEZANI SA EVENTUALNOM VEĆOM GLOBALNOM ULOGOM EVRA

Evropska komisija, kao i većina kreatora politike u EU, smatra da bi evrozona imala koristi ako bi evro igrao globalnu ulogu, što nije nužno istina. Jedna takva korist, navodno, proizilazi iz raširene upotrebe novčanica evra izvan zone jedinstvene valute. Ako je to merilo, evro je bio uspeh jer se opticaj valute više nego udvostručio u proteklih 20 godina, kako u apsolutnom iznosu, tako i u procentu BDP-a evrozone, a ukupna vrednost evro-banknota u opticaju na početku 2019. godine iznosi 1.200 milijardi evra (oko 12% BDP-a evrozone), od čega se veliki deo gotovine koristi van evrozone. Još jedan argument za globalnu rezervnu valutu je taj da zaduživanje u inostranstvu postaje jeftinije. Međutim, dok je izdavanje duga denominiranog u dolarima važna prednost za SAD (koje su najveći dužnik na svetu), evrozona je neto kreditor. To znači da bi posledice postojanja glavne valute za sidro bile posebno problematične za evro ukoliko bi velike svetske ekonomije vezivale svoje monete za evro. Na sreću, zemlje koje faktički vezuju svoju valutu za evro, kakva je Srbija, imaju mali ekonomski značaj. Da je Kina „vezala“ renminbi (RMB) za evro, a ne za dolar, kineske vlasti bi zatim odredile kurs evra prema dolaru – valuti najvećeg trgovinskog partnera i konkurenta EU. To znači da biti sidro valuta zapravo može dovesti do gubitka kontrole (Gros, 2019).

Ekstrateritorijalna primena sankcija od strane SAD izuzetno otežava evropskim kompanijama da održavaju trgovinske veze sa Iranom, jer se većina međunarodne trgovine sa ovom zemljom fakturiše i obračunava u dolarima. Međutim, sposobnost SAD da primeni sankcije tako široko je u osnovi zbog njene diplomatske i vojne moći. Čak i da je evro igrao mnogo veću ulogu u globalnim finansijama, SAD bi i dalje dominirale u smislu čvrste moći (Gros, 2019).

Dakle, posedovanje globalne rezervne valute ima smisla za veliku ekonomiju koja nije previše izložena ostatku sveta, a SAD se potpuno uklapa u ovaj opis. Tako nešto ima manje smisla za nešto manju ekonomiju evrozone gde trgovina robom i uslugama čini više od jedne četvrtine ukupnog BDP-a (dvostruko više nego kod SAD). Štaviše, udeo evrozone u globalnoj ekonomiji opao je sa oko skoro četvrtine kada je evro rođen na oko 15% danas i uskoro će pasti ispod 10%. Dolar će zadržati svoju uobičajenu ulogu kao ključna valuta za međunarodne trgovinske transakcije sve dok Kina bude ograničavala kretanje kapitala kako bi zadržala kontrolu nad svojom domaćom ekonomijom. Evro bi, istina, mogao da poveća svoju globalnu ulogu samo usporavanjem relativnog pada ekonomije evrozone kroz brz ekonomski rast, što se trenutno ne čini realnim (Gros, 2019).

5. ZAŠTO NEKE ZEMLJE CENTRALNE EVROPE NE ŽELE DA UVEDU EVRO?

I pored toga što je uvođenje evra obaveza propisana Lisabonskim ugovorom, mnoge zemlje uporno izbegavaju da krenu u njeno

ispunjavanje. Iako su sve zemlje EU obavezne da uvedu evro posle ispunjavanja datih kriterijuma (samo Britanija i Danska nemaju tu obavezu), ta obaveza implicitno podrazumeva da same države odlučuju kada će uvesti zajedničku monetu, što može da se odlaže praktično beskrajno. Npr. češki premijer Andrej Babis smatra da je pronašao neke korisne podatke kako bi objasnio svoje protivljenje evru. Nedavni izveštaj nemačkog think-tank-a Centre for European Policy – CEP (CEP, 2019) ukazuje da samo Nemačka i Holandija imaju koristi od zajedničke valute (npr. šteta za prosečnog Italijana iznosila je čak 73.605 evra od 1999. do 2017. godine, a za Portugalca 40.604 evra). Analiziran je uticaj evra na prosperitet sedam zemalja koje su najranije usvojile evro između 1999. i 2017. godine. Scenario je zasnovan na rezultatima grupe ekonomija koje nisu usvojile evro i koje su pokazale slične ekonomske trendove kao sedam zemalja koje su usvojile evro. Ipak, rezultati CEP-a su osporavani od strane raznih nemačkih ekonomista, koji tvrde da se nalazi ne mogu izvući iz trendova drugih zemalja, jer su njihove ekonomije previše različite od onih u evrozoni.

Inače, stavovi dobitnika Nobelove nagrade Josepha Stiglitz-a i njegovih istomišljenika, koji su opisali Nemačku kao zemlje korisnicu i zemlje južne Evrope kao žrtve evra, stekli su dosta simpatija pre nego što je CEP došao do svojih visoko citiranih zaključaka. Najveći problem sa evrom, prema njegovim kritičarima, je da onemogućava da zemlje koje ga usvajaju obezvrede svoje valute kao odgovor na ekonomske šokove, kako bi mogle povećati svoju konkurentnost. Međutim, budući da izvoz zemlje sadrži

veliki dio uvezenih inputa, nije jasno da li se može dobiti mnogo smanjenjem kursa. To je posebno snažan argument za zemlje istočne i centralne Evrope kao što su Mađarska, Poljska i Češka. Veći deo njihovog rasta je došao od uključivanja u regionalne lance vrednosti i snadbevanja (rast automobilske industrije u ovim zemljama je najbolji primer ove uključenosti). Krajnji proizvodni partneri u ovim lancima su uglavnom nemački, ali i druge zemlje evrozone, kao što su Francuska i Italija, su, takođe, veoma zastupljene. Slovačka, na primer, koja je deo istog vrednosnog lanca i koja je usvojila evro nakon godina vezivanja svoje monete za zajedničku valutu, je tokom globalne ekonomske krize držala fiksiran kurs, dok su valute susednih zemalja oslabile za oko 30%, a da njihov ekonomski učinak nije bio bolji od slovačkog. Dodatno, budući da su vlade centralne i istočne Evrope fiskalno konzervativne, one su svesne da bi, s obzirom na slobodno kretanje radne snage u EU, oštra devalvacija verovatno dovela do povećane emigracije, što je za „nacionalističke“ vlade veoma nepoželjno.

Ipak, glavni razlog zašto ove zemlje još uvek odlažu usvajanje evra je politički. Naime, podrška za usvajanje evra je niska u Češkoj (samo 33%), u poređenju sa 69% u Rumuniji, 59% u Mađarskoj i 48% u Poljskoj (Bershidsky, 2019). Imajući to u vidu nije čudna izjava premijera Poljske Mateuša Moravjeckog da prioritet njegove vlade nije usvajanje evra već povećanje zarada građana na nivo zapadnoevropskih zemalja, a za to će, po njemu, trebati oko 10 godina. Njegov komentar je zapravo reakcija na tvrdnju opozicije da će Moravjecki usvojiti evro ukoliko odnese

pobedu na parlamentarnim izborima na jesen 2019. godine.² S druge strane, Rumuniji i Bugarskoj se žuri, i te dve zemlje bi htele da uđu u evrozonu početkom 2020-ih. Rumunija, čak, pokušava da pridobije i sveštenike da pomognu pri informisanju građana o svim prednostima usvajanja evra, dok je Bugarska, u težnji da se što pre priključi evrozoni, već odobrila dizajn kovanica evra.

Rasprava o ulasku centralno-evropskih zemalja članica u evrozonu intenzivirala se nakon što je Žan-Klod Juncker, predsednik Evropske komisije, izrazio ambiciju da ubrza proces i predložio poseban pretpristupni finansijski instrument za povećanje atraktivnosti evra. Uz izuzetak Danske i Britanije, dve zemlje koje imaju izuzeće od ugovora, sve zemlje EU imaju zakonsku obavezu da se pridruže evru. Međutim, ugovori EU ne navode vremenski okvir za ovu obavezu i, u praksi, zemlje mogu odgoditi svoj ulazak u evrozonu koliko god žele. Švedska je, na primer, bila spremna da se pridruži 1999. godine ili bilo kada od tada, ali pošto je referendum iz 2003. godine odbio članstvo u EU, Švedska namerno ne ulazi u Evropski mehanizam deviznog kursa (European Exchange Rate Mechanism – ERM II) i time ne ispunjava jedan od ulaznih kriterijuma. Vlade centralne Evrope – posebno u Češkoj, Mađarskoj i Poljskoj – imaju stav da treba da čekaju i ne pokazuju interes za pridruživanje. Političari ističu primere južnih zemalja koje su kada su se pridružile evru beležile snažan pad

² On je, takođe, izneo pohvale na račun poljske valute koja, po njemu, osigurava prosperitet ljudi i spomenuo je primere Slovačke i Litvanije kao zemalja u kojima su cene osnovnih namirnica skočile nakon usvajanja evra.

kamatnih stopa. Istovremeno, ove zemlje su imale višu inflaciju (uz prebrz rast plata), što je, delimično odražavalo konvergenciju njihovog nižeg nivoa cena u odnosu na prosek evrozona. Naime, niže kamatne stope – zajedno sa nešto većim rastom plata i cena – smanjile su realnu vrednost kamatne stope, što je podstaklo rast potrošnje i kredita, povećalo rast zarada iznad rasta produktivnosti i generisalo ogromne eksterne neravnoteže kao što je veliki deficit tekućih transakcija. Ovi spoljni deficiti su, prvenstveno, finansirani zaduživanjem iz inostranstva; time se i spoljna zaduženost povećala do vrlo visokih nivoa u ovim zemljama. Istovremeno, te zemlje su imale i strukturno slabe pozicije javnih finansija. Jasno je da južnoevropska dešavanja nisu uzor za zemlje centralne Evrope. Međutim, evro je bio samo deo priče na jugu. Drugi faktori su, takođe, odigrali važnu ulogu u sudbini južnih članica. Neodgovarajuće funkcionisanje tržišta rada omogućilo je prekomeran rast plata u odnosu na rast produktivnosti u fazi ekspanzije i učinilo neophodno smanjenje zarada bolnijim u fazi popuštanja. Neadekvatna kontrola bankarskog sektora dovela je do skupog restrukturiranja banaka nakon 2008. godine. Štaviše, greške fiskalne politike pre 2008. godine bile su ogromne, tako da se ona nije mogla koristiti za ublažavanje ekonomskog šoka.

Važni zaključci mogu se izvući i iz iskustava zemalja centralne Evrope. Kretanja u tri baltičke zemlje, koje su održavale čvrsto upravljane devizne kurseve pre ulaska u evrozonu između 2011, 2014. i 2015. godine, bila su prilično slična kretanjima u južnim članicama evrozona u periodu pre krize. Ekonomski pad tri baltičke zemlje nakon 2008. godine bio je mnogo oštriji

nego u južnoj Evropi, ali su se te zemlje mogle brže vratiti rastu, delimično zbog njihovog višeg nivoa mikroekonomske fleksibilnosti. Možda je relevantnije, posebno za Češku, Mađarsku i Poljsku, iskustvo Slovačke, zemlje koja se pridružila evru 2009. godine. Slovačka je imala fluktuirajući kurs pre ulaska u ERM, a u okviru ERM-a vrednost slovačke krune naglo je porasla. Stopa konverzije evra za slovačku monetu je fiksirana u leto 2008. godine. Kolaps Lehman Brothers-a u septembru 2008. godine rezultirao je masovnom depresijacijom krune, forinte i zlota, ali ne i slovačke krune. Očigledno, nedostatak samostalnog kursa i monetarne politike u Slovačkoj nije ometao dobar ekonomski razvoj. S druge strane, Mađarska je imala fleksibilnu valutu i pre i posle 2008. godine, ali je do 2008. godine bilo neodrživih makroekonomskih kretanja, a rast nakon 2008. godine bio je jedan od najslabijih u regionu. Primer Bugarske takođe je indikativan. Bugarska je svoju valutu vezala za nemačku marku 1997. godine, a zatim za evro 1999. godine. Jedini razlog zbog kojeg Bugarska nije usvojila evro je to što joj nije bilo dozvoljeno da to učini. Jedan od uslova za ulazak u evrozonu je stabilan kurs u okviru mehanizma deviznog kursa – ali nema transparentnih uslova za ulazak u ERM II i Bugarskoj nije bilo dozvoljeno da se pridruži (na neki način, fiksni kurs čini ovu zemlju kvazi-evro članom). Bugarska je, takođe, akumulirala veliki deficit tekućeg računa pre 2008. godine, iako uglavnom finansiran stranim direktnim ulaganjima, a ne kreditima kao u južnoj Evropi. Uprkos fiksnom kursu, Bugarska je nakon 2008. godine imala relativno blagu recesiju i zabeležila brži rast između 2009. i 2016. godine od Češke i Mađarske. Ovako

dobar ekonomski rast je posebno značajan, budući da je Bugarska morala da upravlja velikim makroekonomskim prilagođavanjem pretvaranjem deficita tekućeg računa u suficit u poslednjih nekoliko godina. Rast udela Bugarske na izvoznim tržištima razvijao se na gotovo isti način kao u Poljskoj s plivajućim kursom i bio je brži nego u Češkoj i Mađarskoj.

Dakle, jasno je da članstvo u evrozoni (ili upotreba fiksnog kursa) nije bio faktor koji određuje ekonomski uspeh u centralnoj Evropi. Mnogo važnije od članstva u evrozoni je sprečavanje izgradnje makro „rizičnih izloženosti“, kao što je velika zaduženost u inostranstvu i krhkost bilansa banaka. Kreatori politika bi trebalo da razviju instrumente za rešavanje takvih neravnoteža ako se dogode. Makro-prudencijalna politika i održiva fiskalna politika trebalo bi da imaju ključnu ulogu u prevenciji, dok bi fleksibilno tržište rada i tržišta proizvoda trebalo da pomognu u prilagođavanju ako dođe do takvih neravnoteža. Druga važna stvar je održavanje zdravih fiskalnih pozicija, tako da fiskalna politika može olakšati stabilizaciju pri ekonomskom padu (Darvas, 2019).

6. PET OSNOVNIH KRITERIJUMA KONVERGENCIJE

Da bi zemlja koja je već članica EU postala članica evrozone, pojednostavljeno posmatrano, zahteva se: niska inflacija, stabilna valuta, nizak nivo deficita javne potrošnje, održivost javnog duga, kao i relativno niske kamatne stope. To su, ustvari, (Mastrihtski) kriterijum u konvergencije i odnose se na zemlju koja želi da stekne pravo da koristi evro kao nacionalnu valutu (Ugovor iz

Mastrihta je stupio na snagu 1. novembra 1993. godine). Pre ulaska u evrozonu zemlja treba da bude i u tzv. Evropskom valutnom mehanizmu (ERM II), što, pre svega, podrazumeva maksimalnu volatilnost domicilne monete prema evru od $\pm 2,25\%$ u roku ne kraćem od dve godine (pre tog roka kurs date valute ne sme odstupati od vrednosti evra više od 15% gore ili dole). ERM II je multilateralni aranžman u okviru kojeg se utvrđuje centralni paritet date valute prema evru isključivo tako da se sve države zajedno dogovore oko jedinstvenoga centralnog pariteta. Pre svega ocenjuje se da li se kurs kretao blizu centralnog pariteta tokom te dve godine, odnosno unutar granica užeg intervala ($\pm 2,25\%$).

Inflacija u zemlji kandidatu za uvođenje evra ne sme prelaziti za više od 1,5 procentnih poena prosečnu inflaciju u tri zemlje članice EU sa najnižom inflacijom. Javni dug zemlje u godini koja prethodi ulasku u evrozonu ne sme biti viši od 60% GDP-a. Dugoročne (nominalne) kamatne stope mogu maksimalno dva procentna poena biti više od onih u tri zemlje članice EU sa najnižim kamatama. Fiskalni deficit opšte države (konsolidovani budžetski deficit) u godini koja prethodi ulasku u evrozonu ne sme biti viši od 3% GDP-a.

Dakle, države koje pristupaju valutnoj uniji moraju ispuniti egzaktne ekonomske kriterijume predviđene sporazumom iz Mastrihta. Najčešće zemljama koje žele u evrozonu najveće probleme prave visoka inflacija i prevelik budžetski deficit.

Postavlja se pitanje zašto je potrebno da zemlje usvoje stroge kriterijume da bi ušle u evrozonu. Ako bi npr. zemlja po uvođenju evra imala višu nego dozvoljenu stopu inflacije, tokom

godina njen realni efektivni kurs bi apresirao i time značajno smanjio konkurentnost njene privrede utičući negativno na platni bilans i, posledično, na rast spoljnog duga. Visok budžetski deficit (veći od 3%) podigao bi javni dug, te bi se povećala budžetska sredstva potrebna za njegovo servisiranje. Ovo bi dovelo do efekta „istiskivanja“ privatnih investicija jer bi država morala da se pojačano zadužuje na finansijskom tržištu. Pored toga, došlo bi i do rasta prinosa na državne obveznice, a time i do rasta opštih kamatnih stopa, što bi se negativno odrazilo na kreditnu i privrednu aktivnost, što bi moglo da bude okidač za krizu (primer ovakvog razvoja događaja su zemlje periferne Evrope, pre svega, Grčka). Limitiran nivo javnog duga, kao i visina kamatnih stopa su, dakle, snažno povezani sa visinom budžetskog deficita. Na kraju, uslov relativne stabilnosti nacionalne monete u godinama pre uvođenja evra uključuje više elemenata ukupne makroekonomske stabilnosti (npr. kod zemlje sa valutom koja godinama blago nominalno depresira bi pri fiksiranju za evro moglo doći do pojačanog trošenja deviznih rezervi).

Eventualna „eurizacija“ (kao što je to uradila Crna Gora) nudi prednosti, naročito u rešavanju problema akumulacije duga u devizama i smanjivanju neizvesnosti. Evro povećava poverenje u finansijski sistem i utiče na smanjenje kamatnih stopa i inflacije. Ipak, data zemlja gubi emisionu dobit, ne može da vodi monetarnu politiku (koja je, iako limitirana, ipak instrument prilagođavanje na šokove), ne može da „prilagođavanjem“ (čitaj obaranjem) kursa ublažava spoljnu neravnotežu.

Kada se uspe sa zadovoljavanjem paketa Mastrihtskih

kriterijuma i kada se uvede evro, naporan posao nije gotov. Tada sledi trajan napor da se svi kriterijumi permanentno ispunjavaju i time osigura konkurentnost domicilne ekonomije unutar evrozone.

Inače, pokazalo se, posebno nakon velike recesije 2008–2009. godine, da Mastroihtijski fiskalni kriterijumi nisu pogodni za ocenu zdravlja fiskalne pozicije date zemlje. Na primer, Irska i Španija imale su budžetski suficit i ratio javni dug/BDP od samo 25–40% u 2007. godini, da bi se nekoliko godina kasnije taj ratio povećao na blizu – ili čak iznad – 100% BDP-a. Umesto fokusa na ove fiskalne brojeve, od većeg je značaja analizirati osnovne slabosti fiskalnih pozicija, kao što su: preterano oslanjanje na određene izvore prihoda (kao što su oni koji dolaze iz građevinskog sektora u Španiji i Irskoj pre 2008. godine); postojanje ekonomskih „rizičnih izloženosti“ koje bi mogle ugroziti fiskalne prihode; i održivost javnih rashoda, kao što su penziona i zdravstveni (što je povezano sa demografskim promenama). Nivo ekonomskog razvoja je, takođe, irelevantan faktor u odluci o prelasku na evro; jedan broj manje razvijenih centralnoevropskih zemalja doživeo je sveukupne povoljne makroekonomske promene i sa evrom i sa fiksnim deviznim kursom (ili pak sa formalno fluktuirajućim kursom). Isto tako, mogući pretpriступni finansijski instrument, koji će Evropska komisija, verovatno, uskoro predložiti, nije relevantan za odluku o ulasku. U najboljem slučaju, takav finansijski instrument bi mogao da obezbedi relativno malu količinu novca koja ne bi trebalo da igra ulogu u odluci da li da se država pridruži evru ili ne. Osim toga, zemlje Centralne Evrope dobijaju oko

3–5% svog BDP-a iz budžeta EU (moguće da će to biti nešto niže u narednom višegodišnjem finansijskom okviru EU 2021–2027), što ukazuje na relativno mali relativni značaj predpristupnih fondova. Slično tome, buduća reforma evra, ili sposobnost da se na nju utiče, nije relevantno pitanje za one koji usvajaju evro. Arhitektura evra je značajno poboljšana od 2008. godine, pre svega uspostavljanjem bankarske unije koja bi trebalo da smanji verovatnoću nastanka „rizične izloženosti“ u finansijskom sektoru i da pomogne u njihovom rešavanju ukoliko do njih dođe. Razvoj procedure makroekonomske neravnoteže u EU može da podstakne razgovore o „rizičnim izloženostima“ koje se pojavljuju što je korisno u izbegavanju ponavljanja sudbine južnih članica evrozone (plus Irska pre 2008. godine).

U svakom slučaju, kada se razmatra usklađenost sa kriterijumima konvergencije, održivost je od suštinskog značaja, jer se konvergencija mora postići na trajnoj osnovi, a ne samo u datom trenutku. Naime, prva decenija Ekonomske i monetarne unije (Economic and Monetary Union – EMU) pokazala je da slabe osnove, preterano labav makroekonomski stav na nivou zemalja i preterano optimistična očekivanja o konvergenciji u realnim prihodima predstavljaju rizik ne samo za dotične zemlje, već i za nesmetano funkcioniranje evrozone u celini. Usklađenost sa numeričkim kriterijumima konvergencije u određenom trenutku nije samo po sebi garancija za nesmetano članstvo u evrozoni. Preduslov za održivu konvergenciju je makroekonomska stabilnost, a posebno zdrava fiskalna politika. Visok stepen fleksibilnosti na

tržištu robe i rada je ključan za suočavanje sa makroekonomskim šokovima. Mora da postoji tzv. „kultura stabilnosti“ gde su, pored ostalog, usidrena inflatorna očekivanja. Neophodni su povoljni uslovi za efikasno korišćenje kapitala i radne snage u ekonomiji kako bi se povećala ukupna faktorska produktivnost i dugoročni ekonomski rast. Održiva konvergencija zahteva i dobre institucije i podsticajno poslovno okruženje. Visok stepen ekonomske integracije sa evrozonom je potreban da bi se postigla sinhronizacija poslovnih ciklusa. Dodatno, odgovarajuće makroprudencijalne politike moraju biti uspostavljene kako bi se sprečilo stvaranje makro-ekonomskih neravnoteža, kao što su prekomerno povećanje cena imovine i ciklusi naglog rasta kredita. Konačno, mora postojati odgovarajući okvir za nadzor finansijskih institucija.

Dakle, jasno je da su Mاستrihtski kriterijumi očigledno neadekvatni za procenu spremnosti zemlje da se pridruži evru, ali zbog pravnih razloga oni moraju biti ispunjeni. U svakom slučaju, ulazak u evrozonu je više politička nego ekonomska odluka. U ekonomskom smislu, centralnoevropske zemlje mogle bi da imaju dobre rezultate kako unutar tako i izvan evrozone (Darvas, 2019).

7. STANJE EKONOMSKE KONVERGENCIJE PREMA IZVEŠTAJU ECB IZ MAJA 2018. GODINE

Evropska centralna banka (zajedno sa Evropskom komisijom) objavljuje Izveštaj o konvergenciji najmanje svake druge godine kako bi

proverila u kojoj meri članice EU koje teže ka usvajanju evra ispunjavaju kriterijume. Dosadašnji izveštaji o konvergenciji rezultirali su u dodatnih 8 zemalja članica EU koje su ispunile sve kriterije uvodeći euro (Grčka, Slovenija, Kipar, Malta, Slovačka, Estonija, Letonija i Litvanija). Čitajući Izveštaj o konvergenciji ECB (2018) vidi se da je određeni napredak postignut u odnosu na isti tip izveštaja za 2016. godinu.

U tabeli 1, u koju je dodata Srbija, sve razmatrane zemlje zadovoljile su kriterijum fiskalnog deficita, samo u slučajevima Hrvatske i Mađarske ratio dug/BDP prelazi prag od 60% BDP-a, ali i ove zemlje su na silaznoj putanji i približavaju se ciljanoj vrednosti zadovoljavajućom brzinom, te se mogu smatrati usklađenim sa targetima utvrđenim u „Stability and Growth Pact“.

Što se tiče kriterijuma deviznog kursa, nijedna od razmatranih država ne učestvuje u ERM II. U većini zemalja kurs je pokazivao relativno visoku volatilitnost tokom dvogodišnjeg referentnog perioda. Izuzetak je bila Bugarska, koja ima valutni odbor u odnosu na evro, kao i Hrvatska, koja ima čvrsto upravljani fluktuirajući kurs. Poljski zlot, češka kruna, dinar i, u manjem obimu, mađarska forinta, su tokom referentnog perioda porasli u odnosu na evro, dok su rumunski lej i švedska kruna depresirali. Prosečna stopa inflacije u 12 poslednjih meseci bila je iznad referentne vrednosti od 1,9% u tri od osam posmatranih zemalja (Češka, Srbija i Mađarska). Dugoročne razlike u kamatnim stopama u odnosu na evrozonu nastavile su da opadaju u pet od osam zemalja, ali su tri zemlje iznad referentne vrednosti od 3,2% (kamatne stope bile su iznad referentne vrednosti u

Poljskoj, Rumuniji i, posebno, Srbiji).

U svakom slučaju, napredak je postignut u smanjenju fiskalnih neravnoteža u većini zemalja. Ekonomsko okruženje značajno je poboljšano od objavljivanja prethodnog Izveštaja o konvergenciji 2016. godine. Ekonomska aktivnost bila je na čvrstim osnovama, vođena snažnom privatnom

potrošnjom i povećanjem investicija u većini posmatranih država. Međutim, neke zemlje još uvek imaju značajne „rizične izloženosti“ različitih vrsta, koje ce, ako se ne reše na odgovarajući način, verovatno usporiti proces konvergencije na duži rok. Relativno dug period kreditne ekspanzije pre finansijske krize ostavio je privatni nefinansijski sektor sa

Tabela 1: Pregled ekonomskih indikatora konvergencije

Zemlja	Godina	Inflacija (HICP)	Fiskalni saldo (% BDP)	Dug opšte države (% BDP)	Devizni kurs prema EUR (promena)	Dugoročne kamate
Srbija	2016	1,2%	-1,2%	68,8%	-1,9%	/
	2017	3,0%	1,1%	58,7%	1,5%	/
	2018	2,0%	0,6%	54,5%	2,6%	5,1%
Bugarska	2016	-1,3%	0,2%	29%	0%	2,3%
	2017	1,2%	0,9%	25,4%	0%	1,6%
	2018	1,4%	0,6%	23,3%	0%	1,4%
Češka	2016	0,6%	0,7%	36,8%	0,9%	0,4%
	2017	2,4%	-2,0%	34,6%	2,6%	1,0%
	2018	2,2%	1,4%	32,7%	3,5%	1,3%
Hrvatska	2016	0,6%	-0,9%	80,6%	1,1%	3,5%
	2017	1,3%	0,8%	78,0%	0,9%	2,8%
	2018	1,3%	0,7%	73,7%	0,4%	2,6%
Mađarska	2016	0,4%	-1,7%	76,0%	-0,5%	3,1%
	2017	2,4%	-2,0%	73,6%	0,7%	3,0%
	2018	2,2%	-2,4%	73,3%	-0,7%	2,7%
Poljska	2016	-0,2%	-2,3%	54,2%	-4,3%	3,0%
	2017	1,6%	-1,7%	50,6%	2,4%	3,4%
	2018	1,4%	-1,4%	49,6%	1,7%	3,3%
Rumunija	2016	-1,1%	-3,0%	37,4%	-1,0%	3,3%
	2017	1,1%	-2,9%	35,0%	-1,7%	4,0%
	2018	1,9%	-3,4%	35,3%	-1,9%	4,1%
Švedska	2016	1,1%	1,2%	42,1%	-1,2%	0,5%
	2017	1,9%	1,3%	40,6%	-1,8%	0,7%
	2018	1,9%	0,8%	38,0%	-4,6%	0,7%
Evrozona	2018	1,7%	0,5%	86,1%	/	1,1%
Referentna vrednost	/	1,9%	-3%	60%	/	3,2%

Izvor: European Commission (Eurostat, Directorate-General for Economic and Financial Affairs); European System of Central Banks; za Srbiju: RZS, NBS.

Napomene: Kod podataka o inflaciji (HICP) i kamatnim stopama su u pitanju prosečne godišnje promene, dok se podaci za 2018. godinu odnose na period od aprila 2017. do marta 2018. (osim za Srbiju gde je obuhvaćena cela 2018. godina). Fiskalni deficit za 2018. godinu, izuzevši Srbiju gde su uzeti zvanični podaci RZS, je procenjen na osnovu: 2018 European Commission's Spring 2018 Economic Forecast. Ostale informacije za 2018. godinu odnose se međugodišnji period koji se završava 3. maja 2018. godine, osim za Srbiju gde je ukalkulisana cela 2018. godina. Za evrozonu podaci za inflaciju, fiskalni deficit i ratio duga prema BDP-u su za 2018. godinu. Referentne vrednosti za inflaciju (HICP) i dugoročne kamate za 2018. godinu odnose se na period od aprila 2017. godine do marta 2018. godine; za fiskalni saldo i javni dug referentne vrednosti definisane su u skladu sa: Article 126 of the Treaty on the Functioning of the EU and the related Protocol (No 12) on the excessive deficit procedure.

visokim, ali sa umereno opadajućim, nivoima akumuliranog duga nakon toga u nekim od posmatranih zemalja. Politike finansijskog sektora u tim zemljama imaju za cilj da osiguraju da on daje zdrav doprinos ekonomskom rastu i stabilnosti cena, a politike supervizije treba da budu usmerene ka stabilizaciji nadzornog okvira, što je preduslov za pridruživanje jedinstvenom nadzornom mehanizmu (Single Supervisory Mechanism – SSM). Postoji relativno visok nivo nezaposlenosti u nekim od ovih zemalja, posebno u Srbiji i u nešto manjoj meri Hrvatskoj, ali je ona u poslednjih nekoliko godina u opadanju. U Hrvatskoj, visoki nivoi dugoročne nezaposlenosti i nezaposlenosti mladih i dalje ukazuju na svu ozbiljnost domaćih neravnoteža (nezaposlenost predstavlja rizik za konvergenciju realnih prihoda, posebno imajući u vidu nepovoljne demografske trendove).

Kada su u pitanju ostali relevantni faktori konvergencije (van „ključnih pet“), prema izveštaju ECB i Evropske komisije (2018) većina zemalja koje su predmet revizije postigle su napredak u rešavanju neravnoteža u svojim ekonomijama, iako u različitim stepenima. Dok se makroekonomska neravnoteža u Bugarskoj više ne ocenjuje kao prekomerna, ta ekonomija se suočava sa neravnotežama u obliku preostalih slabosti u finansijskom sektoru u kombinaciji sa relativno visokom zaduženošću korporacija. Što se tiče Hrvatske, utvrđeno je da, uprkos značajnim poboljšanjima, privatni i javni dug (uglavnom denominirani u stranim valutama) i dalje predstavljaju rizik za ekonomiju, dok vladine politike još uvek nisu doprinele jačanju dugoročnog potencijala ekonomskog rasta i ukupnog kapaciteta

prilagođavanja.

Eksterne pozicije većine posmatranih zemalja su se poboljšale poslednjih godina. Npr. prosečni bilansi tekućih transakcija na trogodišnjem nivou dodatno su poboljšani u 2016. i 2017. godini u gotovo svim zemljama koje su predmet revizije (deficitu su zabeleženi samo u Poljskoj, Rumuniji i Srbiji). U skoro svim zemljama koje su predmet revizije, negativne neto međunarodne investicione pozicije (kao udeo u BDP-u) su se smanjile, ali su ostale na visokim nivoima. U 2017. godini neto međunarodna investiciona pozicija bila je iznad indikativnog praga od -35% BDP-a u šest od osam zemalja (neto strana pasiva bila je najmanja u Češkoj sa -24,6% BDP-a, dok je Švedska beležila pozitivnu neto poziciju međunarodnih investicija od 10,4% BDP-a). Tokom petogodišnjeg perioda od 2013. do 2017. godine, u svim zemljama, osim u Švedskoj, došlo je do pozitivnog trenda povećanja učešća na izvoznim tržištima. Cene nekretnina nastavile su da rastu u svim zemljama koje su predmet revizije, ali je to usledilo nakon korekcije na nižem nivou u odnosu na visoke nivoe postignute u fazi pre krize.

Kvalitet institucionalnog okruženja još je jedan važan faktor u analizi održivosti ekonomske integracije i konvergencije. U svim posmatranim zemljama (izuzev Švedske) uklanjanje postojećih rigidnosti i prepreka efikasnom korišćenju i raspodeli faktora proizvodnje pomoglo bi da se poveća ekonomski potencijal. Često su izražene slabosti u poslovnom okruženju, relativno nizak kvalitet institucija, slabo upravljanje, korupcija. Pored ograničavanja potencijalnog ekonomskog rasta, institucionalno

okruženje takođe može da naruši sposobnost zemlje za servisiranje dugova, otežati ekonomska prilagođavanja, a, takođe, može da utiče na sposobnost date države da sprovede neophodne mere ekonomske politike. To može predstavljati rizik za ekonomsku otpornost i održivost konvergencije. Specifični institucionalni pokazatelji u velikoj meri potvrđuju ukupnu sliku slabog kvaliteta institucija i upravljanja u Hrvatskoj, Bugarskoj, Rumuniji, Mađarskoj i Srbiji.

8. ISPUNJENOST KRITERIJUMA KONVERGENCIJE U SRBIJI I DRŽAVAMA REGIONA 2018. GODINE

Kada su u pitanju zemlje regiona, odnosno Zapadnog Balkana, one parcijalno ispunjavaju kriterijume konvergencije, ali ispunjenost nekih kriterijuma ne govori o dobrom stanju tih ekonomija, već o nekim specifičnim okolnostima. Na primer, to što javni dug i deficit nisu visoki posledica je nedovoljnog vremena da se te zemlje zaduže. Stabilnost kursa posledica je, praktično, fiksnih deviznih režima kod većine tih zemalja.

U tabeli 2 može se videti da je kurs, odnosno dinamika njegovih promena, kao kriterijum praktično ispunjen u zemljama regiona mada nijedna od ovih zemalja (Albanija, S. Makedonija, Crna Gora, BiH, Srbija) nije u ERM II, što je obavezan uslov za ulazak u evrozonu. Javni dug je kod tri zemlje ispod kritičnog nivoa od 60% BDP-a, dok je konsolidovani budžetski deficit kod većine zemalja, osim Crne Gore, u zadatim okvirima. Većina ovih zemalja nema dugoročne obveznice u domicilnim valutama (Crnoj Gori evro ipak nije sopstvena valuta), tako da ne možemo imati jasnu sliku koliko bi iznosila dugoročna cena zaduživanja za date države u domaćim valutama. Inflacija je relativno niska, ali ipak nešto iznad referentne vrednosti za evrozonu za 2018. godinu (1,9%) kod Srbije i Albanije.

Konsolidovani budžet Srbije prešao je u blagi suficit poslednje dve godine (0,6%, odnosno 1,1% BDP-a), nakon decenija deficita. Javni dug lagano se smanjuje i već je od 2017. godine (58,7%) i posebno 2018. godine (54,5%) ispod kritičnog nivoa. Tokom tri godine posmatranog razdoblja, dinar, koji je u režimu fleksibilnog kursa, nije učestvovao u ERM II, ali kurs prema

Tabela 2: Nivo ispunjenosti četiri kriterijuma konvergencije u zemaljama regiona 2018. godine

	Inflacija (CPI)	Fiskalni deficit % BDP	Javni dug % BDP	Stabilnost valuta
Albanija	2,3%	-2,0%	66,0%	minimalne oscilacije
BiH	1,4%	-0,5%	34,9%	valutni odbor
Crna Gora	1,9%	-3,8%	70,0%	koristi se evro
S. Makedonija	1,6%	-2,7%	41,6%	minimalne oscilacije
Srbija	2%	0,6%	54,5%	minimalne oscilacije

Izvori: NBS, Ministarstvo finansija RS. http://bhas.gov.ba/data/Publikacije/Saopštenja/2019/PRI_01_2018_12_0_BS.pdf
<http://www.mfin.gov.rs/pages/article.php?id=14332>
<file:///C:/Users/goran/Downloads/2019%20Budget%20Law%20Proposal%20-%20Presentation.pdf>
<https://www.monstat.org/userfiles/file/publikacije/2019/2/1.indeksi.pdf>
https://www.cbcg.me/slike_i_fajlovi/fajlovi/fajlovi_publikacije/makroekonomski/iii_kv_2018/realni_sektor.pdf

evru nije bio preterano volatiln. Naime, prosečni kurs dinara prema evru je apresirao tokom 2018. godine u odnosu na prosečnu vrednost 2017. godine za 2,6% (tokom 2017. godine apresijacija je iznosila 1,5%, a tokom 2016. godine dinar je depresirao za 1,9%).

Kada su u pitanju dodatni kriterijumi, deficit tekućeg računa platnog bilansa Srbije značajno se povećao nakon 2016. godine, kada je iznosio relativno skromnih 2,9% BDP-a (na po 5,2% BDP-a u 2018. i 2017. godini). Neto međunarodna investiciona pozicija, inače nepovoljna i daleko od poželjnog nivoa od -35% BDP-a, nešto se popravila od 2016. godine, sa -94,5% BDP-a na -90,1% u 2017. godini, te -86,3% u 2018. godini. Poslednje godine rast realnih neto zarada (4,4%) nadmašio je rast produktivnosti (koji je iznosio 1%), što je povećavalo vrednost jediničnih troškova radne snage (NBS, 2019).

Zanimljivo je uporediti Srbiju sa Hrvatskom, koja je, svakako, daleko odmakla na ovom planu. U 2018. godini 12-mesečna prosečna stopa inflacije (HICP) u Hrvatskoj iznosila je 1,5%, tj. ispod referentne vrednosti od 1,9% za kriterijum stabilnosti cena. Tokom proteklih deset godina ova stopa je fluktuirala u relativno širokom rasponu, od -0,8% do 6,0%, a prosek za taj period je bio 1,8%. Tokom iste godine prosečna stopa inflacije u Srbiji iznosila je 2%, ali je desetogodišnji prosek znatno viši (čak 5,3%), iako se u poslednjih pet godina stopa rasta potrošačkih cena (CPI) od skromnih 2,2% (za naše uslove) približila evropskim standardima. Ipak, postoji određeni rizici u pogledu održivosti konvergencije inflacije u Hrvatskoj na duži rok, što je, takođe, slučaj u Srbiji. Tzv. „catching up“ proces verovatno

će rezultirati pozitivnim inflatornim razlikama u odnosu na evrozonu u obe zemlje. Radi sprečavanja prekomernih pritisaka na cene i makroekonomske neravnoteže, taj proces mora biti podržan odgovarajućim politikama, pored ostalih, održavanjem ukupne makroekonomske stabilnosti. Treba pomenuti da Narodna banka Srbije (NBS) već čitavu deceniju ima, kao i veliki broj drugih centralnih banaka, kao glavni kvantifikovani cilj targetiranje nivoa inflacije (tačnije indeksa potrošačkih cena: CPI). Od 2013. godine počinje naglo usporavanje međugodišnje inflacije, sa 12,2% na kraju 2012. godine na 2,2% u decembru 2013. godine. Od tada, inflacija je niska i stabilna i uporediva sa inflacijom u razvijenim evropskim zemljama. Inflacija u Srbiji se gotovo sve vreme od početka 2017. godine kreće u granicama novog, nižeg cilja od $3 \pm 1,5\%$, što je rezultat adekvatnih mera monetarne politike i njene pune koordinacije s merama fiskalne politike (NBS, 2019).

Dok je Srbija u poslednje dve godine beležila suficit konsolidovanog budžeta, kod Hrvatske je on bio u skladu sa kriterijumom iz Mاستrihta u 2017. godini (kao i u 2018. godini)³, dok je ratio dug/BDP kod Hrvatske bio iznad ciljanih 60%, iako se smanjivao u skladu sa referentnim vrednostima za smanjenje duga Pakta o stabilnosti i rastu.⁴ S druge strane, Srbija je već

3 Pre toga, Hrvatska je bila podvrgnuta korektivnom mehanizmu Pakta za stabilnost i rast u 2014. godini i izašla iz procedure prekomernog deficita u junu 2017. godine.

4 Hrvatska se, inače, suočava sa visokim rizikom održivosti javnog duga na srednji rok. Rizici proizilaze iz nepovoljnih demografskih i emigracionih trendova, kao i iz potencijalnih dužničkih obaveza.

tokom 2017. godine smanjila ovaj ratio na ispod 60% i nema većih rizika da bi se mogli pojaviti problemi u tom pogledu, imajući u vidu opadajuću putanju ovog pokazatelja.

U dvogodišnjem referentnom periodu od 4. maja 2016. godine do 3. maja 2018. godine hrvatska kuna nije učestvovala u ERM II, već se trgovala pod kursnim režimom čvrsto upravljano kursa valute. Kurs kune prema evru u proseku je pokazao nizak nivo volatilnosti u referentnom razdoblju. Na primer, 12. marta 2019. godine kurs je iznosio 7,41 kuna za evro, odnosno bio je tek za 1,1% jači od prosečnog nivoa u maju 2016. godine. U isto vreme, dinar je, takođe, bio stabilan iako je Srbija još uvek daleko od participacije u ERM II. Naime, kurs prema evru od maja 2016. godine do marta 2019. godine bio je vrlo stabilan, vrlo retko oscilirajući preko 1% od prosečne vrednosti za 2017. i 2018. godinu. Istina, prosečni kurs dinara je posle depresijacije tokom 2016. godine nominalno apresirao prema evru u 2017. i 2018. godini, ali to je bio veoma postepen proces.

Tekući i kapitalni račun platnog bilansa Hrvatske poboljšao se u poslednjih deset godina, a neto inostrana pasiva zemlje je opala, ali je i dalje visoka (-61,3% BDP-a 2017. godine). Sličan je slučaj sa Srbijom koja ipak ima znatno viši nivo inostrane pasive (-90,1% BDP-a 2017. godine, te -86,3% BDP-a 2018. godine) što, svakako, nije dobar pokazatelj i daleko je od referentne vrednosti (-35% BDP-a). Deficit tekućih transakcija Srbije rastao je nakon 2016. godine (kada je bio umerenih 2,9% BDP-a), dostižući 5,2% BDP-a u 2017. i 2018. godini, sa projektovanim blagim rastom i u 2019. godini što je, takođe, zabrinjavajuća tendencija. Hrvatska, s

druge strane, već pola decenije beleži suficit tekućih transakcija, koji je u 2017. godini iznosio 3,5% BDP-a.

U referentnom periodu od aprila 2017. do marta 2018. godine, dugoročne kamatne stope u Hrvatskoj u proseku iznosile su 2,6% i tako su ostale ispod referentne vrednosti od 3,2% za kriterijum konvergencije kamatnih stopa. Dugoročne kamatne stope u Hrvatskoj smanjile su se od 2009. godine, pri čemu su se prosečne 12-mesečne stope smanjile sa oko 8% na ispod 3%. Kada je u pitanju Srbija, na domaćem tržištu faktički su se tek 2018. godine pojavile državne dinarske obveznice emitovane na 10 godina (jedan pokušaj u 2014. godini doneo je visoku stopu prinosa od 12,99% koja se pokazala kao „nepodnošljivo“ visoka za emitera). Prinos na njih opadao je tokom godine, sa 5,35% na 4,8%, što je za naše uslove relativno nisko, iako iznad referentne vrednosti za evrozonu. Razloge za ovo kašnjenje valja tražiti u visokom stepenu „eurizacije“ našeg tržišta (npr. državne obveznice denominirane u evrima nose znatno niži prinos: 3,25% – 16.01.2019. god.).⁵

Nameće se zaključak da postizanje okruženja koje bi vodilo održivoj konvergenciji u obe zemlje zahteva ekonomsku politiku orijentisanu ka stabilnosti i široke strukturne reforme, čiji je cilj povećanje ukupne produktivnosti i potencijalnog rasta ekonomije. Posebno treba preduzeti mere za poboljšanje institucionalnog i poslovnog okruženja (i standarda korporativnog upravljanja) u obe zemlje, za jačanje konkurencije na tržištima proizvoda, za smanjenje

⁵ www.javnidug.gov.rs/upload/Bilteni/2019%20Mesecni/Mesecni%20izvestaj%20Uprave%20za%20javni%20dug%20-%20LAT%20Januar%202019.pdf

neusklađenosti na tržištu rada, kao i za unapređenje efikasnosti javne uprave i pravosudnog sistema.

9. ZAKLJUČAK

Postavlja se pitanje u kojoj meri Srbija ispunjava pet kvantifikovanih kriterijuma. Činjenica je da su tri od pet ciljeva trenutno ispunjeni: nivo javnog duga je trenutno ispod 60%, kurs je stabilan, fiskalni deficit je ispod 3%. Inflacija je tik iznad referentnih 1,9%, ali je prinos na dinarske 10-godišnje obveznice znatno iznad potrebnih 3,2%. Kada su u pitanju dodatni kriterijumi, treba reći da je deficit tekućeg računa sa 5,2% izvan poželjnog intervala (koji je od -4% BDP-a do 6% BDP-a), dok je nepovoljna neto inostrana investiciona pozicija znatno veći problem (čak -86,3% BDP-a). Istina, negativne neto međunarodne investicione pozicije su van referentnih vrednosti i u većini zemalja EU koje treba da usvoje evro. Ovde treba dodati da su neto strane pasive zemalja centralne i istočne Evrope uglavnom u direktnim stranim investicijama, koje se ocenjuju kao stabilan oblik finansiranja (udeo neto SDI u BDP-u Srbije više je nego dupliran od 2014. godine kada je iznosio 3,5%, na čak 7,5% 2018. godine). Tokom petogodišnjeg perioda od 2013. do 2017. godine, u skoro svim zemljama koje teže usvajanju evra došlo je do pozitivnog trenda povećanja učešća na izvoznim tržištima, što je slučaj i u Srbiji (zbirni udeo robnog izvoza i uvoza porastao je na 89,3% BDP-a u 2018. godini, sa 87,9% 2017. godine i 83,1% 2016. godine). Cene nekretnina nastavile su da rastu u svim posmatranim državama, isto kao i reporni indeks cena nekretnina za Srbiju (Domex NKOSK) koji je, faktički,

konstatno rastao od trećeg kvartala 2016. godine do kraja 2018. godine (kumulativno za 5,5%)⁶. Posmatrajući stopu nezaposlenosti, Srbija sa 12,9% na kraju 2018. godine lošije stoji od „oficijelnih kandidata“ za evrozonu (i od reporne maksimalne vrednosti od 10%), ali je ona na pozitivnoj opadajućoj putanji (istina, dobrim delom uslovljenoj demografskim slomom u praktično svim državama regiona). Na kraju, česte slabosti u poslovnom okruženju, relativno nizak kvalitet institucija, slabo upravljanje i korupcija su institucionalni pokazatelji koji u velikoj meri potvrđuju ukupnu sliku slabog kvaliteta institucija i upravljanja u Srbiji, ali to je slučaj i u svim njenim susednim zemljama, uključujući i one koje teže ulasku u evrozonu.

Pored ispunjenja kvantifikovanih ciljeva, zemlja mora biti članica EU, što se trenutno čini najtežom preprekom za Srbiju. Pre ulaska u evrozonu treba biti i u tzv. Evropskom valutnom mehanizmu što, pre svega, podrazumeva relativnu stabilnost valute u roku od dve godine. Da bi Srbija uvela evro, potrebno je provesti barem dve godine, i to uspešno, u ERM II. S druge strane, u ERM II moguće je ući tek po ulasku u EU. Fluktuacije kursa dinara prema evru značajno su opale nakon 2013. godine. Dodatno, pred ulazak u EU biće potrebno liberalizovati u celosti kapitalne transakcije. Ohrabrujuće je što su one već sada najvećim delom liberalizovane, tako da ne bi trebalo očekivati veće promene tokova kapitala po toj osnovi. Međutim, u kontekstu „catching-up“ procesa (realne konvergencije), posebno ako se on primarno manifestuje u apresijacijskim

6 <http://www.nkosk.rs/content/domex-indeks-cena-nepokretnosti-nacionalne-korporacije-za-osiguranje-stambenih-kredita>

pritisćima (a ne u višim stopama inflacije), može se reći da postoji određena doza neizvesnosti u pogledu održavanja kursa u uskim okvirima fluktuacije (ovde se ne misli na $\pm 15\%$, koliko će biti potrebno u prvoj fazi boravka u ERM II, već na $\pm 2,25\%$, u periodu od najmanje dve godine pred ulazak u evrozonu). Do ulaska Srbije u ERM II treba oceniti najprimereniju vrednost središnjeg pariteta dinara prema evru, a to je poduhvat koji se ne može meriti s poslom tehničkog usklađivanja metodologije (gde je Srbija ostvarila određen napredak poslednjih godina). Indikativno je iskustvo Hrvatske, koja ne samo da održava stabilnost kursa već ima i režim kursa kompatibilan sa ERM II, ali ipak ne može formalno tvrditi da ispunjava uslov (dvogodišnjeg) članstva u ERM II.

LITERATURA

1. Bershidsky, Leonid (2019). Why Eastern Europe Doesn't Want to Join the Euro. Bloomberg, March 6, 2019. <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2019-03-06/andrej-babis-expresses-east-europe-s-disdain-for-the-euro>
2. CEP (2019). Germany gains most from euro introduction (Alessandro Gasparotti & Mathias Kullas). <https://www.dw.com/en/cep-study-germany-gains-most-from-euro-introduction/a-47675856>
3. Darvas, Zsolt (2018). Should central European EU members join the euro zone? Bruegel, September 11, 2018. <http://bruegel.org/2018/09/should-central-european-eu-members-join-the-euro-zone>
4. European Commission (2018). „Commission Recommendation of 5.12.2018 on the international role of the euro in the field of energy“, C(2018) 8111/2 https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/communication_towards_a_stronger_international_role_of_the_euro.pdf
5. ECB (2018). Convergence Report. May 2018. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/ecb.cr201805.en.pdf?ee1c3b309ded218fe2785c36ce4d65ba>
6. Frankel, Jeffrey (2019). The Euro's First 20 Years. Jan. 25, 2019. <https://www.project-syndicate.org/commentary/eurozone-20-year-anniversary-failures-successes-by-jeffrey-frankel-2019-01>
7. Gros, Daniel (2019). The Mirage of a Global Euro. Project-Syndicate, Feb. 6, 2019. <https://www.project-syndicate.org/commentary/euro-dollar-global-reserve-currency-by-daniel-gros-2019-02>
8. NBS (2019). Izveštaj o inflaciji, februar 2019.
9. Papadia, Francesco & Efstathiou, Konstantinos (2018). The euro as an international currency. Bruegel, *Policy Contribution Issue* No 25, December 2018. http://bruegel.org/wp-content/uploads/2018/12/PC-25_2018.pdf
10. Ribakova, Elina (2019). How the EU could transform the energy market: The case for a euro crude-oil benchmark. Bruegel, February 13, 2019 <http://bruegel.org/2019/02/how-the-eu-could-transform-the-energy-market-the-case-for-a-euro-crude-oil-benchmark/>

Primljen/Received: 11.9.2019.
Prihvaćen/Accepted: 23.9.2019.

UDC 336.226.3(497.11)
Pregledni red

EMPIRIJSKA ANALIZA EFIKASNOSTI POREZA NA DODATU VREDNOST U REPUBLICI SRBIJI

EMPIRICAL ANALYSIS OF VALUE ADDED TAX EFFICIENCY IN THE
REPUBLIC OF SERBIA

Branimir KALAŠ
Univerzitet u Novom Sadu
Ekonomski fakultet u Subotici
branimir.kalas@ef.uns.ac.rs

Vera MIROVIĆ
Univerzitet u Novom Sadu
Ekonomski fakultet u Subotici
vera.mirovic@ef.uns.ac.rs

Nada MILENKOVIĆ
Univerzitet u Novom Sadu
Ekonomski fakultet u Subotici
nadam@ef.uns.ac.rs

Sažetak

Sistem poreza u Republici Srbiji dominantno je uslovljen indirektnim poreskim oblicima, pri čemu se posebno izdvajaju porez na dodatu vrednost i akcize. Naime, ovi poreski oblici generišu najviše prihoda u budžetu Republike Srbije. Cilj rada usmeren je na utvrđivanje efikasnosti poreza na dodatu vrednost koji predstavlja najizdašniji poreski oblik u budžetu Republike Srbije. Rad analizira efikasnost prihoda po osnovu ovog poreskog oblika za vremenski period 2005–2018. godina. Istraživanje uključuje merenje i analizu pokazatelja efikasnosti ER i CER korišćenjem nominalnog bruto domaćeg proizvoda i finalne potrošnje domaćinstva, kao i standardne stope i prihoda po osnovu poreza na dodatu vrednost. Empirijski rezultati su pokazali da prosečna vrednost ER pokazatelja iznosi 57,2, dok je vrednost CER pokazatelja 64,4 na prosečnom nivou u posmatranom vremenskom periodu.

Ključne reči: porez na dodatu vrednosti, efikasnost, prihodi, Republika Srbija.

Abstract

Tax system in the Republic of Serbia is predominantly determined by indirect tax forms with particular emphasis on value added tax and excises. Namely, these tax forms generate most of the budget revenue. The aim of this paper is to determine value added tax efficiency which is the most generous tax form in the budget of the Republic of Serbia. The paper analyses revenue efficiency from this tax form for the period 2005–2018. The study includes measurement and analysis of efficiency indicators such as ER and CER using nominal gross domestic product and household final consumption as well as standard value added tax rate and value added tax revenues. The empirical results show that average value of ER indicator is 57.2, while CER is 64.4 at average level in the observed period.

Key words: *value added tax, efficiency, revenues, the Republic of Serbia.*

JEL: H25.

TEORIJSKI OSVRT NA POREZ NA DODATU VREDNOST

Porezi bi trebalo da zauzimaju značajno mesto u ekonomskoj politici svake zemlje, pri čemu njihovo učešće i nivo moraju biti definisani na odgovarajućem nivou kako bi se ostvarili pozitivni efekti na ekonomske tokove. Suština poreskih oblika manifestuje se u potrebi prikupljanja neophodnih sredstava kako bi se kreirali uslovi za odgovarajuće finansiranje rashoda države. Ovakav način sagledavanja poreza može se identifikovati kao primarni fiskalni cilj, gde se mora uvažiti i njihov kontekst u društvenom, političkom, ekonomskom i kulturološkom razvoju zemlje. Tu se, prvenstveno, misli na snažnu povezanost sa ekonomskom, socijalnom i demografskom politikom države (Kalaš et al. 2017).

Posmatrajući učešće poreza na svetskom nivou, prisutan je rastući trend poreskih prihoda po osnovu indirektnog oporezivanja u smislu većeg prisustva poreza na dodatu vrednost. Upotreba poreza na potrošnju omogućava posredno oporezivanje dohotka poreskih obveznika u momentu njegovog trošenja. Indirektno oporezivanje manifestuje izdašnost poreskih oblika i stabilnost izvora javnih prihoda, pri čemu je izražen određeni stepen ugodnosti prilikom plaćanja ovih poreza. S druge strane, njihova regresivnost doprinosi istom poreskom opterećenju i činjenici da su subjekti sa nižim dohotkom više opterećeni u odnosu na subjekte sa višim nivoom dohotka. Gok-See et al. (2018) navode regresivnost poreza na dodatu vrednost kroz smanjenje raspoloživog dohotka sa niskim prihodima. Ovaj poreski oblik

dovodi do poreske nejednakosti što izaziva negativne implikacije na ekonomsku efikasnost.

U svojoj analizi Piggot i Whalley (2001) utvrdili su da porez na dodatu vrednost dovodi do nižeg stepena društvenog blagostanja zbog višeg nivoa neefikasne neformalne proizvodnje, što je potvrđeno i u studiji Shahe i Stiglitz (2005). S druge strane, Arsić i Altiparmakov (2013) navode da su uverenja o regresivnosti precenjena i slabo utemeljena u ekonomskoj stvarnosti emergentnih evropskih zemalja. Krugman et al. (1992) tvrde da je porez na dodatu vrednost superiorno sredstvo za poboljšanje efikasnosti naplate poreza što rezultira i u većoj ekonomskoj efikasnosti i boljoj redistribuciji državnih rashoda. Ekonomska efikasnost odnosi se na sposobnost potpune upotrebe faktora proizvodnje kako bi proizveli određeni nivo ekonomske proizvodnje. To podrazumeva da će ekonomski neefikasna zemlja izgubiti konkurentne prednosti na dugi rok zbog neuspeha u alokaciji resursa, što će se, nesumnjivo, odraziti na dugoročni ekonomski razvoj. Po autorima Johansson et al. (2008), kao i Arnold et al. (2011) porez na dodatu vrednost češće se preferira prilikom poreskih reformi širom sveta, zbog činjenice da je uticaj datog poreskog oblika na ekonomsku proizvodnju manje štetan u odnosu na efekte direktnih poreza. U svojoj analizi Bikas i Rashkauskas (2011) ističu da svako sužavanje ili proširivanje oporezive osnovice utiče na iznos prihoda po osnovu ovog poreskog oblika.

Kod poreza na dodatu vrednost pojavljuje se mogućnost direktnog oporezivanja koja podrazumeva metod sabiranja i metod oduzimanja. Kod

prvog metoda dolazi do sabiranja svih elemenata cene koji kreiraju dodatu vrednost, dok se kod drugog metoda odbija poreska vrednost prometa iz prethodne faze od ukupne vrednosti prometa u sledećoj fazi oporezivanja prometnog ciklusa. S druge strane, kod indirektnog oporezivanja dodate vrednosti dolazi do determinisanja poreske osnovice na način da se odbije porez na promet plaćen u prethodnoj fazi od ukupnog poreza na promet (Ristić, Ristić, 2014).

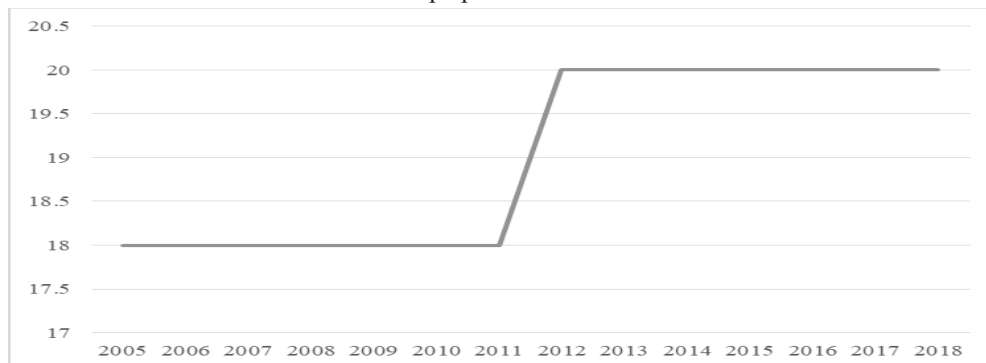
ZNAČAJ I ULOGA POREZA NA DODATU VREDNOST U REPUBLICI SRBIJI

Porez na dodatu vrednost primenjuje se više od šest decenija i kao takav ne predstavlja novitet u teoriji i praksi finansija (Kalaš i Milenković, 2017). Francuska je prva zemlja u kojoj je davne 1954. godine implementiran ovaj poreski oblik (Shenk i Oldman, 2007). Porez na dodatu vrednost predstavlja opšti porez na potrošnju koji se obračunava i plaća na isporuku dobara i pružanje usluga u svim fazama

proizvodnje i prometa dobara i usluga uključujući i njihov uvoz. Od 1. januara 2005. godine ovaj poreski oblik je uveden u Srbiji kao zamena za porez na promet proizvoda i usluga. Upravo Keen i Lockwood (2010) ističu da je porez na dodatu vrednost daleko efikasniji od poreza na promet jer nadoknađuje gubitak prihoda od smanjenja tarifa u slučaju liberalizacije trgovine.

Uvođenje ovog poreskog oblika bilo je motivisano razlozima kao što su uspostavljanje prihodno efikasnijeg i pravednijeg poreza na potrošnju, efikasnost u borbi protiv sive ekonomije, kao i neutralnost u spoljnotrgovinskim transakcijama. Takođe, jedan od preduslova učlanjenja u EU predstavlja uvođenje opšteg poreza na potrošnju u vidu poreza na dodatu vrednost (<http://www.poreskauprava.gov.rs/sr/pr eduzetnici/pdv/opste-o-pdv.html>). Kod poreza na dodatu vrednost primenjuju se standardna (opšta) stopa od 20%, odnosno posebna stopa od 10%, pri čemu u sistem plaćanja ulaze pravna lica i preduzetnici čiji ukupan promet prelazi 8.000.000 dinara.

Grafikon 1: Stopa poreza na dodatu vrednost



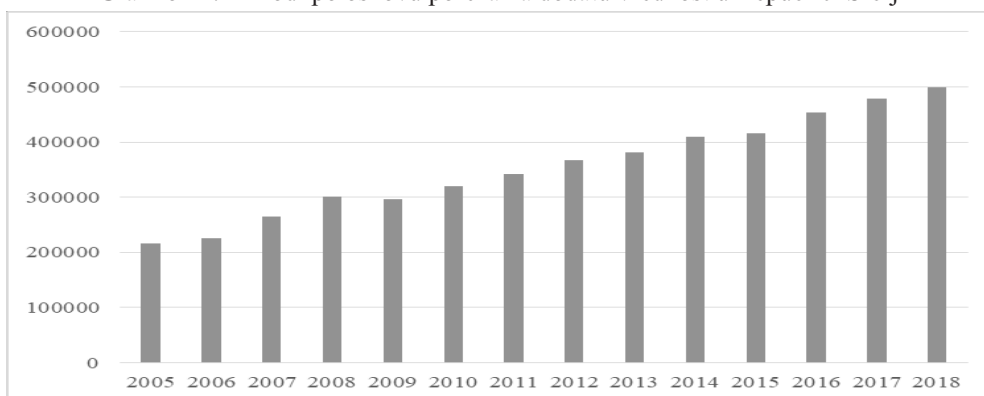
Izvor: Autori na osnovu <https://home.kpmg/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/indirect-tax-rates-table.html>

Na grafikonu 1 predstavljena je standardna stopa poreza na dodatu vrednost u Srbiji za vremenski period 2005–2018. godina. Prilikom uvođenja ovog poreskog oblika, opšta stopa definisana je na nivou od 18% i taj nivo je zadržan do 2012. godine kada je došlo do povećanja za 2%. U periodu 2012–2018. godina, standardna stopa poreza na dodatu vrednost bila je na nivou od 20%, što ukazuje na određenu stabilnost i predvidivost ovog poreskog oblika. Iako je došlo do povećanja PDV stope, ona je i dalje niža u odnosu na prosek zemalja EU, dok je, s druge strane, prosečna stopa PDV iznad proseka zemalja OECD-a (Kalaš, Milenković, 2017). Takođe, Andrašić et al. (2017) ističu da Srbija, Bugarska i Slovačka imaju najnižu stopu poreza na dodatu vrednost u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope.

čemu je u 2018. godini dostignut maksimalan nivo prihoda od 499.828 miliona dinara. S druge strane, najniži nivo poreskih prihoda je evidentiran 2009. godine kao posledica naglašenijeg usporavanja ekonomskih tokova u Srbiji. Emin et al. (2007) navode da su prihodi po osnovu poreza na dodatu vrednost najosetljiviji prilikom promene bruto domaćeg proizvoda.

Posmatrajući kretanje prihoda po osnovu poreza na dodatu vrednost na grafikonu 3, može se uočiti pozitivan trend tokom celokupnog vremenskog perioda, osim 2009. godine kada je zabeležen niži nivo poreskih prihoda. Naime, tada je došlo do smanjenja poreskih prihoda za 1,58%, dok je najveći rast poreskih prihoda od 17,88% zabeležen u 2007. godini. U periodu 2010–2014. godina prihodi po osnovu poreza na dodatu vrednost prosečno

Grafikon 2: Prihodi po osnovu poreza na dodatu vrednost u Republici Srbiji



Izvor: Autori na osnovu <https://www.mfin.gov.rs/pages/issue.php?id=1568>

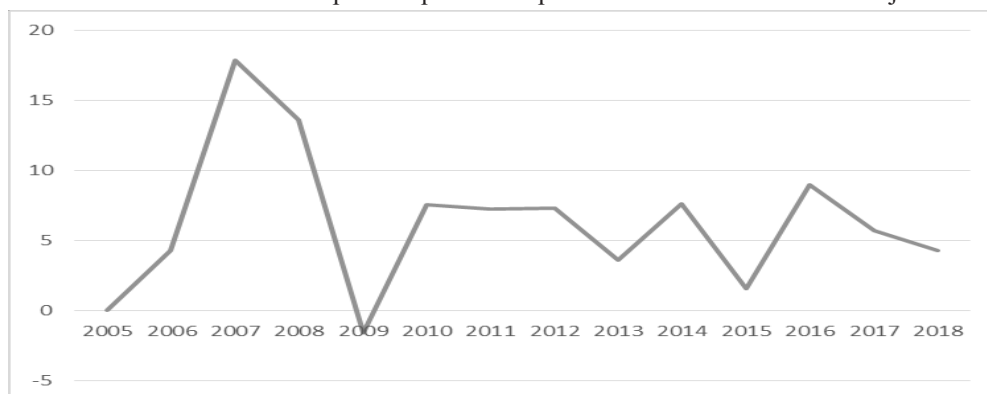
Nakon prikazivanja standardne stope poreza na dodatu vrednost, na grafikonu 2 predstavljeno je kretanje prihoda po osnovu ovog poreskog oblika za definisani vremenski period. Primetno je kumulativno povećanje prihoda od 283.821 milion dinara, pri

rastu za 6,65%, dok je u poslednje četiri godine taj rast iznosio 5,14%. Kao što je navedeno, prihodi po osnovu ovog poreskog oblika imaju rastući trend, pri čemu je identifikovan prosečan rast od 5,98% za vremenski period 2005–2018. godina.

Analizirajući učešće poreskih prihoda po osnovu glavnih poreskih oblika, na grafikonu 4 može se uočiti dominantno učešće poreza na dodatu vrednost (41,56%), kao i akciza (24,12%) u 2018. godini.

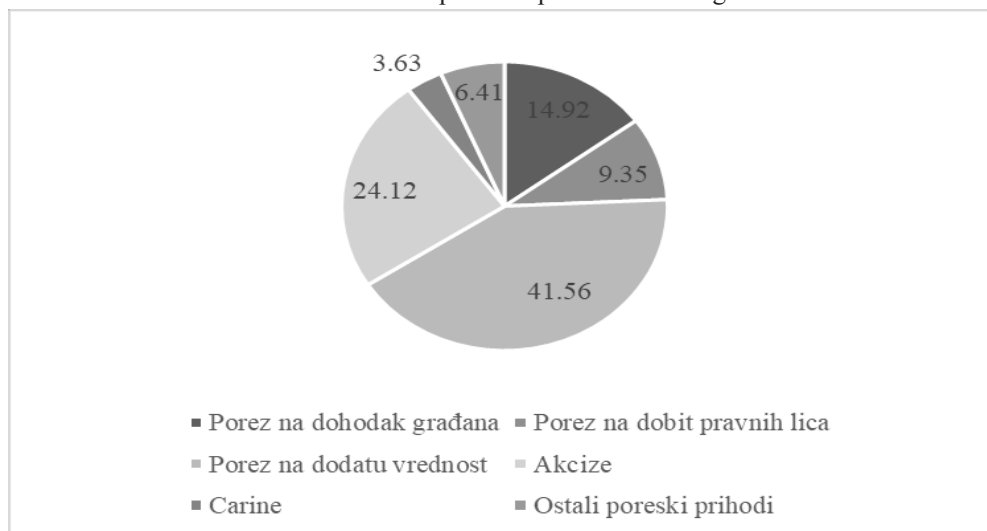
Prihodi po osnovu ostalih poreskih oblika čine manje od 35% ukupnih poreskih prihoda, pri čemu carine imaju daleko najmanje učešće od 3,63%.

Grafikon 3: Promena prihoda po osnovu poreza na dodatu vrednost u Srbiji



Izvor: Autori na osnovu <https://www.mfin.gov.rs/pages/issue.php?id=1568>

Grafikon 4: Učešće poreskih prihoda u 2018. godini



Izvor: Autori na osnovu <https://www.mfin.gov.rs/pages/issue.php?id=1568>

EFIKASNOST POREZA NA DODATU VREDNOST U SRBIJI

U ovom segmentu istraživanja analizirana je efikasnost poreza na dodatu vrednost sa aspekta prikupljenih prihoda i standardne stope ovog poreskog oblika. U analizi su korišćena dva fundamentalna indikatora efikasnosti ER (Efficiency Ratio) i CR (C-Efficiency Ratio) za vremenski period 2005–2018. godina. Hodžić i Celebi (2017) definišu ER kao:

$$ER = \frac{R}{Y * r} * 100$$

R – PDV prihodi;

Y – nominalni BDP;

r – standardna PDV stopa;

dok se CER izražava kao:

$$CER = \frac{R}{FCxr} * 100$$

R – PDV prihodi;

FC – finalna potrošnja domaćinstva;

r – standardna PDV stopa.

Hodžić i Celebi (2017) su analizirali efikasnost poreza na dodatu vrednost u dvadeset osam zemalja članica EU i Turskoj za vremenski period 2009–2013. godina. Empirijski rezultati su pokazali da je najviši rasio efikasnosti 50,8 zabeležen u Hrvatskoj u 2013. godini, dok je najniža vrednost identifikovana u Irskoj (ER=25,2). S druge strane, ova studija ističe Luksemburg kao ekonomiju sa daleko najvišim ratiom c-efikasnosti (CER=88), dok su Italija i Grčka na začelju analiziranih zemalja (pokazatelj efikasnosti ispod 35).

Kako bi se utvrdila efikasnost poreza na dodatu vrednost u Srbiji, autori su koristili dva standardna indikatora efikasnosti kao što su ER i CER. Prosečna vrednost ER iznosi 57,2, pri čemu je 2012. godine zabeležen pad od 5,9 što se može pripisati povećanju standardne stope poreza na dodatu vrednost sa 18% na 20%. S druge strane, vrednost indikatora CER je opala 2013. godine za 6,2 što predstavlja najveće smanjenje u posmatranom vremenskom periodu. Razlog manje vrednosti u 2013.

Tabela 1: Pokazatelji efikasnosti poreza na dodatu vrednost u Srbiji

Godine	ER	%ER	CER	%CER
2005	58.5	-	67.1	-
2006	57.9	-0.6	66.1	-1.0
2007	58.1	+0.2	65.2	-0.9
2008	58.2	+0.1	64.8	-0.4
2009	58.7	+0.5	65.6	+0.8
2010	58.1	-0.6	66.5	-0.9
2011	58.8	+0.7	65.9	-0.6
2012	52.9	-5.9	66.3	+0.4
2013	55.1	+2.2	60.1	-6.2
2014	54.6	-0.5	66.5	+6.4
2015	56.6	+2.0	61.8	-4.7
2016	57.6	+1.0	62.2	+0.4
2017	57.5	-0.1	61.9	-0.3
2018	57.8	+0.3	61.4	-0.5

Izvor: Kalkulacija autora

godini može se tražiti u slabijoj naplati poreza na dodatu vrednost (Fiskalni savet, 2015), pri čemu je u 2015. godini identifikovan sličan pad od 4,7. Ukoliko se analizira kumulativna efikasnost datih indikatora, primetno je povećanje ER za 0,3, odnosno smanjenje CER za 5,7 (tabela 1).

ZAKLJUČAK

Porez na dodatu vrednost predstavlja najvažniji poreski oblik u sistemu poreza u Republici Srbiji sa aspekta izdašnosti i generisanja prihoda. Indirektni porezi imaju značajno veće učešće u strukturi poreza, pri čemu se, pored poreza na dodatu vrednost, izdvajaju i akcize. Naime, učešće poreza na dodatu vrednost i akciza prelazi 65% ukupnih poreskih prihoda, što dovoljno govori o njihovoj relevantnosti za celokupni poreski sistem. Empirijska analiza je uključila merenje i ocenjivanje efikasnosti prihoda po osnovu poreza na dodatu vrednost u Republici Srbiji za vremenski period 2005–2018. godina. Korišćenjem pokazatelja efikasnosti ER i CER putem nominalnog bruto domaćeg proizvoda i finalne potrošnje domaćinstva, kao i standardne stope i prihoda po osnovu poreza na dodatu vrednost, empirijski rezultati su pokazali da prosečna vrednost ER pokazatelja iznosi 57,2, dok je vrednost CER pokazatelja 64,4 na prosečnom nivou u posmatranom vremenskom periodu. Rezultati su pokazali da je stepen efikasnosti naplate prihoda po osnovu poreza na dodatu vrednost na zadovoljavajućem nivou sa tendencijom da se postojeća efikasnost poboljša uz viši stepen kontrole i naplate od strane poreskih vlasti.

LITERATURA

1. Andrašić, J., Milenković, I., Milenković, N. (2017). Analiza faktora eksternog rasta u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope, *Anali Ekonomskog fakulteta u Subotici*, 53(38), 173–185.
2. Arnold, J. M., Brys, B., Heady, C., Johansson, A., Schweltnus, C., Vartia, L. (2011). Tax Policy for Economic Recovery and Growth. *The Economic Journal*, 121(550), 59–80.
3. Arsić, M., Altiparmakov, N. (2013). Equity Aspects of VAT in Emerging European Countries: A Case Study of Serbia, *Economic Systems*, 37(2), 171–186.
4. Bikas, E., Rashkauskas, J. (2011). Value Added Tax Dimension: The Case of Lithuania, *Ekonomika*, 90(1), 22–38.
5. Emin, M., Acar, A., Arslan, E. (2007). Turk Vergi Sisteminde KDV Uygulamasive Etkinliginin Analizi (VAT Practices and Efficiency Analysis in Turkish Taxation System). *MaliyeDergisi*, 153, 24–50.
6. Fiskalni savet (2015). *Fiskalna konsolidacija 2012-2014. vs. 2015-2017: Ovog puta je drugačije*. Analize, stavovi i predlozi, Republika Srbija, dostupno na: http://www.fiskalnisavet.rs/doc/analize-stavovi-predlozi/fiskalna_konsolidacija_2012-14_vs_2015-17.pdf
7. Hodžić, S., Celebi, H. (2017). Value-added tax and its efficiency: EU-28 and Turkey. *UTMS Journal of Economics*, 8(2), 79–90.

8. Johansson, A., Heady, C., Arnold, C., Brys, B., Vartia, L. (2008). Tax and Economic Growth. OECD Publishing, *OECD Economic Department Working Paper No. 620*.
9. Kalaš, B., Milenković, N. (2017). The role of value added tax in the economy of Serbia. *Ekonomika*, 63(2), 69–78.
10. Kalaš, B., Mirović, V., Andrašić, J. (2017). Struktura poreza u Republici Srbiji. *Finansije*, 1-6/2017, 7–18.
11. Keen, M., Lockwood, B. (2010). The Value Added Tax: Its Causes and Consequences. *Journal of Development Economics*, 92(2), 138–151.
12. Krugman, P., Alm, J., Collins, S., Remolina, F. (1992). Transforming the Philippine Economy. Quezon City: APO Production Unit, Inc.
13. Piggot, J., Whalley, J. (2001). VAT Base broadening, Self-Supply, and the Informal Sector. *American Economic Review*, 91(4), 1084–1094.
14. Ristić, K., Ristić, Ž. (2014). *Fiskalna ekonomija i menadžment javnog sektora*. EtnoStil d.o.o, Beograd.
15. Shahe, E. M., Stiglitz, J. (2005). On Selective Indirect Tax Reform in Developing Countries. *Journal of Public Economics*, 89, 599–623.
16. Shenk, A., Oldman, O. (2007). *Value Added Tax: A comparative Approach*. New York, Cambridge University Press.
17. Sok-Gee, C., Zulkufly, R., Mustapha Mohd Z. (2018). Value-added Tax and Economic Efficiency: Role of Country Governance. *Panoeconomicus*, Advance online publication, 1–37.
18. <https://home.kpmg/vg/en/home.html> preuzeto 20.07.2019. <https://home.kpmg/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/indirect-tax-rates-table.html>
19. <https://www.mfin.gov.rs/> preuzeto 27.07.2019. sa <https://www.mfin.gov.rs/pages/issue.php?id=1568>
20. <http://www.poreskauprava.gov.rs/> preuzeto 15.08.2019. sa <http://www.poreskauprava.gov.rs/sr/preduzetnici/pdv/opste-o-pdv.html>

Primljen/Received: 1.9.2019.
Prihvaćen/Accepted: 11.10.2019.

UDC 336.76(4-664)
336.226.142.2(497.11)
Pregledni red

POREZ NA DOBITAK I FINANSIJSKA STRUKTURA U TRANZICIONIM DRŽAVAMA: SLUČAJ REPUBLIKE SRBIJE

CORPORATE INCOME TAX AND FINANCIAL STRUCTURE IN TRANSITION COUNTRIES: A CASE OF THE REPUBLIC OF SERBIA

Stefan VRŽINA¹
Univerzitet u Kragujevcu
Ekonomski fakultet, Kragujevac
stefan.vrzina@kg.ac.rs

Sažetak

Uprkos velikom broju prethodnih istraživanja, uticaj poreza na dobitak na finansijsku strukturu preduzeća nije dovoljno jasan. Većina teorija strukture kapitala i finansijske strukture nastala je u razvijenim državama sa razvijenim tržištem kapitala i visokim stopama poreza na dobitak. S tim u vezi, jasno je da pozajmljeni izvori imaju povoljniji poreski tretman u poređenju sa sopstvenim izvorima finansiranja. Međutim, i dalje je nejasno da li preduzeća teže da povećaju zaduženost kako bi ostvarila poreske uštede. Cilj rada je ispitivanje uticaja poreza na dobitak na finansijsku strukturu preduzeća u Republici Srbiji (RS), kao tranzicionoj državi i kandidatu za članstvo u Evropskoj uniji. Istraživanje u ovom radu je pokazalo da preduzeća u RS ne uzimaju u obzir porez na dobitak prilikom odlučivanja o finansijskoj strukturi. Ograničena dostupnost pozajmljenih izvora, visoke kamatne stope na bankarske kredite, niske efektivne stope poreza na dobitak i postojanje nedužničkih poreskih štitoa objašnjavaju takav nalaz. Uprkos povećanju propisane i efektivne stope poreza na dobitak, preduzeća u RS su smanjila zaduženost u periodu nakon povećanja poreskog opterećenja. Istraživanje je, takođe, pokazalo da su kratkoročne obaveze važan izvor finansiranja preduzeća u RS, što ukazuje na to da je finansijska struktura važniji koncept u odnosu na strukturu kapitala.

Ključne reči: porez na dobitak, struktura kapitala, finansijska struktura, tržište kapitala, tranzicione države, Republika Srbija.

¹ Autor je angažovan kao istraživač-pripravnik u okviru projekta br. 47005 Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije.

Abstract

Despite a number of prior research, the impact of corporate income tax on company financial structure is not clear enough. Most of the capital structure and financial structure theories have been created in developed countries with developed capital market and high corporate income tax rates. In this regard, it is clear that borrowed sources have favorable tax treatment compared to equity financing sources. However, it is still unclear whether companies tend to increase leverage to achieve tax savings. An objective of the paper is to examine the impact of corporate income tax on financial structure of companies in the Republic of Serbia (RS), as a transition country and candidate for European Union membership. Research in this paper showed that companies in the RS do not consider corporate income tax when deciding on financial structure. This finding is explained by limited availability of borrowed sources, high interest rates on bank loans, low effective corporate income tax rate and the existence of non-debt tax shields. Despite an increase in statutory and effective corporate income tax rates, companies in the RS reduced leverage in period after tax burden increase. Research also showed that current liabilities are important source of finance of companies in the RS, suggesting that financial structure is more important concept than capital structure.

Key words: *corporate income tax, capital structure, financial structure, capital market, transition countries, the Republic of Serbia.*

JEL: M41, G32.

UVOD

Uprkos višedecenijskim istraživanjima u oblasti finansija preduzeća, univerzalna teorija o finansijskoj strukturi još uvek nije razvijena (Myers, 2001; str. 81). Drugim rečima, potraga za optimalnim odnosom sopstvenih i pozajmljenih izvora finansiranja i dalje traje. Posebno je upitan uticaj poreza na dobitak na izbor između sopstvenih i pozajmljenih izvora. Ipak, jasno je da kamate imaju povoljniji poreski tretman od dividendi. Povoljan poreski tretman kamata dodatno umanjuje cenu pozajmljenih izvora u odnosu na cenu sopstvenih izvora finansiranja.

Akademski literatura u Republici Srbiji (RS) obiluje teorijskim stavovima o finansijskoj strukturi i poreskim uštedama po osnovu finansiranja pozajmljenim izvorima. Međutim, najčešće je reč o teorijama koje su nastale u razvijenim državama i prenete u literaturu jedne tranzicione države. Empirijska istraživanja o uticaju poreza na dobitak na finansijsku strukturu preduzeća i dalje su oskudna.

Motivacija za sprovođenje istraživanja pronađena je u drugačijem ekonomskom okruženju koje karakteriše tranzicione države u odnosu na razvijene države. Suprotno od razvijenih država, u Republici Srbiji je tržište kapitala nedovoljno razvijeno, a propisana stopa poreza na dobitak niska (Malinić et al., 2013; str. 113). U takvim okolnostima, interesovanje preduzeća za dodatnim zaduživanjem u cilju ostvarenja poreskih ušteda može biti umanjeno.

U razvijenim državama se obično u obzir uzimaju samo dugoročni izvori finansiranja, odnosno razmatra se

struktura kapitala preduzeća. Sledeći Huanga & Songa (2006; str. 21), koji smatraju da kratkoročna zaduženost predstavlja važan izvor finansiranja preduzeća u zemljama u razvoju, u ovom radu je posmatrana finansijska struktura preduzeća, odnosno posmatrani su svi izvori finansiranja nezavisno od njihove ročnosti.

Predmet istraživanja u ovom radu je finansijska struktura preduzeća u Republici Srbiji – tranzicionoj državi i kandidatu za članstvo u Evropskoj uniji (EU). Cilj rada je ispitivanje uticaja poreskih ušteda po osnovu zaduženosti na finansijsku strukturu preduzeća u Republici Srbiji. U radu je ispitana dostupnost pozajmljenih izvora finansiranja u Republici Srbiji i reakcija preduzeća na promenu propisane stope poreza na dobitak.

Doprinos rada se ogleda u dopuni postojećih rasprava o uticaju poreza na dobitak na finansijsku strukturu preduzeća. Takođe, prema saznanjima autora, ovo je prvi rad u Republici Srbiji koji empirijski ispituje kako promena propisane stope poreza na dobitak utiče na finansijsku strukturu preduzeća.

Izuzev uvoda, zaključka i priloga, rad je sačinjen iz tri dela. U prvom delu dat je pregled teorijskih razmatranja o poreskom tretmanu različitih izvora finansiranja i uticaju poreza na dobitak na finansijsku strukturu preduzeća. U drugom delu prikazane su specifičnosti odlučivanja o finansijskoj strukturi u tranzicionim državama. U trećem delu analizirana je dostupnost pozajmljenih izvora finansiranja u Republici Srbiji i reakcija preduzeća u Republici Srbiji na promenu propisane stope poreza na dobitak.

1. TEORIJSKA OSNOVA

1.1. Poreski tretman različitih izvora finansiranja

Usled značajnih razlika između nacionalnih poreskih sistema, izvori finansiranja mogu imati različit poreski tretman u zavisnosti od države u kojoj se oporezivanje vrši (Johannesen, 2014; str. 40). Ipak, većina država se ne razlikuje po pitanju poreskog tretmana osnovnih izvora finansiranja – sopstvenih i pozajmljenih izvora. Značajnije razlike između nacionalnih poreskih sistema se javljaju po pitanju poreskog tretmana hibridnih izvora finansiranja koji imaju karakteristike i sopstvenih i pozajmljenih izvora.

Po pravilu, pozajmljeni izvori finansiranja imaju povoljniji poreski tretman u odnosu na sopstvene izvore. Finansijska teorija objašnjava da se rashodi kamate, kao posledica finansiranja dugom, isplaćuju na teret poslovnog dobitka. Drugim rečima, rashodi kamate se isplaćuju pre oporezivanja. Stoga se rashodi kamate priznaju kao rashod prilikom oporezivanja, odnosno predstavljaju odbitnu stavku poreskog bilansa.

Isplaćene dividende se, prema finansijskoj teoriji, isplaćuju na teret neto dobitka. Dakle, dividende se isplaćuju nakon utvrđivanja rashoda za porez na dobitak. Stoga se dividende ne mogu koristiti kao odbitna stavka poreskog bilansa, što vodi ka problemu dvostrukog oporezivanja. Deo koji se isplaćuje članovima društava s ograničenom odgovornošću ili vlasnicima akcionarskih društava u vidu dividendi se oporezuje dva puta: prvi put prilikom oporezivanja dobitka preduzeća, a drugi put prilikom isplate dividendi.

Asimetričan poreski tretman osnovnih izvora finansiranja dodatno pospešuje razliku između cene kapitala od emisije sopstvenih izvora i cene kapitala od emisije pozajmljenih izvora. Isplata kamate, koja predstavlja ugovornu obavezu, ima prioritet u isplati u odnosu na dividende, koje zavise od uspeha preduzeća i odluke o raspodeli dobitka. Na taj način su dužnički finansijski instrumenti opterećeni manjim rizikom, pa je cena pozajmljenih izvora manja od cene sopstvenih izvora. Dodatno, cena pozajmljenih izvora se smanjuje usled povoljnog poreskog tretmana, čime razlika između cene sopstvenih i cene pozajmljenih izvora postaje veća. Posledično, preduzeća bi mogla težiti većoj zaduženosti kako bi u što većoj meri koristila jeftinije izvore finansiranja.

Veliki broj država je u prethodnim decenijama zamenio klasičan sistem poreza na dobitak sistemima poreske integracije (na primer, sistem imputacije) u cilju smanjenja poreskog opterećenja sopstvenih izvora finansiranja. Schulman et al. (1996; str. 31) i Twite (2001; str. 217) pokazuju da uvođenje sistema poreske integracije smanjuje težnju za korišćenjem pozajmljenih izvora, usled smanjenja cene sopstvenih izvora finansiranja. Ipak, iako se asimetrija poreskog tretmana između sopstvenih i pozajmljenih izvora smanjuje, pozajmljeni izvori i dalje imaju povoljniji poreski tretman u odnosu na sopstvene izvore.

Asimetričan poreski tretman osnovnih izvora finansiranja dugo je predmet akademskih kritika. Allen (2012; str. 243) smatra da favorizovanje duga povećava finansijski rizik

preduzeća i troškove finansijskih neprilika, što može ugroziti stabilnost tržišta kapitala. Karpavicius & Yu (2016; str. 100) smatraju da bi preduzeća bila značajno manje izložena finansijskom riziku kada rashodi kamata ne bi imali preferencijalni poreski tretman.

U prošlosti je zabeleženo nekoliko ideja o alternativnim poreskim sistemima kojim bi se asimetričan poreski tretman ublažio ili potpuno neutralisao. Prvu opciju predstavlja CBIT (engl. *Comprehensive Business Income Tax*) sistem, kojim bi rashodi kamata prestali da se priznaju kao odbitna stavka poreskog bilansa. Drugu opciju predstavlja ACE (engl. *Allowance for Corporate Equity*) sistem, kojim bi se poresko opterećenje preduzeća moglo umanjiti po osnovu sopstvenog kapitala (na primer, primenom propisane stope na knjigovodstvenu vrednost sopstvenog kapitala). Evropska komisija je iznela predlog o uvođenju AGI (engl. *Allowance for Growth and Investment*) sistema koji bi, slično ACE sistemu, smanjio poresko opterećenje sopstvenih izvora finansiranja (Valenduc, 2018; str. 19).

CBIT sistem do sada nije primenjen u praksi, za razliku od ACE sistema koji je implementiran u nekoliko država (De Mooij & Devereux, 2011; str. 97–98). Dodatno, De Mooij (2012; str. 509) zaključuje da primena ACE sistema daje bolje rezultate u odnosu na CBIT sistem. Značajan broj država trenutno primenjuje sistem delimičnog priznavanja rashoda kamate u poreskom bilansu kroz pravila o utanjenoj kapitalizaciji (Buettner et al., 2012; str. 930). Ovaj sistem, po kome se rashodi kamate priznaju kao odbitna stavka

poreskog bilansa do propisane granice, predstavlja kompromisno rešenje između klasičnog sistema oporezivanja dobitka i CBIT sistema.

1.2. Uticaj poreza na dobitak na strukturu kapitala

Prema finansijskoj teoriji, menadžment će težiti strukturi kapitala koja maksimizira vrednost preduzeća. Traganje za takvom, optimalnom, finansijskom strukturom počelo je u drugoj polovini XX veka i traje do danas. Kao posledica višedecenijskih razmišljanja, formulisan je veliki broj teorija koje objašnjavaju strukturu kapitala preduzeća². Skoriji pregled najvažnijih teorija pružili su Kannadhasan et al. (2018; str. 2–3).

Verovatno najbolji primer uticaja poreza na dobitak na strukturu kapitala predstavlja MM teorija (Modigliani & Miller, 1958; str. 261; 1963; str. 433). Prvobitna MM teorija, iz 1958. godine, zanemaruje uticaj poreza na dobitak na strukturu kapitala i ističe da se tržišna vrednost neće menjati sa promenom zaduženosti preduzeća. Međutim, pet godina kasnije, autori su ukazali na to da povoljan poreski tretman pozajmljenih izvora utiče na to da zaduženija preduzeća imaju nižu cenu kapitala i, posledično, veću tržišnu vrednost.

Povoljan poreski tretman pozajmljenih izvora treba da bude analiziran paralelno sa uticajem drugih faktora. Kraus & Litzenberger (1973;

² Neki od autora koji su dali veliki doprinos na početku razmišljanja o strukturi kapitala jesu David Durand, Ezra Solomon, Franco Modigliani i Merton Miller. Na bazi njihovih stavova, u narednim decenijama je razvijeno nekoliko teorija strukture kapitala preduzeća.

str. 918) priznaju pozitivne poreske efekte po osnovu finansiranja dugom, ali smatraju da oni trebaju biti umanjeni za troškove finansijskih neprilika, koji su posledica visoke zaduženosti. Miller (1977; str. 267–268) smatra da porez na prihode od kamate koju dobija investitor može poništiti povoljne poreske efekte finansiranja dugom.

Nastanak većine teorija strukture kapitala vezuje se za razvijene države (primarno Sjedinjene Američke Države), koje karakteriše visoko razvijeno tržište kapitala. Stoga se u teorijama kao osnovni izvori finansiranja obično ističu emisija akcija (sopstveni izvori) i emisija obveznica (pozajmljeni izvori). Bankarski krediti kao izvor duga su od sekundarne važnosti. Takođe, najčešće se posmatra samo dugoročna komponenta finansijske strukture, odnosno struktura kapitala, jer se smatra da je ona stabilnija u odnosu na finansijsku strukturu. Kratkoročne obaveze su, takođe, od sekundarne važnosti.

U razmatranjima o strukturi kapitala i finansijskoj strukturi, korišćenje duga u cilju minimiziranja poreskih obaveza i povećanja tržišne vrednosti preduzeća poznato je kao efekat dužničkog poreskog štita (engl. *debt tax shield*). Povoljan poreski tretman duga omogućava preduzeću poreske uštede, utvrđene na sledeći način:

$$\text{Iznos poreskih ušteta} = I \cdot t' \quad (1)$$

gde I predstavlja rashode kamata, a t' stopu poreza na dobitak. Iz formule se može zaključiti da zaduženija preduzeća i preduzeća sa višim poreskim stopama ostvaruju veće poreske uštede.

Ukoliko preduzeća uzimaju u obzir iznos poreskih ušteta iz formule (1), onda se može očekivati da povećanje stope poreza na dobitak ima za posledicu povećanje zaduženosti preduzeća i *vice versa*. Pored toga, potrebno je uzeti u obzir kretanje stope poreza na dividende (Faccio & Xu, 2015; str. 298). Povećanje stope poreza na dividende demotiviše finansiranje sopstvenim izvorima, izazivajući rast zaduženosti preduzeća.

Uprkos višedecenijskim istraživanjima, uticaj poreskih ušteta na izbor između sopstvenih i pozajmljenih izvora je upitan. Parrino & Weisbach (1999; str. 39) navode da postoji opšta saglasnost da pozajmljeni izvori imaju povoljniji poreski tretman u odnosu na sopstvene izvore, ali da saglasnost ne postoji oko jačine takvih poreskih prednosti i značaja troškova povezanih sa zaduživanjem, koji umanjuju efekte dužničkog poreskog štita. Feld et al. (2013; str. 2862), na bazi meta-analize, pronalaze značajne poreske efekte na izbor između sopstvenih i pozajmljenih izvora finansiranja. S druge strane, Blouin et al. (2010; str. 195) smatraju da poreski benefiti dodatnog zaduživanja nisu veliki kako se ranije smatralo, usled očekivanih troškova finansijskih neprilika i postojanja nedužničkih poreskih štitova (engl. *non-debt tax shields*).

Uticaj efekata dužničkog poreskog štita, uprkos poreskim uštedama, može biti osporen iz više razloga. Prvo, rast zaduženosti povećava izloženost finansijskom riziku preduzeća, pa će povećana zaduženost koristiti preduzeću jedino ukoliko pozitivni efekti dužničkog poreskog štita nadmašuju negativne efekte povećanog finansijskog rizika. Drugo,

efekat dužničkog poreskog štita može imati pozitivan uticaj samo ukoliko je preduzeće profitabilno (Heider & Ljungqvist, 2015; str. 686). Rashodi kamate dodatno pogoršavaju uspeh neprofitabilnih preduzeća, koja usled gubitaka svakako ne plaćaju porez na dobitak.

Treće, preduzećima su na raspolaganju i nedužnički poreski štitovi – na primer, po osnovu investiranja ili troškova amortizacije – što pruža mogućnost za supstituisanje jednih poreskih štitova drugim (Hanlon & Heitzman, 2010; str. 152). Četvrto, moguće je da preduzeće, uprkos ostvarenom oporezivom dobitku, nema obavezu za porez na dobitak – na primer, usled korišćenja poreskih podsticaja za investiranje, poreskih gubitaka iz prethodnih godina, posebnih odobrenja države i slično. U takvim uslovima, rashodi kamate su nepotrebni za svrhe umanjenja poreskih obaveza.

2. ODLUČIVANJE O FINANSIJSKOJ STRUKTURI U TRANZICIONIM DRŽAVAMA

Generalno posmatrano, preduzeća iz tranzicionih država mogu se finansirati istim izvorima kao i preduzeća iz razvijenih država. Međutim, različite makroekonomske okolnosti utiču na drugačiju dostupnost i cenu pojedinih izvora finansiranja u tranzicionim državama u odnosu na razvijene države.

Glavna razlika između tranzicionih i razvijenih država odnosi se na stepen razvijenosti tržišta kapitala – pre svega, tržišta akcija i tržišta obveznica. Naime, tržište kapitala tranzicionih država nalazi se na značajno nižem stepenu razvoja u

odnosu na razvijene države. Delcours (2007; str. 410) zaključuje da nerazvijeno tržište obveznica uzrokuje visoku cenu kapitala preduzeća u tranzicionim državama.

Finansijski sistem tranzicionih država je izrazito bankocentričan. Najveći procenat ukupne imovine finansijskog sektora nalazi se u vlasništvu banaka. Wu & Yue (2009; str. 30) smatraju da su, usled nedovoljne razvijenosti tržišta kapitala, preduzeća u zemljama u razvoju koja žele da povećaju zaduženost primarno usmerena na finansiranje bankarskim kreditima umesto obveznicama. U takvim uslovima su efekti dužničkog poreskog štita najdostupniji preduzećima sa lakšim pristupom bankarskim kreditima.

Međutim, u uslovima bankocentričnog finansijskog sistema, banke se nalaze u monopolskoj poziciji s obzirom na odsustvo konkurencije sa tržišta obveznica. Stoga, banke mogu odrediti visoke kamatne stope po kojima nude kredite preduzećima. Visoke kamatne stope mogu demotivisati preduzeća da koriste pozajmljene izvore finansiranja, uprkos uvećanom iznosu poreskih ušteda.

Smatrajući da efekti dužničkog poreskog štita imaju značajnu vrednost isključivo za preduzeća sa visokim i stabilnim dobitcima, Nivorozhkin (2005; str. 151) smatra da preduzeća u tranzicionim državama imaju male poreske benefite od zaduživanja. Ovakav stav je posledica veće ekonomske neizvesnosti u tranzicionim državama u odnosu na razvijene države, što može derogirati uspeh (odnosno izazvati gubitke) preduzeća u tranzicionim državama.

Za razliku od teorija istaknutih u

prethodnom delu rada, koje su se oslanjale na strukturu kapitala, Huang & Song (2006; str. 21–22) smatraju da istraživači u zemljama u razvoju ne smeju zanemariti kratkoročne obaveze preduzeća i argumentuju takav stav. Prvo, kreditori analiziraju ukupnu, a ne samo dugoročnu, zaduženost preduzeća. Drugo, kratkoročne obaveze imaju relativno stabilan udeo u ukupnim izvorima finansiranja. Treće, preduzeća kratkoročne nefinansijske obaveze (na primer, obaveze prema dobavljačima) često posmatraju kao izvor finansiranja.

Značajan broj tranzicionih država je u prethodne dve decenije smanjio propisanu stopu poreza na dobitak. Niske propisane stope poreza na dobitak bi trebale biti katalizator ekonomskog razvoja tranzicionih država i stranih direktnih investicija. U takvim uslovima iznos poreskih ušteda značajno se smanjuje. Stoga, Arsov & Naumoski (2016; str. 134) smatraju da uticaj poreza na dobitak na finansijsku strukturu u tranzicionim državama nije dovoljno jasan, imajući u vidu da su stope poreza na dobitak u tranzicionim državama manje u odnosu na Zapadnu Evropu i SAD.

Pored relativno niske propisane stope poreza na dobitak, zakonsko uređenje poreza na dobitak omogućava preduzećima dodatne poreske pogodnosti. Tipični primeri su korišćenje poreskih podsticaja za investicije u stalnu imovinu ili pravo prenošenja poreskih gubitaka na teret budućih oporezivih dobitaka. Na taj način su preduzeća u mogućnosti da efektivnu stopu poreza na dobitak³

3 Efektivna stopa poreza na dobitak obično predstavlja odnos opterećenja porezom na dobitak i rezultata pre oporezivanja.

svedu na značajno niži nivo u odnosu na propisanu stopu. Črnigoj & Mramor (2009; str. 85) smatraju da u uslovima niskih efektivnih stopa poreza na dobitak poreski štit po osnovu zaduživanja nema značajnijih efekata na finansijsku strukturu preduzeća.

3. FINANSIJSKA STRUKTURA PREDUZEĆA U REPUBLICI SRBIJI

3.1. Mogućnosti za korišćenje dužničkog poreskog štita

Republika Srbija je jedna od tranzicionih država u Jugoistočnoj Evropi i jedan od kandidata za članstvo u EU. Za razliku od razvijenih država, u Republici Srbiji je ograničena dostupnost osnovnih izvora finansiranja, primarno usled nerazvijenog tržišta kapitala. U kontekstu poreza na dobitak, posebno je važno istaći da su dostupnost i uslovi pribavljanja pozajmljenih izvora finansiranja (koji imaju povoljniji poreski tretman) prilično nepovoljni.

Tržište obveznica u Republici Srbiji nalazi se na niskom stepenu razvoja. Tabele 1 i 2, sastavljene prema podacima Centralnog registra hartija od vrednosti RS (www.crhow.rs), prikazuju aktivne emisije obveznica preduzeća u Republici Srbiji na kraju 2017. i 2018. godine.

Na kraju 2017. godine u Republici Srbiji zabeleženo je svega 11 emisija obveznica, emitovanih od strane 10 preduzeća. Slično je stanje zabeleženo na kraju 2018. godine – 14 emisija i 9 preduzeća. Međutim, ključni podatak je činjenica da je u svim emisijama obveznica reč o privatnim plasmanima, odnosno obveznicama kojima se ne trguje na organizovanom berzanskom tržištu. Najveći broj

obveznica emitovan je sa fiksnom kamatnom stopom, dok je u manjem broju slučajeva reč o diskontnim obveznicama (engl. *zero-coupon bonds*) bez kamate, koje se prodaju po ceni ispod nominalne vrednosti. Emisije obveznica sa varijabilnom kamatnom stopom nisu zabeležene.

Skoro sve obveznice u Republici Srbiji su kratkoročnog karaktera, odnosno emituju se sa rokom dospeća kraćim od 365 dana. Stoga, ove

obveznice pripadaju tržištu novca, a ne tržištu kapitala. Prema podacima iz obaveštenja o emisiji obveznica, objavljenih na internet prezentaciji Centralnog registra hartija od vrednosti Republike Srbije (www.crhov.rs), čak 17 od 25 navedenih emisija obveznica ima rok dospeća od 360 dana. Najkraći rok dospeća navedenih kratkoročnih obveznica iznosi 142 dana, a najduži 361 dan. Jedina dugoročna emisija odnosi se na obveznice sa rokom dospeća od tri godine.

Tabela 1: Aktivne emisije obveznica preduzeća u Republici Srbiji na dan 31.12.2017.

Matični broj emitenta	Naziv emitenta	Datum upisa emisije	Tip ročnosti	Tip kamate
21144029	AB Solution doo	25.12.2017.	Kratkoročne	Fiksna
20505664	Anador Konsalting ad	12.12.2017.	Kratkoročne	Diskontna
20327871	Anateo doo	29.09.2017.	Kratkoročne	Diskontna
07014830	Graditelj-Beograd ad	14.08.2017.	Dugoročne	Fiksna
08696098	Instel-Inženjering doo	13.04.2017.	Kratkoročne	Fiksna
08696098	Instel-Inženjering doo	21.12.2017.	Kratkoročne	Fiksna
20887150	M.I. Finance doo	13.11.2017.	Kratkoročne	Fiksna
21168670	Novoset doo	14.07.2017.	Kratkoročne	Fiksna
20556552	Papir Konfekts doo	18.10.2017.	Kratkoročne	Diskontna
07606273	Valjaonica bakra ad	07.06.2017.	Kratkoročne	Fiksna
20431806	Wall-Paper 8 doo	04.09.2017.	Kratkoročne	Diskontna

Tabela 2: Aktivne emisije obveznica preduzeća u Republici Srbiji na dan 31.12.2018.

Matični broj emitenta	Naziv emitenta	Datum upisa emisije	Tip ročnosti	Tip kamate
21144029	AB Solution doo	20.12.2018.	Kratkoročne	Fiksna
20505664	Anador Konsalting ad	09.11.2018.	Kratkoročne	Diskontna
20327871	Anateo doo	05.10.2018.	Kratkoročne	Diskontna
07014830	Graditelj-Beograd ad	14.08.2017.	Dugoročne	Fiksna
08696098	Instel-Inženjering doo	19.03.2018.	Kratkoročne	Fiksna
08696098	Instel-Inženjering doo	14.05.2018.	Kratkoročne	Fiksna
08696098	Instel-Inženjering doo	13.06.2018.	Kratkoročne	Fiksna
08696098	Instel-Inženjering doo	11.12.2018.	Kratkoročne	Fiksna
21303534	Pako Construction doo	19.04.2018.	Kratkoročne	Diskontna
21303534	Pako Construction doo	14.06.2018.	Kratkoročne	Diskontna
21123137	Sobim Energy doo	08.11.2018.	Kratkoročne	Fiksna
08062536	Šinvoz doo	26.09.2018.	Kratkoročne	Fiksna
20431806	Wall-Paper 8 doo	28.09.2018.	Kratkoročne	Diskontna
20431806	Wall-Paper 8 doo	25.10.2018.	Kratkoročne	Diskontna

Predstavljeni podaci o emitovanim obveznicama podržavaju stav da preduzeća značajnu pažnju posvećuju kratkoročnim izvorima finansiranja. To znači da istraživači u tranzicionim državama ne smeju zanemariti kratkoročne obaveze, odnosno da treba da posvete pažnju finansijskoj strukturi, a ne isključivo strukturi kapitala.

U uslovima nedovoljno razvijenog tržišta kapitala, preduzeća u Republici Srbiji usmerena su na to da pozajmljene izvore finansiranja traže u bankarskim kreditima (Stančić et al., 2016; str. 1322). Drugim rečima, bankarski sektor predstavlja najvažniji kanal finansijskog posredovanja u Republici Srbiji (Obradović & Grbić, 2015; str. 61). Jovin (2016; str. 1110) nalazi da visoke kamatne stope na bankarske kredite predstavljaju značajnu prepreku zaduživanju preduzeća u Republici Srbiji, posebno za mala preduzeća.

U Republici Srbiji iznos poreskih ušteta nije dovoljan da kompenzuje visoku cenu pozajmljenih izvora finansiranja (Malinić et al., 2013; str. 113). Ključni argument za takav stav nalazi se u relativno niskoj propisanoj stopi poreza na dobitak od 15%. Dodatno, većina preduzeća u Republici Srbiji ima efektivnu stopu poreza na dobitak nižu od propisane stope, pri čemu je značajan broj preduzeća čija efektivna stopa poreza na dobitak iznosi 0% (Vržina, 2018; str. 468).

Teorijski stav da su sopstveni izvori finansiranja značajno skuplji od pozajmljenih izvora takođe može biti doveden u pitanje. Pored relativno visoke cene pozajmljenih izvora u Republici Srbiji, činjenica je da većina preduzeća u Republici Srbiji ne vrši

isplatu dividendi, što značajno utiče na cenu sopstvenog kapitala preduzeća. Zakić (2016; str. 79) odsustvo dividendi objašnjava nerazvijenim akcionarstvom i visokom koncentracijom vlasništva u Republici Srbiji. Takođe, usled ograničenog i skupog pristupa pozajmljenim izvorima finansiranja, preduzeća u Republici Srbiji značajnim delom se finansiraju iz neraspoređenog (zadržanog) dobitka.

3.2. Reakcija preduzeća na promenu propisane stope poreza na dobitak

Poslednja promena propisane stope poreza na dobitak u Republici Srbiji zabeležena je 01. januara 2013. godine, kada je došlo do povećanja sa 10% na 15%. Vodeći se efektima dužničkog poreskog štita, povećanje stope poreza na dobitak trebalo bi da dovede do povećanja zaduženosti preduzeća.

Kako bi se ispitao uticaj povećanja poreske stope na zaduženost preduzeća, formiran je uzorak preduzeća čije su obične akcije na dan 31. decembar 2018. godine bile deo regulisanog tržišta Beogradske berze, a koja su bila kotirana na Beogradskoj berzi u vreme povećanja poreske stope. Usled specifične prirode delatnosti, u obzir nisu uzeta holding preduzeća i finansijske institucije. Takođe, preduzeća sa nepotpunim finansijskim podacima nisu uzorkovana.

S obzirom na to da je za prilagođavanje finansijske strukture potrebno određeno vreme, posmatran je duži vremenski period. Posmatrane su dve godine pre i dve godine posle povećanja poreske stope. Takođe, s obzirom na to da od efekata dužničkog poreskog štita koristi imaju isključivo

profitabilna preduzeća, uzorkovana su samo preduzeća koja su ostvarila dobitak pre oporezivanja u najmanje tri od četiri posmatrane godine. Spisak uzorkovanih preduzeća je dat u Prilogu.

Kako bi se neutralisao uticaj finansijske strukture nerezidentnih zavisnih preduzeća, u radu su korišćeni podaci iz pojedinačnih finansijskih izveštaja preduzeća. Finansijski podaci preuzeti su sa Internet prezentacije Beogradske berze (www.belex.rs).

U istraživanju je prvo ispitano kako je povećanje propisane stope poreza na dobitak uticalo na efektivnu stopu poreza na dobitak preduzeća. Zatim je ispitano kretanje zaduženosti preduzeća pre i posle povećanja propisane stope. U tu svrhu korišćena su sledeća merila:

$$\text{Efektivna stopa poreza na dobitak} = \frac{\text{Tekući rashod za porez na dobitak: Dobitak pre oporezivanja}}{\cdot 100} \quad (2)$$

$$\text{D/E racio} = \frac{\text{Dugoročne obaveze: Kapital}}{\cdot 100} \quad (3)$$

$$\text{Racio zaduženosti} = \frac{(\text{Ukupna aktiva} - \text{Kapital}): \text{Ukupna aktiva}}{\cdot 100} \quad (4)$$

U Tabeli 3 predstavljene su efektivne stope poreza na dobitak uzorkovanih preduzeća. Generalno posmatrano, najveći broj preduzeća imao je efektivne stope poreza na dobitak niže od propisanih stopa. Dva preduzeća su u sve četiri godine imala efektivnu stopu od 0% uprkos ostvarenom dobitku pre oporezivanja u svakoj godini. Najveći broj preduzeća je imao više efektivne stope poreza na dobitak nakon povećanja propisane stope.

Tabela 3: Efektivna stopa poreza na dobitak (u %) uzorkovanih preduzeća

Berzanski simbol	Poreska stopa 10%		Poreska stopa 15%	
	2011.	2012.	2013.	2014.
AERO	5,39	6,04	40,87	15,87
AGBC	0,00	0,00	0,00	/
ALFA	0,00	0,00	0,00	0,00
EPEN	1,72	0,00	7,66	6,22
EPIN	0,92	0,00	32,03	0,00
FITO	6,76	5,12	10,51	10,26
HMBG	3,09	2,89	10,08	6,30
IMPL	0,00	0,00	0,00	0,00
INSJ	3,53	3,04	10,87	13,97
JESV	5,19	5,52	8,98	15,29
KOPB	6,23	5,59	8,20	12,57
NIIS	6,21	5,02	10,61	9,38
SLMH	0,00	0,00	2,70	11,78
SJPT	5,18	7,00	/	2,54
TGAS	6,07	4,96	23,91	26,01
VBSE	0,00	0,00	0,00	/
VDAV	10,60	20,49	60,67	28,78
VPDU	0,95	4,97	10,56	5,11
VZAS	9,96	/	12,53	28,19

Napomena: „/” označava da je preduzeće u posmatranoj godini ostvarilo gubitak pre oporezivanja.

Tabela 4: Zaduženost uzorkovanih preduzeća

Berzanski simbol	D/E racio (u %)				Racio zaduženosti (u %)			
	Poreska stopa 10%		Poreska stopa 15%		Poreska stopa 10%		Poreska stopa 15%	
	2011.	2012.	2013.	2014.	2011.	2012.	2013.	2014.
AERO	5,46	4,99	4,24	3,56	8,56	9,29	8,52	10,60
AGBC	0,98	0,97	0,96	0,00	8,61	5,06	18,10	10,84
ALFA	0,00	2,61	0,00	0,00	15,30	17,26	12,75	14,44
EPEN	0,00	0,00	0,00	0,00	18,77	13,83	16,74	12,99
EPIN	0,00	7,74	0,00	0,00	66,56	35,39	33,87	29,49
FITO	0,00	1,96	0,00	0,00	6,58	14,96	13,15	12,82
HMBG	0,05	3,42	0,00	0,00	0,91	7,32	4,32	0,91
IMPL	111,52	108,65	97,40	113,71	72,07	70,77	68,20	69,84
INSJ	19,43	12,38	0,00	5,16	47,09	52,85	43,57	40,07
JESV	0,53	6,86	0,00	0,82	44,95	48,61	47,41	53,23
KOPB	2,55	1,47	0,86	0,37	28,75	21,80	16,76	15,22
NIIS	92,98	59,12	34,28	47,59	62,36	53,63	49,53	47,72
SLMH	0,00	0,00	0,00	0,00	14,80	10,89	9,49	8,68
SJPT	25,72	18,53	0,00	0,00	34,89	40,26	54,37	57,65
TGAS	0,39	0,00	0,00	0,00	7,44	5,68	5,57	6,23
VBSE	8,10	27,50	42,53	114,10	50,59	51,55	51,13	79,14
VDV	9,54	7,63	6,56	2,45	32,63	32,77	33,84	23,25
VPDU	38,11	23,88	13,94	18,94	64,24	54,50	36,34	42,08
VZAS	10,68	6,90	4,15	37,99	26,13	32,41	33,46	36,66

U Tabeli 4 prikazano je kretanje zaduženosti uzorkovanih preduzeća pre i posle promene propisane stope, mereno D/E racijom (pokazatelj strukture kapitala) i racijom zaduženosti (pokazatelj finansijske strukture).

Primetno je da je dugoročna zaduženost uzorkovanih preduzeća izuzeto niska. Dva preduzeća nisu imala ni dinar dugoročnih obaveza tokom posmatranog perioda. Iako je došlo do povećanja propisane i, u većini preduzeća, efektivne stope poreza na dobitak, preduzeća nisu povećala svoju zaduženost. U kratkom roku (poredeći 2012. i 2013. godinu) samo je jedno preduzeće povećalo D/E racio, dok su u dugom roku (poredeći 2012. i 2014. godinu) samo tri preduzeća povećala D/E racio. Uprkos većem opterećenju porezom na dobitak, većina preduzeća smanjila je dugoročnu zaduženost.

Poređenjem vrednosti D/E racija i racija zaduženosti može se

zaključiti da kratkoročna zaduženost ima veći značaj u odnosu na dugoročnu zaduženost. Ipak, preduzeća nisu povećala svoju ukupnu zaduženost nakon povećanja propisane stope. U kratkom roku samo je 5 preduzeća povećalo racio zaduženosti, dok je u dugom roku 7 preduzeća povećalo racio zaduženosti. Ostala preduzeća su smanjila racio zaduženosti.

Dakle, indikativno je da preduzeća u Republici Srbiji ne uzimaju u obzir efekte dužničkog poreskog štita prilikom odlučivanja o strukturi kapitala i finansijskoj strukturi. Preduzeća nisu spremna da povećaju zaduženost zarad ostvarenja poreskih ušteda. Ključni razlog treba tražiti u izuzetno niskoj efektivnoj stopi poreza na dobitak većine preduzeća. Takođe, poreski zakoni Republike Srbije omogućavaju značajne nedužničke poreske štitove: poreski podsticaj za investiranje u stalnu imovinu, pravo prenošenja poreskih

gubitaka na teret budućih oporezivih dobitaka, povoljan metod za obračun poreske amortizacije i sl. Ograničena dostupnost i visoka cena pozajmljenih izvora finansiranja, takođe, demotivisu zaduživanje preduzeća.

ZAKLJUČAK

Istraživanje u ovom radu sprovedeno je u cilju ispitivanja uticaja poreza na dobitak na finansijsku strukturu preduzeća u Republici Srbiji. U tu svrhu, u radu je ispitana dostupnost pozajmljenih izvora finansiranja, koji imaju povoljniji poreski tretman u odnosu na sopstvene izvore, i reakcija preduzeća na promenu propisane stope poreza na dobitak.

Rezultati istraživanja ukazuju na to da preduzeća u RS ne uzimaju u obzir poreske uštede po osnovu zaduženosti prilikom odlučivanja o finansijskoj strukturi ili strukturi kapitala. Iako je došlo do povećanja propisane i, u većini preduzeća, efektivne stope poreza na dobitak, preduzeća u RS nisu povećala stepen zaduženosti.

Ovakvim rezultatima doprinose četiri okolnosti. Prvo, dostupnost pozajmljenih izvora finansiranja u RS je ograničena, usled nerazvijenog tržišta obveznica. Drugo, cena pozajmljenih izvora finansiranja je visoka, usled visokih kamatnih stopa na bankarske kredite. Treće, opterećenje porezom na dobitak preduzeća u RS je nisko, pa je iznos potencijalnih poreskih ušteda takođe nizak. Četvrto, preduzećima su na raspolaganju brojni nedužnički poreski štitovi kao zamena za poreske uštede po osnovu zaduženosti. Ovi nalazi potvrđuju stav koji su izneli Malinić et al. (2013; str. 113) o tome da

poreske uštede po osnovu zaduženosti u RS nisu dovoljne da kompenzuju visoke kamatne stope na bankarske kredite.

U radu je pronađeno da kratkoročne obaveze predstavljaju značajan izvor finansiranja preduzeća u RS. Na taj način je potvrđen stav Huanga & Songa (2006; str. 21), prema kojem istraživači u zemljama u razvoju ne smeju zanemariti kratkoročne obaveze prilikom razmatranja izvora finansiranja preduzeća. Drugim rečima, u tranzicionim državama je finansijska struktura važniji koncept od strukture kapitala.

Cilj istraživanja u ovom radu nije negiranje teorija strukture kapitala, već ukazivanje na to da njihova primenljivost u velikoj meri zavisi od karakteristika ekonomskog okruženja – primarno, razvijenosti tržišta kapitala i visine stopa poreza na dobitak. To su elementi koje akademska literatura u RS mora uzeti u obzir kada razmatra uticaj poreza na dobitak na finansijsku strukturu preduzeća.

Rezultate istraživanja treba tumačiti u kontekstu određenih ograničenja. Pre svega, iako obuhvata visoko kvalitetne obične akcije sa Beogradske berze, korišćeni uzorak je relativno mali. Takođe, istraživanjem nisu obuhvaćena društva s ograničenom odgovornošću, iako je njihov udeo u razvoju ekonomije RS izuzetno veliki.

Slične karakteristike ekonomskog okruženja imaju i ostale tranzicione države. Ipak, rezultati istraživanja ne bi trebali biti analogno preneti na njih. Stoga bi buduća istraživanja trebala obuhvatiti ostale tranzicione države u cilju poređenja rezultata sa rezultatima ovog istraživanja.

LITERATURA

1. Allen, J. (2012). Seeking True Financial Reform: Ending the Debt-Equity Distinction. *William & Mary Business Law Review*, 3(1), 243–272.
2. Arsov, S. & Naumoski, A. (2016). Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Companies from Selected Post-Transition Economies. *Proceedings of Rijeka Faculty of Economics*, 34(1), 119–146.
3. Blouin, J., Core, J. & Guay, W. (2010). Have the Tax Benefits of Debt Been Overestimated? *Journal of Financial Economics*, 98(2), 195–213.
4. Buettner, T., Overesch, M., Schreiber, U. & Wamser, G. (2012). The Impact of Thin-Capitalization Rules on the Capital Structure of Multinational Firms. *Journal of Public Economics*, 96(11-12), 930-938.
5. Črnigoj, M. & Mramor, D. (2009). Determinants of Capital Structure in Emerging European Economies: Evidence from Slovenian Firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 45(1), 72–89.
6. De Mooij, R. (2012). Tax Biases to Debt Finance: Assessing the Problem, Finding Solutions. *Fiscal Studies*, 33(4), 489-512.
7. De Mooij, R. & Devereux, M. (2011). An Applied Analysis of ACE and CBIT Reforms in the EU. *International Tax and Public Finance*, 18(1), 93–120.
8. Delcours, N. (2007). The Determinants of Capital Structure in Transitional Economies. *International Review of Economics & Finance*, 16(3), 400–415.
9. Faccio, M. & Xu, J. (2015). Taxes and Capital Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(3), 277–300.
10. Feld, L., Heckemeyer, J. & Overesch, M. (2013). Capital Structure Choice and Company Taxation: A Meta-Study. *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 2850–2866.
11. Hanlon, M. & Heitzman, S. (2010). A Review of Tax Research. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 127–178.
12. Heider, F. & Ljungqvist, A. (2015). As Certain as Debt and Taxes: Estimating the Tax Sensitivity of Leverage from State Tax Changes. *Journal of Financial Economics*, 118(3), 684–712.
13. Huang, G. & Song, F. (2006). The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 17(1), 14–36.
14. Johannesen, N. (2014). Tax Avoidance with Cross-Border Hybrid Instruments. *Journal of Public Economics*, 112(1), 40-52.
15. Jovin, S. (2016). Financing Obstacles of Small Enterprises – Empirical Analysis in the Republic of Serbia. *Teme*, 40(3), 1101–1118.
16. Kannadhasan, M., Thakur, B., Gupta, C. & Charan, P. (2018). Testing Capital Structure Theories Using Error Correction Models: Evidence from China, India and South Africa. *Cogent Economics and Finance*, 6(1), 1-19.

17. Karpavicius, S. & Yu, F. (2016). Should Interest Expenses be Tax Deductible? *Economic Modelling*, 54(1), 100–116.
18. Kraus, A. & Litzenberger, R. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922.
19. Malinić, D., Denčić-Mihajlov, K. & Ljubenić, E. (2013). The Determinants of Capital Structure in Emerging Capital Markets: Evidence from Serbia. *European Research Studies*, 16(2), 98–119.
20. Miller, M. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), 261–275.
21. Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
22. Modigliani, F. & Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
23. Myers, S. (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102.
24. Nivorozhkin, E. (2005). Financing Choices of Firms in EU Accession Countries. *Emerging Markets Review*, 6(2), 138–169.
25. Obradović, S. & Grbić, M. (2015). Causality Relationship between Financial Intermediation by Banks and Economic Growth: Evidence from Serbia. *Prague Economic Papers*, 24(1), 60–72.
26. Parrino, R. & Weisbach, M. (1999). Measuring Investment Distortions Arising from Stockholder-Bondholder Conflicts. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 3–42.
27. Schulman, C., Thomas, D., Sellers, K. & Kennedy, D. (1996). Effects of Tax Integration and Capital Gains Tax on Corporate Leverage. *National Tax Journal*, 49(1), 31–54.
28. Stančić, P., Janković, M. & Čupić, M. (2016). Testing the Relevance of Alternative Capital Structure Theories in Serbian Economy. *Teme*, 40(4), 1309–1325.
29. Twite, G. (2001). Capital Structure Choices and Taxes: Evidence from the Australian Dividend Imputation Tax System. *International Review of Finance*, 2(4), 217–234.
30. Valenduc, C. (2018). Corporate Income Tax in the EU, the Common Consolidated Corporate Tax Base (CCCTB) and Beyond: Is It the Right Way to Go? *European Trade Union Institute Working Paper 2018.06*.
31. Vržina, S. (2018). Corporate Income Tax Planning and Financial Performance: Evidence from Serbia. In V. Babić (Ed.), *Contemporary Issues in Economics, Business and Management* (pp. 463-472). Kragujevac: Faculty of Economics.
32. Wu, L. & Yue, H. (2009). Corporate Tax, Capital Structure, and the Accessibility of Bank Loans: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 33(1), 30–38.
33. Zakić, V. (2016). Politika dividendi akcionarskih preduzeća u Srbiji. *Finansije*, 71(1–6), 79–92.

PRILOG

Spisak uzorkovanih preduzeća

Berzanski simbol	Matični broj	Naziv preduzeća
AERO	07036540	Aerodrom Nikola Tesla, Beograd
AGBC	08056749	Agrobačka, Bačka Topola
ALFA	07137923	Alfa plam, Vranje
EPEN	07470975	Energoprojekt Entel, Beograd
EPIN	07073224	Energoprojekt Industrija, Beograd
FITO	07725531	Galenika Fitofarmacija, Beograd
HMBG	07016166	Hempro, Beograd
IMPL	07606265	Impol Seval, Sevojno
INSJ	07017944	Institut za strane jezike, Beograd
JESV	07188307	Jedinstvo, Sevojno
KOPB	07033745	Kopaonik, Beograd
NIIS	20084693	Naftna industrija Srbije, Novi Sad
SLMH	07148917	Swisslion Miloduh, Kragujevac
SJPT	08114072	Sojaprotein, Bečej
TGAS	07011458	Messer Tehnogas, Beograd
VBSE	07606273	Valjaonica bakra Sevojno, Sevojno
VDAV	07177445	Voda Vrnjci, Vrnjačka Banja
VPDU	08760225	VP Dunav, Bačka Palanka
VZAS	08048908	Veterinarski zavod Subotica, Subotica

Primljen/Received: 3.7.2019.
Prihvaćen/Accepted: 29.7.2019.

UDC 657.631.6
005.336.3:336.146
Pregledni red

RAČUNOVODSTVENE OSNOVE I KVALITET FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA U JAVNOM SEKTORU

ACCOUNTING BASIS AND QUALITY OF FINANCIAL REPORTING IN THE PUBLIC SECTOR

Natalija BOROVIĆ
Informativno poslovni centar – IPC, Beograd
Viša poslovna škola strukovnih studija Novi Sad
natalijaborovic@yahoo.com

Sažetak

Izbor računovodstvene osnove, u smislu odabira trenutka realizacije i priznavanja prihoda i rashoda po pojedinim obračunskim periodima, ne samo da utiče na iskazivanje poslovne uspešnosti, već i na sam kvalitet i informacionu vrednost finansijskog izveštavanja. Navedena činjenica odnosi se na sve poslovne subjekte, s tim da je u slučaju subjekata javnog sektora posebno izražena imaju li se u vidu posledice poslovnog delovanja subjekata javnog sektora na ukupno okruženje, kao i izrazitu rigidnost načina njihovog poslovnog delovanja. Iako pristalice gotovinske osnove s pravom smatraju da je iznos novčanih sredstava jedini merodavan podatak u smislu sigurnosti i izvesnosti sagledavanja novčanih tokova i likvidnih mogućnosti budžeta, neophodnost praćenja dugoročnog poslovnog horizonta podrazumeva primenu obračunske osnove i u ovom sektoru. Međutim, zahtev izvršenja i, s tim u vezi, neophodnost kontinuiranog i sveobuhvatnog izveštavanja kao potvrda, odnosno dokaz izvršenja eksterno utvrđenih indikatora uspeha u slučaju subjekata javnog sektora ne dozvoljava potpuno napuštanje gotovinske računovodstvene osnove, već samo njenu dopunu, odnosno modifikaciju odgovarajućim izveštajima sastavljenim na bazi obračunske osnove.

Ključne reči: javni sektor, finansijski izveštaji, neprofitni uspeh, računovodstvena osnova, računovodstvo.

Abstract

The choice of the accounting basis, in terms of selecting the moment of realization and recognition of revenues and expenditures for individual accounting periods, does not only affect the expression of business success, but also the quality and information value of financial reporting. This fact applies to all business entities, but in the case of public sector entities, they are particularly expressed in view of the consequences of the business activities of public sector entities in the overall environment, as well as the outstanding rigidity of their business operations. Although supporters of the cash basis rightly consider that the amount of cash is the only relevant data in terms of security and the certainty of the perception of cash flows and the liquidity of the budget, the necessity of monitoring the long-term business horizon implies the application of the accounting base in this sector as well. However, the requirement to report and implement externally determined success indicators in the case of public sector entities does not allow the complete abandonment of the cash accounting basis, but only its amendment, or modification by appropriate reports drawn up on the basis of an accrual basis.

Key words: *public sector, the financial statements, non-profit success, accounting basis, accounting.*

JEL: M48.

UVOD

Problem razgraničenja rashoda i prihoda na obračunske periode nastaje zbog vremenske neusklađenosti perioda nabavke resursa/inputa, njihove potrošnje, a zatim i realizacije ciljnih učinaka. U hipotetičkom slučaju, kada bi se u istom obračunskom periodu u kojem su resursi nabavljeni ostvarila proizvodnja ciljnih učinaka i izvršila njihova prodaja, tumačenje principa uzročnosti, odnosno pitanje trenutka realizacije, ne bi bilo sporno. Rezultat poslovnog delovanja jednostavno bi se utvrdio kao razlika ostvarenih, tržišno verifikovanih benefita i prethodno izvršenih ulaganja. U tom slučaju ostvareni efekat od preduzetih aktivnosti predstavljao bi nominalno iskazani prirast priliva sredstava od prodaje predmeta realizacije, u odnosu na prethodno izvršena ulaganja. Međutim, u praksi nabavka i potrošnja proizvodnih resursa, po pravilu, ne dešava se u istom obračunskom periodu, zbog čega se postavlja pitanje priznavanja potrošnje resursa, odnosno priznavanja troškova, gde se navedeni period može protezati od perioda zaključenja posla do perioda odložene naplate predmeta ugovaranja.

Upravo različito tumačenje trenutka realizacije osnov je različitog tumačenja gotovinske, odnosno obračunske računovodstvene osnove. Sve veće udaljavanje tumačenja trenutka realizacije od tržišne verifikacije realizovanih efekata uslovljava veću razliku između informacionih sadržaja finansijskih izveštaja zasnovanih na jednoj, odnosno drugoj računovodstvenoj osnovi. Za razliku od gotovinske računovodstvene osnove koja finansijsko izveštavanje

svodi na izveštavanje o poslovnim ostvarenjima koji su novčano potvrđeni, obračunska računovodstvena osnova u poslovna ostvarenja uključuje i faze poslovnog ciklusa čija se naplata, odnosno plaćanje tek očekuje. U tom smislu primena gotovinske, odnosno obračunske računovodstvene osnove praktično znači izbor između veće pouzdanosti finansijskog izveštavanja uz manji informacioni sadržaj ili manju pouzdanost finansijskih izveštaja, ali dugoročniji opseg informacija koje obuhvataju.

Polazeći od potreba finansijskog izveštavanja subjekata javnog sektora postavlja se pitanje da li je primena gotovinske osnove i favorizovanje zahteva izvesnosti dovoljno za sprovođenje upravljačke politike entiteta javnog sektora, odnosno da li se upravljanje entitetom javnog sektora isključivo svodi na izveštavanje o poslovnim ostvarenjima. Zahtev izveštajnosti jeste rešenje ako se entitet javnog sektora posmatra kao izvršilac eksterno definisanih ciljeva, gde se uspeh dovodi u vezu sa ostvarenjem ciljeva definisanih zakonom, odnosno normativnim aktom. Ipak, u uslovima sve izvesnije nedovoljnosti javnih finansija i potrebe efikasnije potrošnje javnih finansija sve su konkretniji zahtevi za razvoj menadžmenta unutar entiteta javnog sektora. Aktivnija politika odlučivanja i razvoj upravljačkih veština podrazumeva obuhvatnije i dalekosežnije informacione sadržaje koje je moguće obezbediti samo primenom obračunske računovodstvene osnove.

1. RAČUNOVODSTVENE OSNOVE FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA U JAVNOM SEKTORU

Izborom računovodstvene osnove utvrđuje se trenutak kada se transakcija, odnosno poslovni događaj smatra realizovanim, u smislu kada se efekti poslovnog delovanja pripisuju konkretnom obračunskom periodu, za potrebe finansijskog izveštavanja. Naime, kao posledica kontinuiteta poslovnih aktivnosti, u skladu sa primenom *going concern* principa, ključan je zahtev periodizacije poslovnih rezultata koji podrazumeva razgraničenje ukupno ostvarene potrošnje na ulaganja perioda, kao segmente imovine (bilansa stanja) i na rashode perioda, kao segmente rezultata (bilansa uspeha). Šire posmatrano, izbor računovodstvene osnove posledica je tumačenja načela uzročnosti koji zahteva da se *“prihodi i rashodi dodeljuju obračunskom periodu u kojem su nastali, bez obzira na to da li su rashodi isplaćeni, a prihodi naplaćeni”* (IFRS 15, 2017). Različito tumačenje trenutka realizacije, kao osnova izbora računovodstvene osnove, direktno opredeljuje način utvrđivanja i visinu periodičnog rezultata, a što dalje utiče na iskazivanje poslovne uspešnosti po poslovnim periodima, nastanak poreske obaveze i iznos poreskih izdvajanja, način očuvanja zahteva likvidnosti, formiranje potrebe za kreditiranjem, odnosno stvaranje mogućnosti ulaganja i sl.

1.1. Trenutak realizacije i računovodstvene osnove

Kao što je prethodno rečeno,

ključno pitanje izbora računovodstvene osnove jeste pitanje tumačenja trenutka realizacije. S tim u vezi, novom direktivom 2013/34/EU (Directive EU, p. 30) precizirano je da se u bilansima uspeha mogu priznati samo realizovani dobiti i gubici, dok se nerealizovani dobiti i gubici ne smeju prikazati kao komponente rezultata. U ekstremnom slučaju, pod pojmom realizacije smatra se trenutak prodaje predmeta realizacije za novac, u smislu njegove konverzije za ekvivalentni iznos novčanih sredstava. Ipak, često se proces realizacije odvija u više obračunskih perioda zbog čega je, radi utvrđivanja poslovne uspešnosti izdvojenog perioda, neophodno kao trenutak realizacije tumačiti jedan od sledećih događaja:

- preuzimanje obaveze (zaključenje ugovora);
- završetak proizvodnje;
- fakturisanje potraživanja;
- isporuka dobara / izvršenje usluge;
- isticanje garantnog perioda;
- isticanje perioda odložene naplate realizovanih roba i usluga.

Različitost trenutka realizacije koji se proteže od zaključenja ugovora, odnosno preuzimanja obaveza do naplate potraživanja, u smislu priliva novčanih sredstava, odnosno isteka garantnog perioda opredeljuje način razgraničenja periodičnih rezultata. Na osnovu tumačenja trenutka realizacije utvrđuje se koji će se deo ulaganja odložiti u aktivi, kao imovina u delu stanja zaliha nedovršene proizvodnje i gotovih proizvoda, kao budući rashod, a

koji će se deo ulaganja u toku perioda priznati na rashodnoj strani bilansa uspeha. Zapravo, upravo **tumačenje trenutka realizacije**, kao odgovora na pitanje da li prihod, a time i rezultat poslovanja, pripada konkretnom obračunskom periodu ili ne, određuje **razliku između gotovinske i obračunske računovodstvene osnove**. Tumačenje trenutka realizacije u skladu sa gotovinskom, odnosno obračunskom računovodstvenom osnovom grafički se može predstaviti kao na slici br. 1.

Uže, odnosno gotovinsko tumačenje trenutka realizacije, u smislu realizovanih prihoda (čine rezultat perioda) priznaje samo naplaćene prihode – primanja, dakle prilive gotovine, isključujući iz periodičnog rezultata ostale faze procesa realizacije, gde, pre svih, spada fakturisana realizacija, kao i isporučena

nefakturisana dobra i usluge. Pri tome se pod prilivima gotovine, u smislu ostvarenih prihoda, smatraju kako prilivi ostvareni realizacijom učinaka, tako i prilivi, odnosno primanja od prodaje nefinansijske imovine. S druge strane, šire odnosno obračunsko gledište trenutka realizacije, kao realizovane prihode priznaje sve prihode koji su nastali, u skladu sa načelom poslovnog događaja, bez obzira da li je po tom osnovu ostvaren efektivni priliv gotovine ili ne. Između gotovinske i obračunske računovodstvene osnove kao međusobno dijametralno pozicioniranih utvrđene su različite modifikacije jedne i druge, u smislu njihove kombinacije. U tabelarnom prikazu koji sledi (tabela 1) dat je prikaz prednosti i nedostataka gotovinske, odnosno obračunske računovodstvene osnove, kao i njihov uporedni pregled.

Slika 1: Tumačenje trenutka realizacije u skladu sa primenom gotovinske, odnosno obračunske računovodstvene osnove

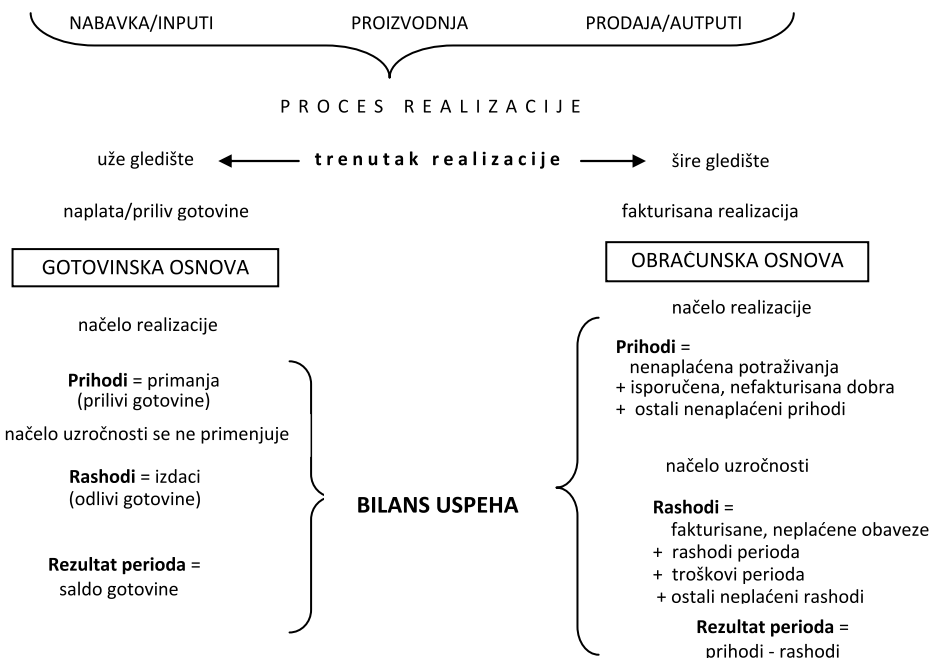


Tabela 1: Gotovinska vs obračunska računovodstvena osnova

	GOTOVINSKA OSNOVA	OBRAČUNSKA OSNOVA
Definicija	Prihod se evidentira kada se gotovina primi, a trošak kada se izvrši plaćanje – evidentira kretanje gotovine	Prihod se evidentira kada se zaradi, a trošak kada nastane – bez obzira na protok novca
Konta vremenskih razgraničenja	Koriste se u bilansu stanja	Ne koriste se u bilansu uspeha
Delimično ili potpuno priznavanje	Nepriznavanje prihoda i rashoda različitih od tokova gotovine	Priznavanje prihoda i rashoda u trenutku nastanka bez obzira na tokove gotovine koji proističu
Nenaplaćeni/neplaćeni računi	Ne priznaju se u bilansu uspeha	Priznaju se u potpunosti
Uticaj na rezultat promene imovine različite od gotovine	Ne utiče	Utiče
Usklađenost sa MRS za javni sektor	Neusklađenost sa MRS za javni sektor	Usklađenost
Vremenski obuhvat	Kraći nego obračunska osnova	Duži nego gotovinska osnova
Prednosti	Lakši za praćenje i evidentiranje, omogućava pouzdan monitoring gotovine, smanjuje mogućnost greške zbog procene	Pruža obuhvatnije informacije o prihodima i rashodima, uključuje neplaćene isplate i nenaplaćena uplate, omogućava procenu neto dobitka ili neto gubitka, daje osnov za procenu finansijskog položaja koji pored gotovine uključuje i buduće, odnosno očekivane novčane prilive
Nedostaci	Daje užu finansijsku sliku koja u cilju unapređenja informacionog sadržaja treba da se dopuni uvidom u stanje sredstava iskazanih na kontima vremenskih razgraničenja	Složeniji metod, uključuje procenu, pouzdana softverska podrška

Prethodnim razmatranjem obeležja gotovinske i obračunske računovodstvene osnove moguće je sagledati prednosti i nedostatke svake pojedinačno. Zavisno od potreba poslovnog upravljanja, izbor računovodstvene osnove može da ide u prilog i jedne i druge. Ipak, u praksi, kao prihvatljivo rešenje pokazalo se približavanje gotovinske obračunskoj osnovi, odnosno obračunske gotovinskoj, što je uslovalo nastanak različitih modifikacija prilagođeno potrebama entiteta.

Kao jedan od načina modifikacije obračunske osnove moguće je prihode priznavati u periodu u kojem su ne samo iskazani već i raspoloživi na računu entiteta, a rashode u periodu u kojem je nastala obaveza za plaćanje, bez obzira da li je plaćanje stvarno i izvršeno. Ovakva modifikacija obračunske osnove posledica je tumačenja i primene načela opreznosti koji zahteva da se periodični rezultat „oprezno“ odmeri, u smislu da se ne uključe svi očekivani dobitci, ali da se s druge strane uključe svi očekivani

gubici.

Takođe, često se u praksi dešava da se manjkavosti obračunske i gotovinske osnove prevazilaze na način da se u okviru računovodstvenog sistema primenjuju obe, iako se radi o jednom i jedinstvenom pravnom entitetu. U tom smislu, izbor računovodstvene osnove zavisiće od vrste finansijskog izveštavanja (na primer za eksterne i interne korisnike, za potrebe praćenja proizvodnog ciklusa ili za potrebe praćenja novčanih tokova i sl.), u smislu informacionih zahteva koje finansijski izveštaji treba da zadovolje. Međutim, i pored očiglednih prednosti korišćenja više računovodstvenih osnova neophodno je da pozitivni efekti raspoloživih informacija opravdaju troškove uzrokovane njihovom izradom i vođenjem.

1.2. Gotovinska računovodstvena osnova

Primena gotovinske računovodstvene osnove zahteva da se prihodi priznaju samo ukoliko proističu iz priliva novčanih sredstava, a rashodi samo u visini stvarno izvršenih plaćanja (Uredba o budžetskom računovodstvu, 2006, čl. 4.). Na taj način gotovinska osnova svodi prihode i rashode perioda na iznose efektivnih plaćanja, a rezultat perioda na saldo gotovinskih tokova. Tumačenje trenutka realizacije, kao trenutka kada se izvrši razmena novčanih sredstava za dobra, odnosno usluge smatra se opravdanom s obzirom na pouzdanost iznosa priznatih prihoda i njima uzrokovanih troškova (Ranković, J., 2005, str. 186).

Uticaj priznavanja prihoda i rashoda u trenutku efektivnog kretanja gotovine, po gotovinskoj osnovi,

uslovljava veći periodični rezultat u obračunskom periodu kada se ostvari priliv sredstava od naplate potraživanja ili izostanu plaćanja obaveza zbog odloženog dospeća plaćanja (slučaj 1). Suprotno, u slučaju iskazivanja manjeg periodičnog rezultata ostvarena realizacija naplaćuje se u narednom obračunskom periodu, a obaveze su izmirene u tekućem (slučaj 2). Bez obzira o kom slučaju je reč, zajednička karakteristika je da se period realizacije u smislu nastanka poslovnog događaja i period iskazivanja periodičnog rezultata, kao priznavanja efekta realizacije, ne podudaraju. U periodu priliva sredstava koji prethode realizaciji ciljnih učinaka gotovinska osnova omogućava formiranje značajnog fonda novčanih sredstava kojeg je moguće plasirati do roka dospeća budućih obaveza. Isto tako, u periodu ulaganja koja se sprovode radi realizacije budućih poslovnih učinaka neophodno je obezbediti značajna finansijska sredstva koja mogu usloviti i pojavu periodičnih gubitaka, odnosno potrebu za zaduživanjem sve dok se ne ostvare efektivni prilivi od investiranja iz ranijeg perioda.

Prihodi se priznaju u periodu kada je realizacija naplaćena, odnosno kada se ostvari priliv novca, bez obzira u kom obračunskom periodu je efekat realizacije ostvaren. Do trenutka naplate nenaplaćena potraživanja ostaju na kontima pasivnih vremenskih razgraničenja, kao očekivani, odnosno budući prihod. Po istom osnovu rashodi se priznaju u periodu plaćanja, odnosno izmirenja dospelih obaveza, bez obzira u kom periodu će se efekti izvršene potrošnje realno koristiti. Do trenutka plaćanja obaveze se prate na odgovarajućim kontima aktivnih

vremenskih razgraničenja, kao očekivani, odnosno budući rashod. U slučaju da se ne naplate potraživanja, odnosno ne plate ili isplate obaveze, otpis takvih potraživanja, odnosno obaveza nema uticaj na periodični rezultat u periodu kada se vrši otpis. Iskazivanje amortizacije, kao troška vremenskog korišćenja sredstva, po gotovinskoj osnovi predstavlja korekciju nabavne vrednosti primenom konta ispravke vrednosti čime se dobija sadašnja, odnosno neotpisana vrednost, a koja ne utiče na rezultat perioda. Ukupni izdatak po osnovu investiranja u opremu priznaje se u periodu njene nabavke, bez obzira na rok korišćenja koji se po pravilu proteže na više poslovnih godina.

U nastavku teksta, prikazaćemo način utvrđivanja periodičnog rezultata u uslovima primene gotovinske osnove u slučaju kada (An Introduction, Raj

Gnanarajah, Analyst in Financial Economics, 2014, pp. 301):

- prvo, primanje sredstava (priliv gotovine) prethodi realizaciji ciljnih učinaka – avansna primanja;
- drugo, proizvodnja ciljnih učinaka prethodi ostvarenju primanja od njihove realizacije – prodaja na odloženo plaćanje;

Prepostavke modela:

- proizvodni ciklus traje dve godine;
- ugovoreni prihodi na godišnjem nivou su 2.400;
- planirani troškovi na godišnjem nivou su 600;
- godišnja stopa poreza na dobit je 10%;
- iznos avansnog davanja je 600.

Slučaj 1 - Primanje novčanih sredstava u prvoj godini proizvodnog ciklusa (primljeni avans)

31. decembar 20xx./31.decembar 20xx+1.

GOTOVINSKA OSNOVA			
Bilans uspeha		20xx.	20xx +1.
1.	Prihodi	2.400	0
2.	Rashodi	(600)	(600)
3.	Dobitak (gubitak)	1.800	(600)
4.	Porez	(180)	60
5.	Neto dobitak / gubitak	1.620	(540)
Bilans stanja		20xx.	20xx+1.
6.	Gotovina	2.220	1.680
6a	Potraživanja		
8.	Obaveze		
9.	Kapital	2.220	1.680

- Ukupni prihodi priznati su u godini priliva novčanih sredstava, dok je u drugoj godini po istom osnovu prihod nula.
 - Rashodi perioda priznaju se linearno, u jednakim iznosima svakog obračunskog perioda, u skladu sa isplatom novčanih sredstava.
 - Rezultat u prvoj godini veći je zbog priznavanja ukupnih prihoda, a kao posledica izostanka prihoda u drugoj godini, u drugoj godini iskazan je gubitak.
 - Zbog priznavanja ukupnih prihoda u prvoj godini ukupna poreska obaveza nastaje u prvoj godini, čime su preuzete ukupne poreske obaveze, dok u sledećoj godini kada je iskazan gubitak nema obaveze plaćanja poreza. Zbog izmirenja ukupne poreske obaveze u prvoj godini, periodični rezultat po tom osnovu biće manji nego u drugoj godini.
 - Stanje imovine u prvoj godini iznosi 2.220 zbog realizacije neto dobitka od 1.620 i iznosa prethodno plaćene obaveze od 600. Deo ovih sredstava koristiće se za pokriće gubitka naredne godine ($2.220 - 540 = 1.680$).
- U skladu sa primenom gotovinske osnove, izostanak novčanih priliva u prvoj godini (slučaj br. 2) uslovljava nastanak gubitka u prvoj godini, zbog nedovoljnih novčanih sredstava, a koji će se nadokaditi iz priliva naredne godine. Kao i u prethodnom slučaju, obaveze iz poslovanja dospevaju na izmirenje linearno u svakom obračunskom periodu.

Slučaj 2 - Prihodovanje novčanih sredstava u drugoj godini proizvodnog ciklusa
(prodaja na odloženo)

1. decembar xx./ 31. decembar 20xx+1.

GOTOVINSKA OSNOVA			
Bilans uspeha		20xx	20xx+1.
1.	Prihodi	0	2.400
2.	Rashodi	(600)	(600)
3.	Preneti dob/gub		(600)
4.	Dobitak / gubitak	(600)	1.200
5.	Porez	0	(120)
6.	Neto dobitak / gubitak	(600)	1.080
Bilans stanja		20xx.	20xx+1.
7.	Gotovina	0	1.680
8.	Potraživanja		
9.	Obaveze		
10.	Kapital	0	1.680

- U prvoj godini kada je ostvaren negativan poslovni rezultat nema obaveze po osnovu poreza na dobit, dok u drugoj godini, zbog prihodovanja ukupnih priliva, ostvaruje se visok periodični rezultat, koji kao ukupna poreska osnovica uzrokuje značajne poreske obaveze.
- Rashodi prve godine zbog ostvarenja periodičnog gubitka platiće se iz uloženog kapitala, odnosno iznosa prethodno plaćenih obaveza (avansna davanja) čija visina je jednaka visini neto gubitka. Na taj način kapital na kraju prve godine jednak je nuli (iznos ulaganja = iznosu izvršenih plaćanja).
- Neto dobit druge godine iznosi 1.080 jer su iz prihoda te godine plaćeni rashodi tekućeg perioda, pokriven gubitak prethodne godine i izmirene poreske obaveze (2.400 – 600 – 600 – 120).
- Kapital u drugoj godini u odnosu na prethodnu povećan je za 1.680, kao posledica realizacija neto dobiti u drugoj godini i iznosa prethodno plaćenih obaveza (1.080 + 600).

Iako se slika poslovne uspešnosti značajno zamagljuje, posebno u prilikama značajnih odstupanja između perioda realizacije poslovnih prihoda i njihove naplate, pristalice gotovinske osnove, ipak, smatraju da je iznos novčanih sredstava jedini merodavan podatak u

smislu sigurnosti i izvesnosti ostvarenja. U prilog navedenog navodi se čest slučaj u praksi po kome pravno lice raspolaže materijalno opipljivim zalihama značajne knjigovodstvene vrednosti, a da je njihova prodaja prilično neizvesna, što je isti slučaj sa visokim, nenaplativim potraživanjima. Takođe, druge prednosti gotovinske računovodstvene osnove odnose se na lakoću njene primene, odsustvo potrebe za procenom budućih efekata poslovnih aktivnosti, kao i mogućnost lakog upoređivanja monetarno iskazanih poslovnih ostvarenja između različitih obračunskih perioda.

1.3. Obračunska računovodstvena osnova

Obračunska računovodstvena osnova priznaje prihode kada su zarađeni i rashode u periodu nastanka, bez obzira na prilive i odlive koji po tom osnovu proističu. To znači da obračunska računovodstvena osnova omogućava da se efekti, odnosno posledice preuzetih transakcija i poslovnih događaja u finansijskim izveštajima prikazuju u periodu njihovog nastanka, bez obzira na trenutak efektivne naplate, odnosno isplate sredstava. Ovo iz razloga što, u skladu sa Konceptualnim okvirom za finansijsko izveštavanje (CLJ17) „obračunska računovodstvena osnova priznaje efekte transakcija i

ekonomskih događaja u trenutku njihovog nastanka nezavisno od toga da li su gotovina ili gotovinski ekvivalenti po osnovu njih naplaćeni ili isplaćeni” (Predgovor Međunarodnim računovodstvenim standardima za javni sektor, 2007, str. 17). Na taj način finansijski izveštaji omogućavaju praćenje podataka o promenama ne samo gotovine, već i prihoda i rashoda, imovine, obaveza i ostalih poslovnih tokova, pružajući potpuniju sliku poslovne uspešnosti.

Dosledna primena obračunske osnove pruža informacije o ukupnim troškovima obračunskog perioda, uključujući i potrošnju stalnih sredstava, odnosno amortizaciju kao posledicu realizacije dobara u periodu korišćenja sredstava. S druge strane, vrednost nerealizovanih ulaganja odlaže se u aktivi bilansa stanja i priznaje kao rashod perioda u kojem se investirana sredstva koriste za pružanje usluga, kao komponenta rezultata tog obračunskog perioda.

Korišćenje obračunske osnove za merenje realizacije poslovnih ostvarenja treba da obezbedi indiferentnost iskazivanja poslovnih rezultata u odnosu na trenutak njihove tržišne verifikacije, odnosno uplate i isplate novčanih sredstava koji po tom osnovu proističu. Kao posledica navedenog, praćenje poslovne uspešnosti primenom obračunske računovodstvene osnove obezbeđuje iskazivanje istog poslovnog rezultata, nezavisno od toga kada se vrši

efektivna naplata realizacije i plaćanje obaveza, kao i nezavisno od toga da li naplata sredstava prethodi realizaciji ciljnih učinaka (slučaj br. 3) ili je obrnut slučaj (slučaj br. 4).

Tumačenje trenutka realizacije primenom obračunske osnove:

- ✓ Prihodi se priznaju u periodu realizacije učinaka, odnosno u trenutku fakturisanje realizacije, nezavisno od perioda naplate fakture, odnosno priliva sredstava koji po tom osnovu proističe.
- ✓ Rashodi se priznaju u periodu njihovog nastanka, bez obzira na trenutak plaćanja, odnosno izmirenja obaveza.
- ✓ Troškovi amortizacije nastaju u periodu korišćenja sredstava, bez obzira na period plaćanja obaveze po osnovu nabavke opreme. To znači da nastanak troška nije uslovljen plaćanjem fakture već upotrebom sredstva uvažavajući načelo nastanka poslovnog događaja.

Prethodni primer je za cilj imao prikazivanje načina utvrđivanja periodičnog rezultata i upravljanja poslovnim procesima u zavisnosti od odabira računovodstvene osnove. U nastavku teksta prikazaćemo slučaj izbora obračunske računovodstvene osnove, ukoliko, kao i ranije, postoje dve situacije, a to su:

- primanje sredstava (priliv gotovine) prethodi realizaciji ciljnih učinaka - avansna primanja;

Slučaj 3 - Primanje novčanih sredstava u prvoj godini proizvodnog ciklusa
(primljeni avans)

31. decembar 20xx/31. decembar 20xx+1.

OBRAČUNSKA OSNOVA			
Bilans uspeha		20xx.	20xx+1.
1.	Prihodi	1.200	1.200
2.	Rashodi	(600)	(600)
3.	Dobitak / gubitak	600	600
4.	Porez	(60)	(60)
5.	Neto dobitak / gubitak	540	540
Bilans stanja		20xx.	20xx+1.
6.	Gotovina	2.340	1.680
7.	Potraživanja		
8.	Obaveze	(1.200)	
9.	Kapital	1.140	1.680

– proizvodnja ciljnih učinaka prethodi ostvarenju primanja od njihove realizacije – prodaja na odloženo.

Pretpostavke modela ostale su nepromenjene u odnosu na primer tumačenja primene gotovinske osnove.

- Obračunska osnova opredeljuje iznose prihoda kada se izvrši realizacija ciljnih učinaka, bez obzira na trenutak efektivne naplate sredstava. To znači da se samo pripadajući deo naplaćenih prihoda u prvoj godini pripisuje rezultatu tog perioda, a ostatak – avansna primanja iskazuju se kao preuzete obaveze i prihoduju u godini kada se izvrši njihova prodaja, u skladu sa načelom nastanka poslovnog događaja.
- U skladu sa načelom uzročnosti, troškovi se priznaju u periodu realizacije prihoda koji su njima

izazvani, odnosno po 600 godišnje.

- Isti obim realizacije u oba obračunska perioda uzrokuje identičan periodični rezultat.
- Realizacija istog periodičnog rezultata, odnosno iste poreske osnovice uzrokuje istu visinu poreske obaveze, a time isti neto dobitak u obe godine.
- Kapital u prvoj godini jednak je ostvarenom neto rezultatu uvećanom za uloženi kapital u gotovini (540 + 600) i iznosi 1.140. Preuzete obaveze prve godine prihodovaće se naredne godine kada će utvrđeni kapital iznositi 1.680 (540 + 1.140). Razlika u imovini prve u odnosu na drugu godinu od 660 (2.340 – 1.680) jednaka je razlici između zbira preuzetih obaveza i uložene gotovine u prvoj godini u odnosu na preneti kapital iz te godine (1.200 + 600 – 1.140).

U skladu sa načelom realizacije, prihodi se pripisuju obračunskom periodu u kome su nastali bez obzira da li je po tom osnovu ostvaren priliv gotovine ili ne. Na taj način iznos prihoda u obe godine je ujednačen i ne zavisi od efektivnih uplata (slučaj 4).

- Troškovi nastaju i plaćaju se u skladu sa protokom vremena radi očuvanja kontinuiteta poslovanja i na godišnjem nivou iznose 600.
- Isti iznos prihoda i rashoda znači ostvarivanje istog periodičnog rezultata i isti iznos obaveze po osnovu poreza, kao i neto dobitka.
- Stanje imovine u prvoj godini iznosi nula jer je uloženi kapital od 600 iskorišćen za pokriće troškova perioda, a pripadajući iznos potraživanja i obaveza koje se odnose na drugu godinu priznaju se u tom obračunskom periodu, u skladu sa načelom uzročnosti.
- Stanje kapitala na kraju prve godine iznosi 1.140 što je jednako iznosu početnog ulaganja od 600 i ostvarenoj neto dobiti prve godine u iznosu od 540.
- Stanje imovine u drugoj godini jednako je iznosu prenetog kapitala iz prve godine i ostvarenom neto dobitku iz druge godine od 540.
- Specifičnost obračunske osnove u skladu sa načelom nastanka poslovnog događaja zahteva prikazvanje prihoda u prvoj godini koji će biti naplaćeni naredne godine od 1.200 (pozicija 8), kao i iskazivanje poreskih obaveza koje će biti plaćene u drugoj godini (pozicija 9).
- Stanje kapitala na kraju druge godine iznosi 1.680 koji je ostvaren prenosom kapitala iz prve godine od 1.140 i uvećanjem za realizovanu dobit naredne godine.

Slučaj 4 - Prihodovanje novčanih sredstava u drugoj godini proizvodnog ciklusa (prodaja na odloženo)

31. decembar 20xx./ 31. decembar 20xx+1.

OBRAČUNSKA OSNOVA			
Bilans uspeha		20xx.	20xx+1.
1.	Prihodi	1.200	1.200
2.	Rashodi	(600)	(600)
3.	Dobitak / gubitak iz 2015		-
4.	Dobitak / gubitak	600	600
5.	Porez	(60)	(60)
6.	Neto dobitak / gubitak	540	540
Bilans stanja		20xx.	20xx+1.
7.	Gotovina	0	1.680
8.	Potraživanja	1.200	
9.	Obaveze	(60)	
10.	Kapital	1.140	1.680

Zagovornici obračunske računovodstvene osnove navode njenu veću objektivnost i mogućnost potpunijeg sagledavanja poslovnih ostvarenja u odnosu na gotovinsku osnovu. Svakako treba navesti i mogućnost vođenja uravnoteženije i dugoročnije finansijske politike u cilju očuvanja zahteva likvidnosti i to kako u delu realnijeg sagledavanja potreba za zaduživanjem, tako i u delu objektivnijeg razmatranja mogućnosti za eventualno plasiranje slobodnih novčanih sredstava. Ipak, pitanje procene stepena i nivoa realizacije, kao i tumačenje trenutka realizacije ostavlja prostor za stručne polemike i različite pristupe njene primene.

2. RAČUNOVODSTVENE OSNOVE I INFORMACIONI POTENCIJAL FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA U JAVNOM SEKTORU

Informacioni potencijal finansijskih izveštaja u uslovima poslovnog okruženja sličnih karakteristika, kao i sprovođenja poslovnih aktivnosti ujednačenog stepena rizičnosti neposredno je uslovljen izborom računovodstvene osnove. Uključivanje pretpostavki o izvesnosti poslovnog okruženja i rizičnosti poslovanja pojedinih entiteta veoma je bitno, ima li se u vidu da je informacioni potencijal finansijskih izveštaja, ukoliko se isključi uticaj navedenih pretpostavki, značajno definisan izborom računovodstvene osnove. Drugim rečima, to znači da izbor računovodstvene osnove direktno utiče na informacioni potencijal finansijskog izveštavanja i to kroz:

- period, odnosno dužinu sagledavanja zahteva uspešnosti i realizacije poslovnog učinaka;
- pouzdanost i/ili objektivnost informacija koje finansijski izveštaji obezbeđuju.

Za razliku od gotovinske računovodstvene osnove, koja favorizuje zahtev pouzdanosti na račun, odnosno uštrb mogućnosti sagledavanja budućih poslovnih učinaka, obračunska računovodstvena osnova, uvažavanjem budućih poslovnih efekata, uključuje faktor procene čime gubi elemente pouzdanosti. U tom smislu, jasno je da je izbor računovodstvene osnove praktično izbor između međusobno suprotstavljenih obeležja finansijskih izveštaja, a to su potpunost (obuhvatnost) i pouzdanost (relevantnost) informacija koja obezbeđuju. U tom smislu, informacioni potencijal finansijskih izveštaja zasnovan na gotovinskoj računovodstvenoj osnovi je pouzdan, ali kratkovid, a u slučaju obračunske računovodstvene osnove, kao rezultat usvojenih politika procene i priznavanja efekta realizacije, dalekosežniji, ali sa većim stepenom neizvesnosti.

Finansijski izveštaji sastavljeni na gotovinskoj osnovi preventivno su namenjeni izveštavanju o izvršenju referentnih vrednosti. U slučaju entiteta javnog sektora, to znači da su namenjeni upoređivanju poslovnih ostvarenja u odnosu na eksterno utvrđene referentne vrednosti radi praćenja nivoa, karaktera i uzroka eventualnih odstupanja, kao i praćenja opravdanosti potrošnje namenski opredeljenih budžetskih sredstava. S druge strane, primena obračunske računovodstvene osnove daje prostor za vođenje aktivnije

upravljačke politike i to kako u delu sprovođenja investicione politike i politike zaduživanja, tako i u delu promene, odnosno unapređenja poslovnih aktivnosti.

2.1. Gotovinska računovodstvena osnova i informacioni potencijal finansijskih izveštaja

Finansijski izveštaji sastavljeni na gotovinskoj osnovi prikazuju stanje i promene stanja ostvarenih priliva, odliva, odnosno promena stanja gotovine – suficita ili deficita novčanih kretanja tokom perioda na koji se izveštaji odnose. Na osnovu informacija iz izveštaja o novčanim tokovima novčanih izveštaja moguće je oceniti sposobnost entiteta da generiše novac i novčane ekvivalente, ali i sagledati način upotrebe i efikasnost korišćenja raspoloživih likvidnih sredstava, pri čemu se novčani tokovi u finansijskim izveštajima klasifikuju na:

- novčane tokove iz poslovnih aktivnosti;
- novčane tokove iz investicionih aktivnosti;
- novčane tokove iz finansijskih aktivnosti.

Za potrebe subjekata javnog sektora navedeni zahtevi pre se odnose na očuvanje zahteva likvidnosti i poštovanje rokova plaćanja preuzetih obaveza radi suzbijanja mogućih troškova zaduživanja i plaćanja zatezних kamata i penala za kašnjenje, nego što se očekuje sprovođenje značajne investicione politike. Ipak, investiranje javnih sredstava, kao oblik ulaganja, odnosno sticanja dodatnih budžetskih primanja nije zanemarljivo, posebno ima li se u vidu obim i izvesnost budžetskih priliva koji je značajno veći

nego što je to slučaj u privredi.

Ipak, značajna informaciona podrška finansijskog izveštavanja zasnovana na gotovinskoj osnovi i velika zastupljenost korišćenja ove osnove kod korisnika javnih sredstava ne samo da značajno ograničava informacione domete finansijskih izveštaja, pre svega o budućim ostvarenjima, već i informacije koje obezbeđuje mogu da navedu na pogrešne poslovne zaključke. Na primer, u situaciji kada je novčani suficit određenog perioda visok, izostanak informacija o skorom dospeću obaveza može da navede na neosnovane poslovne odluke i stvaranje zablude o dobrom poslovanju i ostvarenju viškova. Isti je slučaj kada je u određenom periodu iskazan novčani deficit, pri čemu postoje značajna nenaplaćena potraživanja sa visokim stepenom izvesnosti naplativosti, a što može navesti na zaključak o potrebi neosnovanog zaduživanja. U tom smislu, iako kontinuitet poslovnog delovanja zahteva blagovremeno informisanje o očekivanim prilivima i odlivima, kako bi se eventualne preteče tačke buduće nelikvidnosti na vreme izbegle ili bar efikasno prevazišle, savremeni uslovi privređivanja, koji se i kod korisnika javnih sredstava sve manje zasnivaju na novčanoj stabilnosti, zahtevaju sagledavanje kako mogućeg zaduživanja, tako i davanja garancija, odnosno plasiranja slobodnih novčanih sredstava, kao i drugih vidova ulaganja kapitala.

U pojedinim situacijama prilive i odlive sredstava treba vezivati za drugi obračunski period bez obzira na efekat stvarnih novčanih kretanja, a isto tako određene prihode i rashode treba pripisati posmatranom obračunskom

periodu, i pored izostanka novčanih tokova. U navedenim slučajevima radi se o odstupanjima, odnosno modifikaciji gotovinske osnove, a što je slučaj sa informacijama prezentovanim u dodatnim finansijskim izveštajima koji se odnose na:

- iznose datih, odnosno primljenih garancija za dobro obavljene poslove koji predstavljaju odlive ili prilive gotovine, ali nisu prihod odnosno rashod perioda u kome nastaju;

- iznose primljenih, odnosno datih avansa koji će biti prihod i rashod u periodu kada se primi odnosno isporuči faktura – princip fakturisanje realizacije;

- iznose obračunate amortizacije, kao trošak upotrebe sredstava tokom vremena, bez obzira na izostanak gotovinskih isplata;

- ostale gotovinske isplate koje nemaju tretman troška (plaćeni PDV, plaćanja koja će se refundirati na teret troška drugog subjekta);

- ostale gotovinske uplate koje nemaju tretman prihoda (naplaćeni PDV, uplate za pokriće troškova prethodnog perioda).

U situaciji primene gotovinske računovodstvene osnove, a što je čest slučaj za subjekte javnog sektora neophodno je omogućiti dodatne informacione sadržaje na osnovu kojih se stiče uvid u dve vrste korekcija novčanih kretanja i to:

- za rashode i izdatke koji ne dovode do odliva novca;

- za prihode i primanja koja ne dovode do priliva novčanih sredstava.

U skladu sa principom opreznosti i očuvanja likvidnosti, dodatni finansijski izveštaji treba da pruže informacije o iznosima preuzetih, a neizmirenih obaveza, kao i o rokovima

njihovog dospeća. Tako, na primer, za potrebe praćenja izvršenja budžeta koje se zasniva na primeni gotovinske osnove, u skladu sa zahtevima budžetskog računovodstva – “računovodstva aproprijacija”, pored informacija o ostvarenom suficitu odnosno deficitu izveštajnog perioda, dodatni finansijski izveštaji obezbeđuju informacije o načinu i dinamici korišćenja namenski opredeljenih sredstava – aproprijacija, uključujući i ugovorene, odnosno preuzete obaveze. Prednost korišćenja dodatnih informacionih sadržaja u odnosu na “čisto” gotovinske je mogućnost potpunijeg sagledavanja podataka o ugovorenim obavezama i stanju fakturisanje, a nenaplaćene realizacije (stanje konta obaveza i potraživanja).

2.2. Obračunska računovodstvene osnova i informacioni potencijal finansijskih izveštaja

Za razliku od gotovinske, obračunska osnova prihode i rashode perioda, kao efekte realizacije, priznaje u trenutku nastanka poslovnog događaja bez obzira kada je naplata, odnosno plaćanje po tom osnovu izvršeno. Periodizacija poslovnih ostvarenja u skladu sa načelom nastanka poslovnog događaja pruža objektivniju i kompletniju sliku o poslovnim ostvarenjima bez obzira da li se naplata potraživanja vrši pre ili posle realizacije ciljnih učinaka. To znači da obračunska osnova omogućava bolje razumevanje finansijskog stanja, kao i poslovnog položaja entiteta, odnosno pouzdaniju informacionu osnovu za donošenje operativnih i finansijskih odluka. Uravnotežena politika prikazivanja periodičnih rezultata, u skladu sa

načelom nastanka poslovnog događaja, pruža mogućnost za vođenje efikasnije poreske politike i realnije plaćanje obaveza po osnovu realizovane vrednosti, a na osnovu kretanja novčanih tokova. U skladu sa tim, informaciona dominacija obračunske računovodstvene osnove posledica je omogućavanja uvida u stanje i promene stanja ukupne imovine koja je od strane osnivača i/ili finansijera korisniku poverena na korišćenje i upravljanje, kao i o načinu, odnosno efikasnosti njene upotrebe. Na bazi finansijskih izveštaja sastavljenih po obračunskoj osnovi moguće je pored stanja i promene novčanih tokova izveštajnog perioda dobiti pouzdanije informacije i o:

- finansijskom položaju entiteta (saldo potraživanja i obaveza);
- mogućnostima plasiranja slobodnih novčanih sredstava;
- poštovanju namenske opredeljenosti sredstava prema izvorima finansiranja;
- svrsishodnosti korišćenja imovine koja se nalazi pod kontrolom izveštajnog entiteta i sl.

Drugim rečima, primena obračunske osnove omogućava da se iz finansijskih izveštaja entiteta oceni njegov finansijski položaj (bonitet), finansijske performanse, promene neto imovine, kao i stanje, odnosno promene stanja na novčanim tokovima. Međutim, primena obračunske osnove, pored veće kompleksnosti i obuhvata u odnosu na gotovinsku, zahteva rešavanje problema očuvanja formalne i sadržinske doslednosti informacionih sadržaja, radi njihovog praćenja i poređenja u vremenu. Ovde se pre svega misli na

rešavanje pitanja utvrđivanja:

- trenutka realizacije, u smislu trenutka priznavanja komponenti rezultata izdvojenog obračunskog perioda;
- vrednosti, odnosno iznosa po kojem se komponente periodičnog rezultata priznaju, uvažavajući načelo opreznosti.

Za razliku od obračunske, gotovinska osnova, s obzirom da informacije o realizaciji poistovećuje sa tržišnom verifikacijom, nema nedoumice oko priznavanja predmeta realizacije i procene njegove vrednosti. Ipak, priznavanjem predmeta, odnosno trenutka realizacije šire od tržišne realizacije moguće je steći uvid o ukupnoj imovini, obavezama, a time i o neto imovini entiteta, u okviru svakog obračunskog perioda. Ipak, i pored toga što je obračunska osnova “najprimerenija za izveštavanje o učinku u pogledu upravljanja imovinom i ekonomičnosti, ta osnova ne mora biti i najbolja za izveštavanje, ukoliko se učinak meri nekim drugim kriterijima za koje se smatra da su važniji” (Allen R., Tommasi, D. (2004). pp. 14). Zavisno od prethodno utvrđenih indikatora uspešnosti kriterijum uspešnosti poslovanja, može da se definiše različito od maksimizacije neto dobitka, kao, na primer, očuvanje likvidnosti, poštovanje rokova dospeća obaveza, praćenje izvršenja budžeta i sl.

ZAKLJUČAK

Izjednačavanje procesa realizacije i trenutka realizacije, u smislu njihovog dešavanja u istom

obračunskom periodu, pre se posmatra kao izuzetak, nego pravilo, što uslovljava da se u toku procesa realizacije definiše trenutak realizacije koji je relevantan za priznavanje dobitaka i gubitaka određenog perioda. Tumačenje trenutka realizacije, kao odgovora na pitanje da li prihod, a time i rezultat poslovanja pripada pojedinom obračunskom periodu ili ne, određuje razliku između gotovinske i obračunske računovodstvene osnove. Za razliku od gotovinske računovodstvene osnove koja prihode i rashode perioda svodi na iznose efektivnih plaćanja, a rezultat perioda na saldo gotovinskih tokova, obračunska računovodstvena osnova omogućava sagledavanje efekata, odnosno posledica preuzetih transakcija i poslovnih događaja u periodu njihovog nastanka, bez obzira na trenutak efektivne naplate, odnosno isplate sredstava. U tom smislu, informacioni potencijal finansijskih izveštaja u uslovima poslovnog okruženja sličnih karakteristika, kao i sprovođenja poslovnih aktivnosti ujednačenog stepena rizičnosti neposredno je uslovljen izborom računovodstvene osnove. Za potrebe finansijskog izveštavanja subjekata javnog sektora sve su izraženije tendencije da se finansijski izveštaji na bazi gotovinske osnove, ako ne zamene, onda bar dopune izveštajima sastavljenim na bazi obračunske osnove. Razlog za to je što obračunska računovodstvena osnova u skladu sa načelom nastanka poslovnog događaja pruža objektivniju i kompletniju sliku o poslovnim ostvarenjima, a time i mogućnost za vođenje aktivnije, odnosno odgovornije finansijske politike. Unapređenje upravljačke politike u domenu javnih finansija sve više se javlja kao potreba i

entiteta javnog sektora koji nedovoljnost raspoloživih sredstava i neophodnost zadovoljenja elementarnih, često i egzistencijalnih potreba, treba da nadomeste efikasnijom i odgovornijom upotrebom postojećih izvora.

LITERATURA

1. Allen, R., Tommasi, D. (2004). *Managing Public Expenditure: A Reference Book for Transition*. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:182:0019:0076:en:pdf>.
2. Gnanarajah, Raj (2014). *Cash Versus Accrual Basis of Accounting: An Introduction*. <http://www.sigmaweb.org/publications/39367695.pdf>.
3. Directive 2013/34/EU (2013). Of The European Parliament And Of The Council. *Official Journal of the European Union* (pp.19–76).
4. IAS 18 – Revenue (2010). *Handbook Of The Code Of Ethics For Professional Accountants*. International Federation of Accountants.
5. Knudsen, J. S., Moom J. (2017). *Visible Hands: Government Regulation International Business Responsibility*. Cambridge University Press.
6. Novičević, B., Borović, N. (2016). Business risk management in health care organizations financed from the budget. University of Niš. *Časopis za društvene nauke: Teme* 1/2016, str. 87–102.
7. Predgovor Međunarodnim računovodstvenim standardima za javni sektor (2007). *Međunarodni računovodstveni standardi za javni sektor*, SRRS, Beograd.
8. Ranković, J. (2005). *Teorija*

bilansa. Centar za izdavačku delatnost, Ekonomski fakultet, Beograd.

9. Singh, P. (2017). On the conceptual underpinnings of fair value accounting. *Economics Horizons*. Volume 19, Number 1, pp. 47–62.

10. Zakon o budžetskom sistemu ("Službeni glasnik RS", broj 54/2009, 73/2010, 101/2010, 101/2011, 93/2012, 62/2013, 63/2013 (ispr.), 108/2013, 142/2014, 68/2015 (dr. zakon), 103/2015, 99/2016, 113/2017, 95/2018 i 31/2019).

11. Zakon o računovodstvu („Službeni glasnik RS“, br. 62/2013 i 30/2018).

12. Uredba o budžetskom računovodstvu ("Službeni glasnik RS", br. 125/2003 i 12/2006), član 4.

13. Pravilnik o kontnom okviru i sadržini računa u kontnom okviru za privredna društva, zadruge i preduzetnike („Službeni glasnik RS“, br. 95/2014).

14. Pravilnik o standardnom klasifikacionom okviru i kontnom planu za budžetski sistem („Službeni glasnik RS“, br. 16/2016, 49/2016, 107/2016, 46/2017, 114/2017, 20/2018, 36/2018, 93/2018, 104/2018, 14/2019 i 33/2019).

15. Mišljenje Ministarstva finansija, br. 011-00-289/2015-16 od 9.4.2015. godine.

Primljen/Received: 15.4.2019.
Prihvaćen/Accepted: 21.5.2019.

UDC 658.14
005.334:334.726
336.748
Pregledni red

TEORIJSKO-EMPIRIJSKA ANALIZA SPROVOĐENJA HEDŽINGA IZLOŽENOSTI VALUTNOM RIZIKU U MULTINACIONALNIM KOMPANIJAMA

THEORETICAL AND EMPIRICAL ANALYSIS OF FOREIGN EXCHANGE
EXPOSURE HEDGING IN MULTINATIONAL COMPANIES

Nermina POBRIĆ
Univerzitet u Istočnom Sarajevu
Ekonomski fakultet Brčko
nermina.pobric.efb@gmail.com

Sažetak

U ovom radu predmet razmatranja je sprovođenje hedžinga, odnosno jedna od aktivnosti u procesu upravljanja izloženošću valutnom riziku u savremenim kompanijama. Autor navodi relevantna teorijska saznanja u vezi sa strategijama kod hedžinga izloženosti valutnom riziku, obuhvatnošću hedžinga sa stanovišta tipova izloženosti valutnom riziku, instrumentima finansijskog hedžinga, tehnikama operativnog hedžinga i bitnim pitanjima kod izbora odgovarajućih instrumenata i tehnika za sprovođenje hedžinga izloženosti valutnom riziku. Nakon teorijskih razmatranja, autor sagledava važnost i efikasnost hedžinga izloženosti valutnom riziku u kompanijama iz različitih delova sveta na osnovu rezultata nekoliko empirijskih istraživanja. Na osnovu dobijenih rezultata empirijskih istraživanja evidentno je da je razvijenija svest o važnosti i da su bolji preduslovi za sprovođenje hedžinga u velikim nego u malim i srednjim kompanijama. Većina kompanija za sprovođenje hedžinga kombinuje korišćenje instrumenata finansijskog i tehnika operativnog hedžinga, s tim što dominira korišćenje instrumenata finansijskog hedžinga, pre svega valutnih forvarda. Operativnim i finansijskim hedžingom može se smanjiti izloženost kompanije valutnom riziku.

Ključne reči: devizni kursevi, izloženost valutnom riziku, hedžing izloženosti valutnom riziku, finansijski hedžing, operativni hedžing.

Abstract

In this article the author considers foreign exchange exposure hedging i.e. one activity in the foreign exchange exposure management process in modern companies. She exposes relevant theoretical knowledge about the foreign exchange exposure hedging strategies, hedging scope from the point of view of foreign exchange exposure types, financial hedging instruments, operational hedging techniques, and important issues associated with choice of adequate foreign exchange exposure hedging instruments and techniques. After the theoretical knowledge is exposed, the author is analysing importance and efficiency of foreign exchange exposure hedging in companies all over the world based on results of some empirical research. From the results of empirical research it is clear that the awareness of hedging importance is more developed and there are better conditions for hedging in large companies than in small and middle companies. Most companies combine financial hedging instruments and operational hedging techniques but financial hedging instruments, especially forward contracts, are dominant hedging instrument. By financial and operational hedging it is possible to reduce company's foreign exchange exposure.

Key words: *foreign exchange rates, foreign exchange exposure, foreign exchange exposure hedging, financial hedging, operational hedging.*

JEL: G32.

UVOD

Varijabilnost novčanih tokova ili dobitaka koja se javlja kao posledica izloženosti kompanije valutnom riziku jedan je od faktora koji će motivisati kompanije da sprovedu hedžing. Potencijalne koristi od sprovođenja hedžinga izloženosti valutnom riziku veće su za kompanije čiji novčani tokovi ili dobitci su više varijabilni nego za kompanije čiji novčani tokovi ili dobitci su manje varijabilni, odnosno za kompanije koje su više izložene valutnom riziku u odnosu na kompanije koje su manje izložene valutnom riziku. Step en u kojem će fluktuacije deviznih kurseva uticati na novčane tokove kompanije zavisi od prirode njenih aktivnosti, tj. od nivoa izvozne i uvozne aktivnosti, njene uključenosti u međunarodne poslovne operacije, jačine valuta zemalja porekla njenih konkurenata i stepena konkurencije na tržištima njenih input-a i output-a.

Judga (2006) je interesovalo koliko izloženost kompanije valutnom riziku utiče na to da kompanija odluči da se zaštiti od njenih negativnih posledica i šta podstiče kompanije iz Velike Britanije na sprovođenje hedžinga izloženosti valutnom riziku, pa je to istražio na uzorku od 366 nefinansijskih kompanija iz grupe od 500 kompanija najveće tržišne vrednosti. Prema dobijenim rezultatima, izloženost kompanije valutnom riziku je veoma važan faktor kod odlučivanja kompanije o sprovođenju hedžinga. Utvrdio je, takođe, da postoji čvrsta veza između cene upadanja u finansijske nepravilike i odluke kompanije o sprovođenju hedžinga izloženosti valutnom riziku. Nivo likvidnosti kompanije je, takođe, važna determinanta odluke kompanije o

sprovođenju hedžinga. Veličina kompanije i hedžing su direktno srazmerni (videti više u: Judge, 2006).

Hedžing izloženosti valutnom riziku je jedna od aktivnosti u procesu upravljanja izloženošću. Upravljanje izloženošću valutnom riziku realizuje se kroz četiri faze: identifikovanje i kvantifikovanje izloženosti, definisanje politike upravljanja izloženošću, sprovođenje hedžinga i praćenje i izveštavanje o efektivnosti usvojene hedžing strategije. Identifikovanje izloženosti kompanije valutnom riziku zahteva analizu njenog celokupnog poslovnog ciklusa. Svi budući novčani tokovi čiji nastanak je izvestan jer proističe iz realizacije već sklopljenih ugovora i svi budući novčani tokovi u stranoj valuti čiji nastanak tokom vremena nije izvestan se predviđaju i kvantifikuju da bi se utvrdio nivo izloženosti valutnom riziku. Nakon što izmeri nivo izloženosti valutnom riziku, kompanija donosi odluku o tome za koliko izloženost će da sprovede hedžing. Ova odluka, kao i principi koje će kompanija slediti u upravljanju izloženošću, ciljevi koje će nastojati da ostvari, imena lica koja su ovlašćena da trguju u stranoj valuti za račun kompanije, strane valute u kojima je dozvoljeno izvršavati transakcije za račun kompanije, načini na koje kompanija može da spreči ostvarivanje suviše visokih gubitaka u slučaju pogrešnih predviđanja valutnih kretanja i drugi parametri efektivnog upravljanja izloženošću treba da budu jasno navedeni u politici upravljanja izloženošću kompanije valutnom riziku. Posle definisanja politike, kompanija treba da izabere i sprovede odgovarajuću hedžing strategiju, da donese i realizuje odluku o obuhvatnosti

hedžinga prema tipovima izloženosti i da izabere i sprovede jednu od dve ili obe vrste hedžinga i izabere i primeni odgovarajuće instrumente odnosno tehnike u okviru izabrane vrste hedžinga, polazeći od principa, ciljeva i odluke o veličini izloženosti za koju će da sprovede hedžing, navedenih u politici upravljanja izloženošću kompanije valutnom riziku. Efektivnost usvojene hedžing strategije se meri i dobijeni rezultati publikuju periodično. Na osnovu rezultata iz više perioda može se utvrditi da li je politika upravljanja izloženošću kompanije valutnom riziku svrsishodna i da li i u kojem delu je treba korigovati, kao i da li je usvojena hedžing strategija adekvatna.

Organizacija i cilj upravljanja izloženošću valutnom riziku i upravljanja rizikom, generalno, znatno su se promenili od 1980-ih godina do danas. Ranije, svaka poslovna jedinica u okviru kompanije je, nezavisno od drugih, upravljala rizikom. Takvo upravljanja rizikom nije bilo usklađeno na nivou kompanije. Primarni cilj ovog, *ad hoc* upravljanja rizikom bio je minimiziranje troškova. Danas, upravljanje izloženošću valutnom riziku u kompanijama je razvijenije, ima veći opseg, ima razdvojeno upravljanje dugoročnom i upravljanje kratkoročnom izloženošću i obuhvata finansijski i operativni hedžing. Krajnji cilj upravljanja rizikom je smanjivanje rizika, pri čemu se kompanija pozicionira tako da može da iskoristi povoljne mogućnosti koje nastaju iz valutnih kretanja. Aktivnim korišćenjem realnih ili finansijskih opcija, kompanije mogu da se zaštite od negativnih efekata i da ostvare korist po

osnovu pozitivnih efekata izloženosti valutnom riziku.

Sprovođenje hedžinga, odnosno jedna od aktivnosti u procesu upravljanja izloženošću valutnom riziku, u savremenim kompanijama je predmet istraživanja u ovom radu. Namera autora je da prezentovanjem relevantnih teorijskih saznanja u vezi sa procesom sprovođenja hedžinga i rezultata empirijskih istraživanja stanja i efektivnosti hedžinga izloženosti valutnom riziku kompanija iz različitih delova sveta omogući finansijskim menadžerima da steknu deo neophodnih znanja za efektivno upravljanje izloženošću.

Rad se sastoji od šest delova. U prvom delu rada biće razmotrene tri strategije kod hedžinga izloženosti valutnom riziku. Obuhvatnošću hedžinga sa stanovišta tipova izloženosti valutnom riziku bavićemo se u drugom delu rada. U naredna dva, trećem i četvrtom delu rada prezentovaćemo instrumente finansijskog hedžinga i tehnike operativnog hedžinga. Nekoliko bitnih pitanja kod izbora odgovarajućih instrumenata i tehnika za sprovođenje hedžinga razmotrićemo u petom delu rada. U poslednjem, šestom delu rada sagledaćemo važnost i efikasnost hedžinga izloženosti valutnom riziku u kompanijama iz različitih delova sveta na osnovu rezultata nekoliko empirijskih istraživanja.

1. STRATEGIJE KOD HEDŽINGA IZLOŽENOSTI VALUTNOM RIZIKU

Finansijski menadžment kompanije ima mogućnost da se opredeli za jednu od tri strategije kod hedžinga izloženosti valutnom riziku.

Naime, on može da odluči da *uvek sprovodi hedžing izloženosti, da nekad sprovodi, a nekad ne sprovodi hedžing izloženosti ili da uopšte ne sprovodi hedžing izloženosti valutnom riziku.*

Strategija stalnog sprovođenja hedžinga izloženosti valutnom riziku podrazumeva sprovođenje hedžinga bez obzira na očekivanja u vezi sa budućim kretanjem deviznih kurseva. Za hedžera koji sprovodi ovu strategiju pretpostavlja se da ima averziju prema riziku. Dakle, kompanija čiji finansijski menadžment ima izraženu averziju prema riziku uvek će sprovođiti hedžing izloženosti ne uzimajući u obzir očekivana valutna kretanja. Kompanije koje se opredeljuju za ovu strategiju smatraju da nije moguće predvideti buduće devizne kurseve. Ova strategija podrazumeva, takođe, potpunu fokusiranost hedžera na minimiziranje rizika i ignorisanje efekata uticaja tolike orijentisanosti ka smanjivanju rizika na očekivani prinos. Teorijski stavovi o tome da li je postavljanje cilja hedžinga u formi orijentisanosti ka minimiziranju rizika, uz zanemarivanje efekata na očekivani prinos, optimalno su različiti. Neki teoretičari smatraju da orijentisanost kompanije ka minimiziranju rizika, ne vodeći računa o tome kako će to uticati na očekivani prinos, nije optimalno postavljen cilj. Drugi teoretičari, pak, smatraju da je tako postavljen cilj hedžinga optimalan jer sprovođenje hedžinga ima mali uticaj na očekivani prinos, a veliki uticaj na rizik.

Druga strategija, u skladu sa kojom kompanija nekad sprovodi, a nekad ne sprovodi hedžing izloženosti valutnom riziku, koja se često naziva *strategija uslovnog sprovođenja hedžinga*, podrazumeva da hedžer

predviđa buduća valutna kretanja i na osnovu tih predviđanja donosi odluku o tome da li će sprovesti hedžing. Kada se hedžing sprovodi selektivno, njegov cilj nije minimiziranje rizika nego izbegavanje gubitka. Drugim rečima, predviđanje budućih kretanja deviznih kurseva, odlučivanje o hedžingu na bazi rezultata predviđanja i, konačno, sprovođenje hedžinga nije u funkciji minimiziranja rizika već je u funkciji maksimiziranja korisnosti za hedžera, pri čemu funkcija korisnosti proističe iz odnosa između rizika i očekivanog prinosa.

Pretpostavka na kojoj se zasniva treća strategija kod hedžinga izloženosti valutnom riziku, tj. *strategija nesprovođenja hedžinga*, je da su tržišni učesnici indiferentni prema riziku i imaju racionalna očekivanja. Ova strategija polazi od toga da je očekivani spot devizni kurs u nekom budućem trenutku, ili konkretno u trenutku dospeća na realizaciju sklopljenog ugovora o poslovnoj transakciji u stranoj valuti, jednak forvard deviznom kursu koji se odnosi na isti budući trenutak. Drugim rečima, forvard devizni kurs je nepristrasni prethodeći indikator budućeg spot deviznog kursa. Polazeći od toga, nepotrebno je sprovođiti hedžing izloženosti zauzimanjem pozicije u forvard ugovoru s obzirom na to da je raspon između kupovnog i prodajnog deviznog kursa na forvard tržištu veći od raspona na spot deviznom tržištu, pa se isti ili bolji efekat može postići ostavljanjem izloženosti nezaštićenom od rizika.

Da bi uporedio efektivnost triju prethodno razmatranih strategija kod hedžinga izloženosti valutnom riziku, Bash (2016) je sproveo istraživanje na uzorku sačinjenom od kompanija koje

posluju u zemljama Srednjeg istoka članicama GCC-a (Gulf Co-operation Council), izloženih uticaju promena vrednosti britanske funte, švajcarskog franka i japanskog jena, za period od januara 2000. do novembra 2011. godine. Utvrdio je da, u proseku, ne postoji razlika između performansi i nivoa rizika nastalih kao posledica stalnog sprovođenja hedžinga izloženosti, uslovnog sprovođenja hedžinga izloženosti i nesprovođenja hedžinga izloženosti valutnom riziku. Nijedna strategija nije superiornija u odnosu na ostale dve strategije u pogledu smanjivanja nivoa rizika kompaniji koja je sprovodi (videti više u: Bash, 2016). Drugi istraživači su u svojim istraživanjima došli do drugačijih rezultata. Tako, na primer, Eun i Resnick su utvrdili da se sprovođenjem hedžinga izloženosti valutnom riziku zauzimanjem pozicija u forvard ugovorima ostvaruju bolje performanse u pogledu odnosa između rizika i prinosa međunarodnih (sačinjenih samo od obveznica, sačinjenih od obveznica i akcija i sačinjenih samo od akcija) portfolija u odnosu na performanse portfolija nezaštićenih od rizika. Oni su utvrdili i to da je za američke investitore pasivna hedžing strategija, koja podrazumeva da hedžer uvek sprovodi hedžing sklapanjem forvard ugovora, superiornija, sa stanovišta mogućnosti poboljšavanja odnosa između rizika i prinosa, od strategije nesprovođenja hedžinga. Morey i Simpson... su utvrdili da je u kratkom vremenskom horizontu selektivna strategija, u proseku, superiornija u odnosu na ostale dve strategije. Osim toga, sprovođenje hedžinga nije uvek bolje rešenje od nesprovođenja hedžinga jer ono može i

da pogorša situaciju, što se dogodilo korejskim investitorima koji su uložili sredstva u strane akcije i suočili se sa velikim gubicima zbog neuspešnog hedžinga za vreme globalne finansijske krize. ... Mitra i Rinco su utvrdili da je iz perspektive kanadskih investitora selektivni hedžing superiorniji u odnosu na ostale dve hedžing strategije (stalnog sprovođenja i nesprovođenja hedžinga) jer generiše veći prinos, ali prednost selektivne strategije ne postoji kada se upoređivanje vrši sa stanovišta visine standardne devijacije prinosa. Simpson i Dania su u njihovom istraživanju efektivnosti strategija kod hedžinga izloženosti valutnom riziku u kompanijama na evropodručju utvrdili superiornost strategije selektivnog hedžinga u odnosu na ostale dve strategije. Takođe, Glen i Jorion su utvrdili da strategija selektivnog hedžinga – ili, kako su je oni nazvali, strategija uslovnog hedžinga, zasnovana na predviđanju prinosa na forvard ugovor – poboljšava performanse diversifikovanog portfolija akcija i obveznica“ (Bash, 2016, str. 36–37). Mada rezultati empirijskih istraživanja efektivnosti strategija kod hedžinga izloženosti valutnom riziku nisu jednoznačni, postoji više dokaza superiornosti strategije uslovnog, odnosno selektivnog sprovođenja hedžinga, uz uslov da se pre donošenja odluka o sprovođenju ispita njena opravdanost, u odnosu na strategiju stalnog sprovođenja i strategiju nesprovođenja hedžinga.

2. OBUHVATNOST HEDŽINGA SA STANOVIŠTA TIPOVA IZLOŽENOSTI VALUTNOM RIZIKU

Iako se u finansijskoj teoriji izloženosti valutnom riziku grupišu u različite kategorije, postoji opšte prihvaćen stav da su *transakciona, ekonomska i translaciona izloženost* tri osnovna tipa izloženosti valutnom riziku. Transakciona izloženost je osetljivost budućih novčanih tokova kompanije od ugovorenih transakcija denominovanih u stranoj valuti na promene deviznog kursa. Ekonomska izloženost valutnom riziku je, takođe, osetljivost budućih novčanih tokova na neočekivane promene deviznog kursa, s tim da promenu novčanih tokova uzrokuje promena konkurentске pozicije kompanije na tržištu. Drugim rečima, ekonomska izloženost podrazumeva osetljivost konkurentске pozicije kompanije na tržištu na promene deviznog kursa. Translaciona izloženost valutnom riziku predstavlja osetljivost finansijskih izveštaja iskazanih u stranoj valuti na promene deviznog kursa.

Ne postoji saglasnost o tome koji tip izloženosti je najvažniji finansijskom menadžmentu i kojem tipu treba da posveti najviše pažnje. Međutim, iskustva pokazuju da kompanije posvećuju više pažnje upravljanju transakcionom nego upravljanju ostalim dvema izloženostima valutnom riziku. Različiti autori različito objašnjavaju tu pojavu. Najčešća objašnjenja vezuju se za lakoću njenog merenja i upravljanja njom, za veću sklonost menadžera ka kratkoročnoj izloženosti (transakciona izloženost je po svojoj prirodi kratkoročna) i za njen uticaj na rentabilnost i novčane tokove kompanije.

„Opšta preporuka finansijske literature finansijskim menadžerima je

da ne brinu zbog translacione izloženosti kompanije valutnom riziku i da, shodno tome, ne sprovode hedžing te izloženosti. Razlozi za ovakvu preporuku su to što translacioni dobitci (gubici) (1) imaju tendenciju da budu nerealizovani i imaju mali direktan uticaj na novčane tokove kompanije i (2) po ocenama njihov uticaj na realne promene vrednosti kompanije je slab. Ako su prethodno navedeni argumenti protiv sprovođenja hedžinga translacione izloženosti istiniti, onda upravljanje translacionom izloženošću bi trebalo da bude neefektivno u smanjivanju izloženosti kompanije valutnom riziku.“ (Hagelin & Pramborg, 2004, str. 3) I pored postojanja opšte saglasnosti o tome da je upravljanje translacionom izloženošću manje važno od upravljanja transakcionom i ekonomskom izloženošću, pitanje da li sprovođiti hedžing translacione izloženosti kompanije valutnom riziku ostaje i dalje sporno.

Da bi se dokazala relevantnost sprovođenja hedžinga translacione izloženosti kompanije valutnom riziku, obično se navode četiri argumenta. Prvo, translaciona izloženost može da utiče na rezerve kompanije i da stvori gubitke u slučaju prodaje strane filijale. Drugo, upravljačka naknada može da bude vezana za vrednosti pokazatelja finansijske analize dobijene nakon prevođenja finansijskih izveštaja iz strane u izveštajnu valutu. To može da bude razlog da se, na primer, tokom perioda apresijacije izveštajne valute menadžeri filijala u kojima je iznos obaveza veći od iznosa ulaganja u stranoj valuti osećaju nepravedno odgovornim za posledice valutnih kretanja, umesto da se osećaju odgovornim za posledice njihovih

sposobnosti za upravljanje i razvijanje poslovnih aktivnosti, i da, posledično, ispolje asimetričnu sklonost ka riziku. Asimetrična sklonost ka riziku podrazumeva veću spremnost za izbegavanje stvaranja pozitivne razlike između vrednosti ulaganja i obaveza denominovanih u slabim valutama i za iskorišćavanje pozitivne razlike između vrednosti ulaganja i obaveza denominovanih u jakim valutama. Treće, kompanije će možda morati da zaštite konsolidovane dobitke, a obelodanjeni dobici stranih filijala mogu da se zaštite od uticaja valutnih promena sprovođenjem hedžinga. Četvrto, u interesu kompanije bi moglo da bude održavanje odnosa između vrednosti pozicija bilansa stanja nepromenjenim, naročito ako ona mora da poštuje finansijska ili druga ograničenja koja postave kreditori. U kompanijama koje se konstantno suočavaju sa translacionim gubicima može da dođe do pogoršavanja pokazatelja finansijske strukture i pokazatelja rentabilnosti. Ako to uzrokuje porast cene zaduživanja, moglo bi, takođe, da utiče i na vrednost kompanije.

S obzirom na to da porast cene zaduživanja uzrokovan pogoršavanjem pokazatelja finansijske strukture dobijenih nakon prevođenja finansijskih izveštaja iz strane u izveštajnu valutu može da dovede do bankrotstva kompanije, povećavanjem verovatnoće bankrotstva kompanije povećava se verovatnoća da će ona odlučiti da sprovodi hedžing translacione izloženosti. Iz prethodno navedenog evidentno je da cena upadanja u finansijske neprilike utiče na odlučivanje kompanije o sprovođenju hedžinga translacione izloženosti. Ako se verovatnoća upadanja kompanije u

finansijske neprilike i njenog bankrotstva meri kreditnim rejtingom koji joj dodeli vodeća rejting agencija, onda se odnos između cene upadanja u finansijske neprilike i odlučivanja o sprovođenju hedžinga translacione izloženosti može objasniti na sledeći način: (1) rejtingovane kompanije više sprovode hedžing nego nerejtingovane kompanije zbog njihove potrebe da održe pokazatelje finansijske analize na adekvatnom nivou i (2) niskorejtingovane kompanije više sprovode hedžing nego visokorejtingovane kompanije zbog njihove relativno veće potrebe da održe pokazatelje finansijske analize na adekvatnom nivou. Osim cene upadanja u finansijske neprilike, na odlučivanje kompanije o sprovođenju hedžinga translacione izloženosti utiče i cena nedovoljnog ulaganja u poslovnu aktivnost. Verovatno će se sa problemom nedovoljnog ulaganja u poslovnu aktivnost više suočavati kompanije sa većim razvojnim mogućnostima i sa višim nivoom leverage-a, pa je verovatnije da će te kompanije više da sprovode hedžing svih tipova, pa tako i translacione izloženosti. Što je nivo leverage-a u kompaniji viši, postoji veća verovatnoća da će kompanija odustati od ulaganja u rizične projekte, čak i ako oni stvaraju vrednost za kompaniju. Teorijski, sa problemom nedovoljnog ulaganja u poslovnu aktivnost suočavaju se sve kompanije sa visokim nivoom leverage-a, ali je on ozbiljniji kada kompanija upadne u finansijske neprilike. Sprovođenje hedžinga doprinosi obezbeđivanju da kompanija ima na raspolaganju dovoljno sredstava za iskorišćavanje povoljnih investicionih mogućnosti. To se postiže održavanjem

pokazatelja finansijske analize na adekvatnom nivou i, posledično, snižavanjem cene sredstava pribavljenih iz eksternih izvora finansiranja. Na odlučivanje kompanije o sprovođenju hedžinga translacione izloženosti utiču indirektno, preko uticaja na nivo izloženosti, i računovodstvene politike koje se primenjuju kod prevođenja finansijskih izveštaja filijala iz strane u izveštajnu valutu i sastavljanja konsolidovanog finansijskog izveštaja. Tokom istraživanja identifikovani su još neki faktori koji utiču na odlučivanje kompanije o sprovođenju hedžinga translacione izloženosti: informaciona asimetrija između menadžera i akcionara, ušteda u porezu po osnovu finansiranja kompanije pozajmljenim sredstvima i efektivnost investitorovog ocenjivanja performansi menadžera. U kompanijama koje sprovode hedžing translacione izloženosti smanjuje se informaciona asimetrija između menadžera i akcionara, povećava se ušteda u porezu po osnovu finansiranja kompanije pozajmljenim sredstvima i povećava se efektivnost investitorovog ocenjivanja performansi menadžera (jer se eliminiše uticaj valutnih promena na performanse menadžera), tako da kompanija treba i ovo da ima u vidu kod odlučivanja o sprovođenju hedžinga translacione izloženosti.

Testiranje relevantnosti, determinante odluke i vrste instrumenata koji se primenjuju za hedžing translacione izloženosti multinacionalne kompanije valutnom riziku izvršili su Bonini, Dallochio, Raimbourg i Salvi (2016). Naime, oni su sproveli istraživanje na uzorku od 622 kompanije iz 25 zemalja sa područja severne Evrope, južne Evrope, Južne Amerike i Azije, u kojima se primenjuju tri različite

vrste računovodstvenih standarda (IFRS, US GAAP i nacionalni). Prema dobijenim rezultatima, među kompanijama postoji velika razlika u stepenu važnosti koju pridaju hedžingu translacione izloženosti i pristupima hedžingu. Približno polovina (47%) kompanija širom sveta opredeljuje se za sprovođenje hedžinga translacione izloženosti valutnom riziku. Hedžeri su dominantno u severnoj Evropi, a nehedžeri u južnoj Evropi, Južnoj Americi i Aziji. Ključna determinanta odluke o sprovođenju hedžinga translacione izloženosti valutnom riziku je kreditni rejting kompanije. Kompanije iz zemalja koje su prihvatile IFRS više sprovode hedžing translacione izloženosti nego kompanije iz zemalja u kojima se poštuju isključivo nacionalni računovodstveni standardi. Među kompanijama koje potiču iz zemalja koje su prihvatile iste računovodstvene standarde hedžing politike su vrlo usaglašene, dok se među kompanijama koje potiču iz zemalja koje su prihvatile različite računovodstvene standarde one znatno razlikuju. Kompanije koje odluče da sprovode hedžing translacione izloženosti valutnom riziku opredeljuju se najčešće za tzv. prirodni hedžing. Prirodni hedžing podrazumeva neutralisanje izloženosti u jednoj valuti izloženošću u istoj ili drugoj valuti na taj način što će dobiti ili gubici po osnovu prve izloženosti biti neutralisani gubicima ili dobitima po osnovu druge izloženosti. Hedžing uz upotrebu finansijskih derivata je najčešća vrsta hedžinga koja se praktikuje u kompanijama iz zemalja koje su prihvatile US GAAP, a prirodni hedžing i kombinacija prirodnog hedžinga i hedžinga uz upotrebu finansijskih

derivata je najčešća vrsta hedžinga koja se praktikuje u kompanijama iz zemalja koje su prihvatile IFRS i nacionalne računovodstvene standarde (videti više u: Bonini et al., 2016).

3. INSTRUMENTI FINANSIJSKOG HEDŽINGA

Za sprovođenje hedžinga izloženosti valutnom riziku kompanijama su na raspolaganju različiti instrumenti i tehnike. U zavisnosti od primenjenog instrumenta ili tehnike, razlikujemo dve vrste hedžinga i to: *eksterni ili finansijski hedžing* i *interni ili operativni hedžing*. Interni ili operativni hedžing je deo finansijskog menadžmenta kompanije i ne podrazumeva uspostavljanje posebnih ugovornih odnosa izvan grupe kompanija u okviru multinacionalne kompanije (matične kompanije i stranih filijala) s ciljem osiguravanja zaštite od potencijalnih gubitaka koje uzrokuju valutna kretanja. Za razliku od internog, eksterni ili finansijski hedžing podrazumeva uspostavljanje posebnih ugovornih odnosa s ciljem osiguravanja zaštite od potencijalnih gubitaka uzrokovanih valutnim kretanjima, odnosno zauzimanje pozicija u valutnim derivatima. Najpopularniji instrumenti finansijskog hedžinga koji se koriste za zaštitu od izloženosti kompanije valutnom riziku su: valutni forvardi, valutni fjučersi, valutne opcije, opcije na valutne fjučerse i valutni svopovi.

Valutni forvardi se najčešće koriste za sprovođenje finansijskog hedžinga izloženosti kompanije valutnom riziku. Oni predstavljaju ugovore između dve strane o kupovini ili prodaji određene količine strane valute, po unapred utvrđenoj fiksnoj ceni i na

određeni dan u budućnosti. Drugim rečima, valutnim forvard ugovorima se dve ugovorne strane sporazumevaju o budućoj razmeni određene količine strane valute po ceni utvrđenoj u tekućem trenutku. U osnovi valutnog forvard ugovora je strana valuta u kojoj su denominovana potraživanja koja kompanija treba da naplati ili strana valuta u kojoj su denominovane obaveze koje kompanija treba da izmiri na dan dospeća forvarda. S obzirom na to da je cena po kojoj će se izvršiti buduća transakcija fiksna, promene kursa u periodu od trenutka sklapanja forvard ugovora do trenutka izvršenja transakcije neće imati finansijske implikacije za kompaniju. Zauzimanjem adekvatne pozicije u valutnom forvard ugovoru, kompanija može da eliminiše izloženost valutnom riziku. Rok izvršenja valutnog forvard ugovora može da bude tačno određeni dan u budućnosti ili bilo koji dan u periodu između trenutka sklapanja forvard ugovora i trenutka izvršenja transakcije. Kod sklapanja valutnih forvard ugovora ugovorne strane sporazumno određuju količinu osnovne aktive, vrednost i rok dospeća ugovora. Usklađivanje pomenutih elemenata ugovora sa potrebama ugovornih strana rezultiraće potpunom zaštitom od izloženosti valutnom riziku. Nedostatak ovih ugovora je niska likvidnost i visok rizik druge ugovorne strane, tj. rizik da druga ugovorna strana neće izvršiti svoje ugovorne obaveze.

Valutni fjučersi su slični valutnim forvardima, ali se od njih razlikuju po tome što su likvidniji ugovori, što su standardizovani ugovori i što se njima trguje na organizovanim tržištima. Oni predstavljaju standardizovane ugovore između dve strane o kupovini ili prodaji standardne

količine strane valute, po unapred utvrđenoj fiksnoj ceni i na određeni dan u budućnosti, odnosno u standardnom roku dospeća. Potraživanja kompanije denominovana u stranoj valuti se od nepovoljnog uticaja apresijacije domaće valute u odnosu na valutu denominacije potraživanja mogu zaštititi prodajom valutnih fjučersa, a obaveze kompanije denominovane u stranoj valuti se od nepovoljnog uticaja depresijacije domaće valute u odnosu na valutu denominacije obaveza mogu zaštititi kupovinom valutnih fjučersa. Sprovođenje hedžinga izloženosti valutnom riziku zauzimanjem pozicije u valutnim fjučersima može da bude efektivno ako su elementi standardizovanog ugovora ekvivalentni elementima ugovora sa kojim se postiže potpuni hedžing. U suprotnom, negativni efekti premašuju pozitivne efekte sprovođenja hedžinga zauzimanjem pozicije u valutnim fjučersima. Valutni fjučersi su među kompanijama manje popularan hedžing instrument nego valutni forvardi.

Valutna opcija daje kupcu opcije pravo, ali ne i obavezu da kupi ili proda određenu količinu strane valute po unapred određenoj ceni pre ili na dan dospeća opcije. Prodavac opcije je obavezan da proda ili kupi stranu valutu ako to zahteva kupac i za tu obavezu prima naknadu odnosno premiju. Dakle, obavezivanje na izvršavanje opcionog ugovora važi samo za prodavca, ne i za kupca opcije. U zavisnosti od vrste prava koje opcija daje kupcu, razlikujemo valutnu kol, tj. kupovnu opciju i valutnu put, tj. prodajnu opciju. Valutna kol opcija daje kupcu opcije pravo, ali ne i obavezu da kupi, a valutna put opcija daje kupcu opcije pravo, ali ne i obavezu da proda određenu količinu

strane valute po unapred određenoj ceni pre ili na dan dospeća opcije. Kupac valutne kol opcije iskoristiće opciono pravo ako strana valuta apresira, a pustiće da opcija istekne ako strana valuta depresira. Suprotno kupcu valutne kol opcije, kupac valutne put opcije iskoristiće opciono pravo ako strana valuta depresira, a pustiće da opcija istekne ako strana valuta apresira. Cena po kojoj se strana valuta može kupiti ili prodati naziva se cena izvršenja opcije. Većinom valutnih opcija trguje se na OTC tržištu, mada se njima trguje i na berzama. Kupovinom valutnih kol opcija se obaveze kompanije denominovane u stranoj valuti mogu zaštititi od nepovoljnog uticaja apresijacije valute denominacije obaveze u odnosu na domaću valutu. Kupovinom valutnih put opcija se potraživanja denominovana u stranoj valuti mogu zaštititi od nepovoljnog uticaja depresijacije valute denominacije potraživanja u odnosu na domaću valutu.

Za razliku od standardne opcije, u osnovi *opcije na valutni fjučers* je jedan valutni fjučers. Izvršavanjem kol opcije na valutni fjučers, kupac opcije zauzima dugu, a prodavac opcije kratku poziciju u valutnom fjučersu koji je u osnovi opcije. Kupac put opcije na valutni fjučers zauzima kratku, a prodavac dugu poziciju u valutnom fjučersu koji je u osnovi opcije njenim izvršavanjem. Pored duge pozicije u valutnom fjučersu, izvršavanje kol opcije na valutni fjučers kupcu opcije donosi i novčani iznos u visini razlike između cene fjučersa i cene izvršenja opcije. Sa druge strane, izvršavanje put opcije na valutni fjučers kupcu opcije donosi, pored kratke pozicije u valutnom fjučersu, i novčani iznos u visini razlike

između cene izvršenja opcije i cene fjučersa. Ako se pozicija u valutnom fjučers ugovoru ne likvidira pre roka njegovog dospeća, na dan dospeća će se od kupca zahtevati da primi, a od prodavca da isporuči stranu valutu koja je u osnovi fjučersa. Opcije na valutne fjučerse su atraktivnije za investitore od standardnih opcija jer su likvidnije i njihovi transakcioni troškovi niži. Multinacionalne kompanije sa otvorenim pozicijama u stranim valutama mogu koristiti opcije na valutne fjučerse za pokrivanje takvih pozicija.

Valutni svop je ugovor između dve ugovorne strane o razmeni novčanih tokova denominovanih u različitim valutama. On podrazumeva razmenu i nominalne vrednosti i kamate. Ugovorne strane na početku ugovornog perioda razmenjuju nominalne vrednosti denominovane u različitim valutama, koje su po vrednosti ekvivalentne kada se preračunaju po tekućem deviznom kursu. Nominalna vrednost denominovana u jednoj od valuta se određuje u pregovorima između dve ugovorne strane, a korespondentna nominalna vrednost denominovana u drugoj valuti u valutnom svopu se određuje pomoću preovlađujućeg deviznog kursa. Nominalne vrednosti se ponovo razmenjuju na kraju ugovornog perioda. Ako se devizni kurs promeni, nominalne vrednosti neće više biti jednake. Dakle, tipičan valutni svop sadrži tri seta novčanih tokova. U početnoj fazi dve strane razmenjuju valute u kojima su denominovane nominalne vrednosti. U toku životnog veka valutnog svopa ugovorne strane vrše međusobna periodična plaćanja kamate. U trenutku dospeća valutnog svopa ugovorne strane

ponovo razmenjuju valute u kojima su denominovane nominalne vrednosti. Zauzimanje pozicija u valutnim svopovima omogućava kompanijama da za svako dospeće izjednače agregatnu vrednost potraživanja i obaveza denominovanih u određenoj valuti i tako se zaštite od valutnog rizika (o instrumentima finansijskog hedžinga videti više u: Pobrić, 2018).

Sprovođenjem finansijskog hedžinga izloženosti valutnom riziku, kompanija može da se zaštiti od nepovoljnih valutnih kretanja samo u kratkom vremenskom periodu i uz određene troškove. Finansijski hedžing ne može da bude efektivan u dugom roku.

4. TEHNIKE OPERATIVNOG HEDŽINGA

Operativni hedžing se sprovodi unutar kompanije, bez uključivanja finansijskih posrednika ili finansijskih tržišta. On podrazumeva iskorišćavanje internih mogućnosti za eliminisanje izloženosti kompanije valutnom riziku. Postoji mnogo tehnika operativnog hedžinga koje se koriste za zaštitu od izloženosti kompanije valutnom riziku, ali najvažnije tehnike su: *usklađivanje vrednosti i valutne i ročne strukture ulaganja i obaveza pojedinačnih filijala kompanije, anuliranje izloženosti na nivou cele kompanije, prebijanje izloženosti među partnerima u transakcijama kompanije, podešavanje valute fakturisanja, podešavanje cenovne politike, vođstvo i zaostajanje i diversifikovanje proizvodnje, distribucije, ulaganja i finansiranja poslovne aktivnosti.*

Usklađivanje vrednosti i valutne i ročne strukture ulaganja i obaveza

pojedinačnih filijala kompanije, odnosno anuliranje izloženosti na nivou pojedinačnih filijala kompanije, tehnika je operativnog hedžinga koja podrazumeva neutralisanje izloženosti u jednoj valuti izloženošću u istoj ili drugoj valuti na taj način što će dobiti ili gubici po osnovu prve izloženosti biti neutralisani gubicima ili dobitcima po osnovu druge izloženosti. Ova tehnika zahteva da se sve informacije o vrednosti, ročnosti i valuti denominacije ugovorenih transakcija objedinjuju u centru za upravljanje gotovinom i odluke o vrednosti, ročnosti i valuti denominacije budućih transakcija donose u dogovoru sa ovim centrom, kako bi se komponovala takva struktura ulaganja i obaveza koja će minimizirati neto izloženost filijale valutnom riziku.

Tehnika *anuliranja izloženosti valutnom riziku na nivou cele kompanije* je slična prethodno razmatranoj tehnici operativnog hedžinga, s tim što ova tehnika podrazumeva komponovanje takve ročne i valutne strukture ulaganja i obaveza koja će minimizirati izloženost cele kompanije valutnom riziku. Obe tehnike zahtevaju da postoje dobra saradnja i nesmetana komunikacija ne samo unutar kompanije nego i između kompanije i njenih poslovnih partnera. Nedostatak ovih dveju tehnika operativnog hedžinga je to što njihova efektivnost zavisi od kvaliteta te saradnje i komunikacije, a nekad je teško osigurati adekvatan nivo kvaliteta u tim sferama.

Prebijanje izloženosti među partnerima u transakcijama kompanije je tehnika operativnog hedžinga koja podrazumeva međusobna prebijanja očekivanih priliva i odliva sredstava, potraživanja i obaveza istog roka dospeća i valute denominacije, odnosno

dobitaka i gubitaka kompanije generisanih pod uticajem valutnih kretanja na prilive i odlive sredstava i potraživanja i obaveze kompanije između partnera u transakcijama. Razlika između priliva i odliva sredstava, potraživanja i obaveza, odnosno dobitaka i gubitaka kompanije koja nastane primenom ove tehnike je pokazatelj neto izloženosti kompanije valutnom riziku. Hedžing je potrebno sprovesti samo za neto izloženost valutnom riziku. Primena ove tehnike operativnog hedžinga donosi znatne koristi kompaniji, ali zahteva da u kompaniji postoje odeljenje koje agresivno upravlja gotovinom i razvijeni i funkcionalni informacioni sistemi.

Tehnika *podešavanja valute fakturisanja* je jedna od najjednostavnijih tehnika za sprovođenje hedžinga izloženosti kompanije valutnom riziku. Ona podrazumeva izbor valute denominacije novih potraživanja odnosno obaveza u skladu sa valutnom strukturom postojećih potraživanja odnosno obaveza i očekivanim valutnim kretanjima, tako da se izloženost kompanije valutnom riziku minimizira. Pravilnim izborom valute fakturisanja kompanija može prebaciti na kupca, podeliti sa kupcem ili diversifikovati devizni rizik. U praksi, međutim, kompanija često ne može da prebacuje na kupca ili deli sa kupcem devizni rizik u meri u kojoj bi ona to želela zbog straha od preuzimanja kupca od strane konkurenata. Samo izvoznici sa značajnim tržišnim učešćem mogu primenjivati ovu hedžing tehniku.

Negativne efekte valutnih kretanja, tj. izloženosti valutnom riziku, kompanija može da neutrališe *povećavanjem prodajnih cena*.

Međutim, sprovođenje hedžinga izloženosti valutnom riziku povećavanjem prodajnih cena može da utiče na obim prodaje. Zbog toga, pre donošenja odluke o povećavanju prodajnih cena, kompanija treba da izvrši analizu lojalnosti njenih kupaca, njene tržišne pozicije i stepena konkurentnosti.

Tehnika vođstva i zaostajanja podrazumeva podešavanje vremenskog rasporeda novčanih tokova kompanije koji nastaju unutar i izvan nje, sa ciljem smanjivanja izloženosti valutnom riziku kroz iskorišćavanje povoljnih i izbegavanje nepovoljnih valutnih kretanja. Vremenski raspored novčanih tokova kompanije se podešava u skladu sa očekivanim valutnim kretanjima ubrzavanjem (vođstvo) i usporavanjem (zaostajanje) naplate potraživanja ili isplate obaveza. Kompanija će nastojati da ubrza naplatu potraživanja denominovanih u valuti čiji pad vrednosti se očekuje i isplatu obaveza denominovanih u valuti čiji rast vrednosti se očekuje u budućnosti. U slučaju očekivanja kretanja vrednosti valute denominacije u suprotnom smeru, kompanija će nastojati da uspori naplatu potraživanja i isplatu obaveza. Da bi hedžing zasnovan na primeni ove operativne tehnike bio uspešan, kompanija treba da ima adekvatan sistem upravljanja gotovinom, efikasan intranet i veliku pregovaračku snagu i kredibilitet za eksterna pregovaranja.

Diversifikovanje proizvodnje, distribucije, ulaganja i finansiranja poslovne aktivnosti generalno je, a posebno diversifikovanje na globalnom nivou, efektivna tehnika za smanjivanje i eliminisanje izloženosti kompanije valutnom riziku. Ovakvim diversifikovanjem na globalnom nivou

se postiže globalno dislociranje novčanih tokova, međusobno neutralisanje pozitivnih i negativnih efekata valutnih kretanja na performanse kompanije, naročito u slučaju niske ili negativne korelacije između vrednosti valuta zemalja u kojima kompanija proizvodi svoje proizvode, distribuirala proizvode, ulaže raspoloživa i pribavlja nedostajuća finansijska sredstva, i kapitalizacija dispariteta deviznih kurseva.

5. BITNA PITANJA KOD IZBORA ODGOVARAJUĆIH INSTRUMENTATA I TEHNIKA ZA SPROVOĐENJE HEDŽINGA IZLOŽENOSTI VALUTNOM RIZIKU

Neki autori smatraju da se kompanija može lako zaštititi od izloženosti transakcionom riziku sprovođenjem finansijskog hedžinga, a od izloženosti ekonomskom riziku sprovođenjem operativnog hedžinga. Međutim, dugoročno efektivno upravljanje izloženošću valutnom riziku zahteva kombinovanje ovih dveju vrsta hedžinga i različitih instrumenata i tehnika u okviru njih.

Nekoliko faktora utiču na izbor odgovarajućih tehnika i instrumenata za sprovođenje hedžinga izloženosti valutnom riziku: *stepen internacionalizacije poslovanja kompanije, pokazatelji mogućnosti rasta kompanije, poreski tretman izloženosti i hedžing tehnika i sistem nagrađivanja menadžera i zaposlenih*. Kako kompanije, obično, inicijalno koriste tehnike operativnog hedžinga, a kasnije, nakon što iscrpe mogućnosti internog hedžinga, koriste instrumente finansijskog hedžinga, realno je

očekivati direktno srazmeran odnos između stepena internacionalizacije poslovanja kompanije i stepena korišćenja tehnika operativnog hedžinga. S obzirom na to da intenzivnije korišćenje tehnika operativnog hedžinga implicira korišćenje u manjoj meri instrumenata finansijskog hedžinga, realno je očekivati indirektno srazmeran odnos između stepena internacionalizacije poslovanja kompanije i stepena korišćenja instrumenata finansijskog hedžinga. Koristi od razvojnih mogućnosti kompanije će se, verovatno, ispoljiti u dugom roku, pa će kompanije sa neizvesnijim razvojnim mogućnostima, da bi smanjile negativan uticaj pozicija u finansijskim derivatima na njihove novčane tokove i, posledično, rizik neizvršavanja obaveza, više primenjivati tehnike operativnog hedžinga nego instrumente finansijskog hedžinga. Prema tome, realno je očekivati direktno srazmeran odnos između pokazatelja neizvesnosti razvojnih mogućnosti kompanije i stepena korišćenja tehnika operativnog hedžinga, a indirektno srazmeran odnos između pokazatelja neizvesnosti razvojnih mogućnosti kompanije i stepena korišćenja instrumenata finansijskog hedžinga. Poreski tretman izloženosti i hedžing tehnika znatno utiče na izbor odgovarajućih tehnika i instrumenata za sprovođenje hedžinga izloženosti valutnom riziku. „Prema poreskoj regulativi u Velikoj Britaniji, upotreba finansijskih derivata za sprovođenje hedžinga translacione izloženosti može da generiše dobitke koji se oporezuju i gubitke koji se ne uzimaju u obzir prilikom obračunavanja poreske obaveze. Da bi izbegle negativne efekte asimetrije u

oporezivanju, kompanije će za zaštitu od translacione izloženosti valutnom riziku, verovatno, više primenjivati tehnike operativnog hedžinga. Isto tako, u Velikoj Britaniji korišćenje forward ugovora za hedžing transakcione izloženosti kompanije valutnom riziku može da generiše dobitke koji se oporezuju i gubitke koji se uzimaju u obzir prilikom obračunavanja poreske obaveze. Sve ovo će se odraziti na nivo rentabilnosti kompanije“ (Joseph, 2000, str. 166). Konačno, menadžeri će za sprovođenje hedžinga koristiti finansijske derivate, na primer valutne opcije, koji povećavaju volatilnost cene akcije ako je veliki deo njihove naknade u formi opcije na akciju. Zbog toga, realno je očekivati direktno srazmeran odnos između bogatstva menadžera i zaposlenih i stepena u kojem kompanije koriste derivate, posebno za sprovođenje hedžinga ekonomske i translacione izloženosti valutnom riziku.

Testiranje razlike u važnosti koja se daje upravljanju valutnim rizikom, razlike u ciljevima upravljanja valutnim rizikom, važnosti upravljanja pojedinačnim tipovima izloženosti na različitim područjima i međuregionalnih razlika u primeni pojedinačnih hedžing instrumenata i tehnika u zaštiti od pojedinačnih tipova izloženosti valutnom riziku, tj. uticaja porekla kompanija na izbor instrumenata i tehnika za sprovođenje hedžinga izloženosti valutnom riziku, izvršio je Marshall (2000). Naime, on je sproveo istraživanje na uzorku od 200 najvećih multinacionalnih kompanija sa područja Velike Britanije, SAD-a i Azije i Pacifika. Prema dobijenim rezultatima u vezi sa razlikama u važnosti koja se pridaje upravljanju valutnim rizikom,

većina kompanija koje su učestvovala u istraživanju navela je da je upravljanje valutnim rizikom jednako važno ili znatno važnije od upravljanja poslovnim rizikom, s tim da postoji razlika među kompanijama iz različitih regiona. Ta razlika nije statistički značajna među kompanijama iz Velike Britanije i SAD-a, ali jeste statistički značajna među kompanijama iz Velike Britanije i SAD-a, s jedne strane, i iz Azije i Pacifika, s druge strane. U Aziji i Pacifiku je čak 87% kompanija navelo da je upravljanje valutnim rizikom jednako važno ili znatno važnije od upravljanja poslovnim rizikom. Na ovakav rezultat uticala je azijska kriza koja je uzrokovala depresijaciju nacionalne valute za oko 70%. Procenat kompanija iz Velike Britanije koje su, takođe, navele da je upravljanje valutnim rizikom jednako važno ili znatno važnije od upravljanja poslovnim rizikom je visok, što je očekivano s obzirom na to da kompanije sa tog područja veliki deo poslovne aktivnosti obavljaju izvan nacionalnih granica. Suprotno rezultatima za područje Velike Britanije i Azije i Pacifika, čak 47% kompanija iz SAD-a navelo je da je upravljanje valutnim rizikom sporedno ili manje važno od upravljanja poslovnim rizikom.

Rezultati u vezi sa razlikama u ciljevima upravljanja valutnim rizikom pokazuju da su kompanije iz različitih regiona fokusirane na realizaciju različitih ciljeva kod upravljanju valutnim rizikom i da su te razlike značajne. Većina, čak 85%, kompanija iz Velike Britanije i SAD-a opredeljena je za obezbeđivanje izvesnosti novčanog toka i minimiziranje promjenljivosti dobitaka. Suprotno tome, u Aziji i Pacifiku glavni cilj

upravljanja valutnim rizikom kod 60% kompanija je minimiziranje promjenljivosti dobitaka, a kod samo 25% kompanija je obezbeđivanje izvesnosti novčanog toka. Dakle, za većinu kompanija iz Azije i Pacifika je održavanje stabilnosti i obezbeđivanje izvesnosti novčanih tokova manje važno nego minimiziranje promjenljivosti dobitaka. Međuregionalna razlika ne može se objasniti nijednom od karakteristika kompanije.

Testirane kompanije sa svih područja, a naročito sa područja SAD-a, veću su važnost pridavale upravljanju izloženosti transakcionom, a manju važnost upravljanju izloženosti translacionom riziku. Kompanije pridaju veću važnost transakcionoj izloženosti zato što ona utiče na kratkoročne finansijske rezultate. Zbog stalnog uticaja na finansijske rezultate, transakciona izloženost zahteva i dobija konstantnu pažnju menadžmenta kompanije. Više od jedne trećine testiranih kompanija sa područja SAD-a ocenilo je translacionu izloženost kao najmanje važan tip izloženosti valutnom riziku. Kompanije sa područja Velike Britanije i Azije i Pacifika davale su veću važnost upravljanju translacionim rizikom nego kompanije sa područja SAD-a, ali i dalje manju u odnosu na važnost koju su davale upravljanju transakcionom izloženosti. Veću važnost upravljanju translacionom izloženosti davale su kompanije sa većim nego kompanije sa manjim prekograničnim investicijama. To se može objasniti činjenicom da u kompanijama sa većim prekograničnim investicijama valutna kretanja, primena različite računovodstvene regulative u različitim regionima i u pojedinačnim zemljama i različita relativna jačina

izveštajne valute u odnosu na valutu u kojoj je obavljena transakcija mogu da uzrokuju veće translacione dobitke odnosno gubitke. Kompanije sa različitih područja su pridavale različitu važnost upravljanju ekonomskom izloženosti. Razlika je značajna, ponovo, među kompanijama sa područja Velike Britanije i SAD-a, s jedne strane, i Azije i Pacifika, s druge strane. Veliki broj (33%) kompanija sa područja Azije i Pacifika je upravljanju ekonomskom izloženosti dalo najveću važnost. Na takav odnos kompanija sa tog područja prema upravljanju ekonomskom izloženosti uticala je, ponovo, azijska finansijska kriza. Kriza je uzrokovala gubitak konkurentne pozicije azijskih kompanija. Te kompanije su šansu za prevazilaženje posledica krize prepoznale u vraćanju konkurentnosti na tržištu kroz upravljanje ekonomskom izloženosti valutnom riziku.

Rezultati u vezi sa primenom pojedinačnih hedžing instrumenata i tehnika u zaštiti od pojedinačnih tipova izloženosti valutnom riziku na različitim područjima pokazuju da većina kompanija primenjuje hedžing instrumente i tehnike; samo 7 kompanija ne koristi tehnike operativnog hedžinga i samo 5 kompanija ne koristi instrumente finansijskog hedžinga. Među tehnikama operativnog hedžinga za zaštitu od transakcione izloženosti valutnom riziku, kompanije sa područja Velike Britanije i SAD-a najčešće se opredeljuju za anuliranje izloženosti na nivou cele kompanije, mada su među ovim kompanijama popularne i tehnike prebijanje izloženosti među partnerima u transakcijama kompanije i podešavanja cenovne politike. U kompanijama sa područja Azije i Pacifika nijedna tehnika operativnog

hedžinga nije dominantna; ove kompanije jednako primenjuju anuliranje izloženosti na nivou cele kompanije i prebijanje izloženosti među partnerima u transakcijama kompanije s ciljem zaštite od transakcione izloženosti valutnom riziku. Kompanije iz Azije i Pacifika često primenjuju i tehniku podešavanja cenovne politike. Tehnika vođstva i zaostajanja nije rasprostranjena među testiranim kompanijama, mada je u određenoj meri popularna među manjim kompanijama iz uzorka. Forvard ugovor je među svim testiranim kompanijama najpopularniji instrument finansijskog hedžinga kod upravljanja izloženosti transakcionom riziku. Mnoge kompanije koriste samo taj instrument za hedžing. Ostali derivatni ugovori se ne primenjuju u onolikoj meri koliko se primenjuju forvardi, a pri tom je utvrđeno da postoji razlika u njihovoj primeni među analiziranim regionima. Naime, kompanije iz Velike Britanije i SAD-a više primenjuju valutne svopove i valutne opcije, a kompanije sa područja Azije i Pacifika više primenjuju, takođe, valutne opcije, a osim njih još i valutne fjučerse i opcije na valutne fjučerse.

Iako se u teoriji smatra veoma važnim tipom izloženosti valutnom riziku, vrlo malo kompanija aktivno upravlja ekonomskom izloženosti. Primarni razlozi za neupravljanje ovim tipom izloženosti su nepostojanje efektivnih tehnika ili instrumenata i veći troškovi nego koristi od upravljanja. Stoga, ne treba da iznenadi to što neke kompanije ne upravljaju ovim tipom izloženosti i smatraju njegov uticaj nebitnim. Upravo ovakav stav prema ekonomskoj izloženosti izrazile su, u najvećoj meri, testirane kompanije sa područja Velike Britanije. Kompanije

koje su se opredelile za upravljanje i zaštitu od ekonomske izloženosti su se od njenih negativnih efekata štitile sprovodeći, najviše, cenovnu strategiju, koja podrazumeva, na primer, variranje cena ili prilagođavanje valute fakturisanja. Ova strategija je među kompanijama popularnija od ostalih zbog toga što se ona može realizovati u kraćem vremenskom periodu. Njena rasprostranjena primena je pokazatelj da se kompanije suočavaju sa relativno visokim stepenom cenovne elastičnosti tražnje, odnosno visokim nivoom konkurencije na tržištu. U takvim okolnostima kompanije su spremnije da žrtvuju stopu rentabilnosti nego obim prodaje kada domaća valuta apresira. Strategija povećavanja produktivnosti je među kompanijama sa područja Azije i Pacifika po stepenu rasprostranjenosti primene odmah iza cenovne strategije. Na pomenutom području ona se primenjuje više nego na ostala dva područja. Primena strategije planiranja je na području Velike Britanije na niskom nivou u poređenju sa njenom primenom na područjima SAD-a i Azije i Pacifika. Kod nekoliko kompanija se i diversifikacija pokazala kao moguće rešenje za smanjivanje ekonomske izloženosti valutnom riziku. Iz prethodno izloženog evidentno je da kompanije različito pristupaju upravljanju i zaštiti od ekonomske izloženosti valutnom riziku. To je posledica činjenice da se priroda i stepen ekonomske izloženosti razlikuju među kompanijama.

Translacionom izloženošću valutnom riziku najaktivnije upravljaju kompanije iz Velike Britanije i Azije i Pacifika. Kompanije sa područja Azije i Pacifika kombinuju veliki broj različitih tehnika i instrumenata i nijedna od njih

nema apsolutnu dominaciju nad ostalim, a kompanije sa područja Velike Britanije koriste više različitih tehnika i instrumenata, ali dominira jedna od najpopularnijih metoda za hedžing. Dakle, kompanije koje sprovode hedžing translacione izloženosti u tu svrhu koriste različite vrste i kombinacije tehnika i instrumenata. Kompanije sa područja Velike Britanije i SAD-a kombinuju tehnike operativnog i instrumente finansijskog hedžinga, dok kompanije sa područja Azije i Pacifika preferiraju tehnike operativnog hedžinga. Tehnika usklađivanja vrednosti i valutne i ročne strukture ulaganja i obaveza pojedinačnih filijala kompanije je najčešće korišćena tehnika operativnog hedžinga. Mnoge kompanije primenjuju samo ovu hedžing tehniku. Međutim, ona je manje popularna i manje se primenjuje među kompanijama sa područja Azije i Pacifika nego među kompanijama sa ostala dva područja. Iza ove tehnike po stepenu rasprostranjenosti primene su anuliranje izloženosti na nivou cele kompanije i prebijanje izloženosti među partnerima u transakcijama kompanije. Podešavanje cenovne politike i vođstvo i zaostajanje se ne primenjuju naročito često, posebno u Velikoj Britaniji. Rasprostranjena primena tehnika usklađivanja vrednosti i valutne i ročne strukture ulaganja i obaveza pojedinačnih filijala kompanije, anuliranja izloženosti na nivou cele kompanije i prebijanja izloženosti među partnerima u transakcijama kompanije ukazuje na to da su kompanije više koncentrisane na zaštitu od izloženosti translacionom riziku neto ulaganja i neto obaveza različitih ročnosti i različitih valuta denominacije nego na zaštitu finansijskih rezultata. Približno

polovina kompanija sa područja SAD-a i Azije i Pacifika ne koristi instrumente finansijskog hedžinga za zaštitu od translacione izloženosti valutnom riziku. Među kompanijama koje ih koriste, najpopularniji hedžing instrument je forvard ugovor. Osim forvard ugovora, kompanije koriste, takođe, valutne opcije, valutne svopove i, u manjoj meri, valutne fjučerse. Valutne opcije su popularne među kompanijama sa područja SAD-a i Azije i Pacifika, a valutni svopovi među kompanijama sa područja Velike Britanije i Azije i Pacifika. Valutni fjučersi nisu popularni među kompanijama sa područja Velike Britanije i SAD-a, dok jedna od pet kompanija sa područja Azije i Pacifika koristi ove derivate. Obično, kompanije koje sprovode hedžing translacione izloženosti valutnom riziku primenom instrumenata finansijskog hedžinga koriste, u proseku, dva hedžing instrumenta (videti više u: Marshall, 2000).

6. VAŽNOST I EFIKASNOST HEDŽINGA IZLOŽENOSTI VALUTNOM RIZIKU U KOMPANIJAMA IZ RAZLIČITIH DELOVA SVETA: ISKUSTVENA ANALIZA

S ciljem ispitivanja stanja hedžing aktivnosti, važnosti hedžinga, najčešće primenjivanog spektra instrumenata i tehnika hedžinga i stepena efikasnosti hedžinga izloženosti kompanija valutnom riziku, različiti istraživači su sproveli empirijska istraživanja. Tako, na primer, Loderer i Pichler (2000) su na uzorku od 60 švajcarskih industrijskih kompanija čije akcije su listirane na Stokholmskoj berzi

i 36 kompanija čije akcije nisu listirane na Stokholmskoj berzi, izuzev banaka i osiguravajućih kompanija, istraživali koliko kompanija zna da kvantifikuje izloženost valutnom riziku i koliko kompanija sprovodi hedžing verovatnih budućih priliva i odliva sredstava u stranoj valuti, tj. istraživali su stanje hedžing aktivnosti krajem prethodnog veka. Prema dobijenim rezultatima, ni 40% švajcarskih kompanija iz uzorka ne zna da izmeri svoju izloženost valutnom riziku, a samo 33% kompanija sprovodi hedžing verovatnih budućih priliva i odliva sredstava u stranoj valuti, uključujući i one koji još uvek nisu ugovoreni. Stepem sprovođenja hedžinga i nivo znanja o merenju izloženosti valutnom riziku su u korelaciji. Korelacija je uslovljena pojavom da kompanije koje ne sprovode hedžing ne znaju kolika je njihova izloženost valutnom riziku. Međutim, postoji malo dokaza da kompanije koje sprovode hedžing više znaju o kvantifikovanju izloženosti valutnom riziku (videti više u: Loderer & Pichler, 2000). U kasnijim istraživanjima uočeno je da je stanje hedžing aktivnosti znatno unapređeno.

Gupta (2016) je istraživao stanje hedžing aktivnosti u indijskim kompanijama. Utvrdio je da ove kompanije aktivno sprovode hedžing izloženosti valutnom riziku i za to koriste valutne forvarde, valutne svopove i različite vrste opcija, mada, uglavnom, kratkoročne derivatne ugovore. Rasprostranjenosti upotrebi valutnih derivata za sprovođenje hedžinga izloženosti valutnom riziku doprinosi stalno relaksiranje regulative i povećavanje obima prometa i likvidnosti na tržištima valutnih derivata u Indiji. Kompanije bi trebalo da dalje

unapređuju proces upravljanja valutnim rizikom i da koriste inovativne alate za eliminisanje izloženosti valutnom riziku. Da bi bile uspješnije u tome, tržište bi trebalo da kreira nove, inovativne derivate prilagođene zahtevima hedžera, kompanije bi trebalo da razviju veći interaktivni model koji može da obuhvati sve aspekte upravljanja rizikom na nivou cele kompanije, a država bi trebalo da kreira odgovarajuću politiku i preduzme odgovarajuće mere u pravcu daljeg razvoja deviznog tržišta (videti više u: Gupta, 2016).

Wells Fargo Bank (2014) je na uzorku od 276 multinacionalnih kompanija čija matična kompanija je locirana u SAD-u (86%) ili koje posluju u SAD-u (14%), kompanija različite veličine merene visinom prihoda od prodaje i kompanija iz različitih privrednih sektora, ali dominantno velikih kompanija (65%) i kompanija iz sektora proizvodnje (42%), istraživao stanje hedžing aktivnosti i koji instrumenti i tehnike se najčešće koriste za hedžing izloženosti kompanije valutnom riziku. Prema dobijenim rezultatima, 74% kompanija iz uzorka ima formalnu politiku upravljanja valutnim rizikom, a 80% tih kompanija ažurira politiku svake godine. Među kompanijama koje sprovode hedžing izloženosti valutnom riziku, 59% kompanija sprovodi hedžing transakcione izloženosti, a od toga 44% kompanija sprovodi hedžing između 50% i 70% njihove izloženosti valutnom riziku. Većina kompanija, 93%, za sprovođenje hedžinga koristi valutne forvarde, dok 31% kompanija koristi i druge derivate pored forvarda (videti više u: Wells Fargo Bank, 2014).

U istraživanju Barclays/ACT-a

(Association of Corporate Treasurers – ACT) (2012) sprovedenom na uzorku od 100 multinacionalnih kompanija koje sprovode hedžing izloženosti valutnom riziku, koje potiču iz različitih zemalja, pri čemu 79% potiče iz EMEA regiona, i koje posluju u okviru različitih privrednih sektora utvrđeno je da najviše kompanija iz uzorka, 86%, sprovodi hedžing transakcione izloženosti. Za sprovođenje hedžinga kompanije najčešće koriste valutne forvarde i svopove, a 40% kompanija iz uzorka koristi dodatno i opcije (videti više u: Barclays/ACT, 2012).

Bodnar, Graham, Harvey i Marston (2011) su na uzorku od 1.167 kompanija iz različitih delova sveta, pri čemu je 92% kompanija sa prostora Severne Amerike, Evrope i Azije, kompanija različite veličine, kompanija koje posluju u okviru različitih privrednih sektora i kompanija različitog kreditnog rejtinga istraživali koji instrumenti i tehnike se najčešće koriste za hedžing izloženosti kompanije valutnom riziku. Utvrdili su da 4% kompanija iz uzorka realizuje samo operativne aktivnosti, 7% koristi samo finansijske derivate, a 90% kombinuje realizaciju operativnih aktivnosti i upotrebu finansijskih derivata kod hedžinga izloženosti valutnom riziku. Hedžing se najčešće sprovodi zauzimanjem pozicija u valutnim forvardima (75%), zaduživanjem u stranoj valuti (42%) i plasiranjem depozita i kredita na tržištu novca (37%) (videti više u: Bodnar et al., 2011).

Predmet istraživanja koje je sproveo Kantox FX (2013) bila je praksa upravljanja valutnim rizikom samo u malim i srednjim preduzećima. Istraživanjem je obuhvaćeno 119 malih i

srednjih preduzeća iz različitih delova sveta. Prema dobijenim rezultatima, 77% malih i srednjih preduzeća iz uzorka ima formalnu politiku upravljanja valutnim rizikom. Među preduzećima iz uzorka, 14% uopšte ne sprovodi hedžing izloženosti valutnom riziku, 39% sprovodi hedžing za manje od polovine ukupne izloženosti, a 13% čak ne zna za koliki deo izloženosti valutnom riziku su osigurali zaštitu. Testirana preduzeća sprovode hedžing, u proseku, 59% njihove izloženosti valutnom riziku. Među preduzećima koja prate stanje i sprovode hedžing izloženosti valutnom riziku, 51% proverava stanje izloženosti najmanje jednom nedeljno, a 30% najmanje jednom mesečno. Za sprovođenje hedžinga, 25% testiranih malih i srednjih preduzeća koristi forvard ugovore, 22% se oslanja na prirodni hedžing, dok su napredniji instrumenti i tehnike manje popularni među testiranim malim i srednjim preduzećima (videti više u: Kantox FX, 2013).

Joseph (2000) je na uzorku od 75 velikih industrijskih multinacionalnih kompanija sa prostora Velike Britanije, koje su listirane na Međunarodnoj londonskoj berzi, istraživao koje instrumente finansijskog hedžinga i tehnike operativnog hedžinga su krajem prethodnog veka koristile ove kompanije i kako su tipovi izloženosti valutnom riziku uticali na izbor određenog hedžing instrumenta odnosno hedžing tehnike. Utvrdio je da su testirane kompanije sprovodile hedžing, u proseku, između 61 i 70% njihove ukupne izloženosti valutnom riziku i za to više primenjivale instrumente finansijskog nego tehnike operativnog hedžinga, pri čemu je izbor

instrumenta odnosno tehnika bio različit kod hedžinga različitih tipova izloženosti valutnom riziku. U većini slučajeva, učestalost primenjivanja tehnika operativnog hedžinga je u pozitivnoj korelaciji sa stepenom internacionalizacije poslovanja kompanije. To znači da povećavanjem stepena internacionalizacije poslovanja kompanije sve više primenjuju tehnike operativnog hedžinga za zaštitu od njene izloženosti valutnom riziku. Među operativnim tehnikama, za hedžing transakcione izloženosti valutnom riziku testirane kompanije su najviše primenjivale tehnike prebijanja izloženosti među partnerima u transakcijama kompanije i podešavanja valute fakturisanja, a za hedžing ekonomske i translacione izloženosti valutnom riziku usklađivanje vrednosti i valutne i ročne strukture ulaganja i obaveza i priliva i odliva sredstava pojedinačnih filijala kompanije. Valutni forvard ugovor je najčešće korišćen instrument finansijskog hedžinga među testiranim kompanijama. On se najviše koristio za hedžing transakcione izloženosti valutnom riziku. Za hedžing ekonomske i translacione izloženosti valutnom riziku testirane kompanije su najviše koristile tehniku zaduživanja i plasiranja kredita u stranoj valuti. Ta tehnika je po učestalosti primene za hedžing transakcione izloženosti valutnom riziku bila odmah iza valutnih forvard ugovora. Kamatne svopove koji omogućavaju razmenu potraživanja i obaveza po osnovu kamata denominovanih u stranoj valuti i valutne svopove testirane kompanije nisu koristile često za hedžing. Učestalost primene valutnih fjučersa i opcija za hedžing svih tipova izloženosti valutnom riziku bila je niska; valutne

opcije su imale širu primenu nego valutni fjučersi i koristile su se, primarno, za hedžing transakcione izloženosti valutnom riziku. S obzirom na to da je teško uskladiti ročnosti derivata i ekonomske i translacione izloženosti valutnom riziku, bilo je očekivano da testirane kompanije više primenjuju tehnike operativnog nego instrumente finansijskog hedžinga za zaštitu od tih dvaju tipova izloženosti valutnom riziku (videti više u: Joseph, 2000).

Testiranjem efikasnosti finansijskog i operativnog hedžinga u smanjivanju izloženosti američkih multinacionalnih kompanija valutnom riziku bavili su se Carter, Pantzalis i Simkins (2004). Istraživanjem su obuhvatili 208 multinacionalnih kompanija čija matična kompanija je smeštena u SAD-u. Dobijeni rezultati su pokazali da se operativnim i finansijskim hedžingom može smanjiti izloženost kompanije valutnom riziku. Mogućnosti za sprovođenje operativnog hedžinga, koje proističu iz mrežne strukture multinacionalne kompanije, i korišćenje različitih vrsta valutnih derivata su značajne determinante nivoa izloženosti kompanije valutnom riziku. Dokazano je i to da efikasnost operativnog hedžinga varira među testiranim kompanijama neto izvoznici i neto uvoznici i u slučaju rasta i pada kursa dolara. Operativni hedžing koji proističe iz mrežne strukture multinacionalne kompanije ima za rezultat obezbeđivanje zaštite u slučaju nepovoljnih valutnih kretanja (pada kursa dolara) i ostvarivanje koristi u slučaju povoljnih valutnih kretanja (rasta kursa dolara) samo za testirane kompanije neto uvoznice (videti više u:

David A. Carter et al., 2004).

Efikasnost finansijskog hedžinga u smanjivanju izloženosti švedskih kompanija valutnom riziku dokazali su Hagelin i Pramborg (2004) u svom istraživanju kojim su obuhvatili švedske nefinansijske multinacionalne kompanije listirane na Stokholmskoj berzi. Oni su ispitivali kako su na izloženost kompanija valutnom riziku uticali hedžing sproveden pomoću finansijskih derivata i hedžing sproveden zaduživanjem u stranim valutama, odnosno da li su kompanije uspešne u smanjivanju izloženosti valutnom riziku sprovođenjem ovih vrsta hedžinga. Posebnu pažnju posvetili su ispitivanju efekata sprovođenja hedžinga transakcione i hedžinga translacione izloženosti kompanija valutnom riziku. Ovo ispitivanje zaslužuje posebnu pažnju zbog toga što transakciona i translaciona izloženost različito utiču na kompanije. Prema dobijenim rezultatima u ovom segmentu istraživanja, smanjenje izloženosti kompanija valutnom riziku postignuto je sprovođenjem hedžinga i transakcione i translacione izloženosti. Doprinos hedžinga translacione izloženosti smanjivanju ukupne izloženosti kompanija valutnom riziku bi mogao da se objasni time da translaciona izloženost aproksimira izloženu vrednost budućih novčanih tokova od obavljanja poslovnih aktivnosti u stranim filijalama, tj. ekonomsku izloženost. Ako je objašnjenje korektno, onda se hedžingom translacione izloženosti smanjuje ekonomska izloženost kompanija valutnom riziku (videti više u: Hagelin & Pramborg, 2004).

Chan, Gan i McGraw (2003) su sproveli istraživanje sa ciljem

upoređivanja efikasnosti hedžinga transakcione izloženosti novozelandskih kompanija izvoznica valutnom riziku korišćenjem valutnih forvarda i valutnih opcija u periodima pre i posle azijske krize. Rezultati pokazuju da je pre azijske krize hedžing transakcione izloženosti kompanija izvoznica koje imaju averziju prema riziku sproveden korišćenjem jednomesečnih, tromesečnih ili šestomesečnih valutnih forvarda efikasniji od hedžinga sprovedenog korišćenjem valutnih opcija. U toku i posle azijske krize hedžing sproveden korišćenjem valutnih opcija je, prema dobijenim rezultatima istraživanja, efikasniji od hedžinga sprovedenog korišćenjem valutnih forvarda. Hedžing sproveden za period duži od godinu dana korišćenjem valutnih forvarda je konstantno efikasniji od hedžinga sprovedenog korišćenjem valutnih opcija. Stoga, ako je transakciona izloženost kompanije izvoznice dugoročna, kompanija će uvek za hedžing koristiti valutne forvarde. Ako je transakciona izloženost kompanije izvoznice kratkoročna i ako postoje manje fluktuacije deviznih kurseva, kompanija će za sprovođenje hedžinga koristiti valutne forvarde, a ako, pak, postoje veće fluktuacije deviznih kurseva, kompanija će za sprovođenje hedžinga koristiti valutne opcije (videti više u: Chan et al., 2003).

ZAKLJUČAK

Nakon što identifikuje i kvantifikuje nivo izloženosti valutnom riziku, donese odluku o tome za koliku izloženost će da sprovede hedžing i definiše politiku upravljanja izloženošću

valutnom riziku, kompanija treba da sprovede hedžing izloženosti valutnom riziku. Sprovođenje hedžinga je proces koji podrazumeva da kompanija izabere i sprovede odgovarajuću hedžing strategiju, da donese i realizuje odluku o obuhvatnosti hedžinga prema tipovima izloženosti i da izabere i sprovede jednu od dve ili obe vrste hedžinga i izabere i primeni odgovarajuće instrumente odnosno tehnike u okviru izabrane vrste hedžinga, polazeći od principa, ciljeva i odluke o veličini izloženosti za koju će da sprovede hedžing, navedenih u politici upravljanja izloženošću kompanije valutnom riziku. Finansijski menadžment kompanije ima mogućnost da se opredeli za jednu od tri strategije kod hedžinga izloženosti valutnom riziku. Naime, on može da odluči da uvek sprovodi hedžing izloženosti, da nekad sprovodi, a nekad ne sprovodi hedžing izloženosti ili da uopšte ne sprovodi hedžing izloženosti valutnom riziku. Efektivnost izabrane hedžing strategije za svaku pojedinačnu kompaniju i grupe kompanija formirane prema različitim kriterijumima se prati i dobijeni rezultati publikuju periodično. Na osnovu rezultata iz više perioda može se utvrditi da li je usvojena hedžing strategija u posmatranoj kompaniji ili grupi kompanija adekvatna odnosno koja hedžing strategija je najefektivnija. Mada rezultati empirijskih istraživanja efektivnosti strategija kod hedžinga izloženosti valutnom riziku nisu jednoznačni, postoji više dokaza superiornosti strategije uslovnog, odnosno selektivnog sprovođenja hedžinga, uz uslov da se pre donošenja odluka o sprovođenju ispita njena opravdanost, u odnosu na strategiju stalnog sprovođenja i strategiju nesprovođenja hedžinga.

Iskustva pokazuju, takođe, da kompanije više sprovode hedžing i, generalno, posvećuju više pažnje upravljanju transakcionom nego upravljanju ostalim dvema izloženostima valutnom riziku. Među ostalim dvema izloženostima, pažnja kompanije je više usmerena ka ekonomskoj nego translacionoj izloženosti valutnom riziku. Teoretičari i praktičari su saglasni o potrebi sprovođenja hedžinga transakcione i ekonomske, ali ne i translacione izloženosti kompanije valutnom riziku. Još uvek se razmatraju argumenti za i protiv, kao i efekti sprovođenja hedžinga translacione izloženosti, tako da ne treba da iznenadi to što približno polovina kompanija širom sveta ne sprovodi hedžing ovog tipa izloženosti.

Kompanija može da se opredeli za sprovođenje finansijskog hedžinga, operativnog hedžinga ili kombinacije tih dvaju hedžinga. Kada izabere jednu od dve ili obe vrste hedžinga, pred kompanijom je odluka o izboru adekvatnih hedžing instrumenata i tehnika. Kompanijama su na raspolaganju različiti instrumenti i tehnike. Najpopularniji instrumenti finansijskog hedžinga koji se koriste za zaštitu od izloženosti kompanije valutnom riziku su: valutni forvardi, valutni fjučersi, valutne opcije, opcije na valutne fjučerse i valutni svopovi, a najvažnije tehnike operativnog hedžinga su: usklađivanje vrednosti i valutne i ročne strukture ulaganja i obaveza pojedinačnih filijala kompanije, anuliranje izloženosti na nivou cele kompanije, prebijanje izloženosti među partnerima u transakcijama kompanije, podešavanje valute fakturisanja, podešavanje cenovne politike, vođstvo i zaostajanje i

diversifikovanje proizvodnje, distribucije, ulaganja i finansiranja poslovne aktivnosti. Nekoliko faktora utiče na izbor odgovarajućih tehnika i instrumenata za sprovođenje hedžinga izloženosti valutnom riziku: stepen internacionalizacije poslovanja kompanije, pokazatelji mogućnosti rasta kompanije, poreski tretman izloženosti i hedžing tehnika i sistem nagrađivanja menadžera i zaposlenih. Većina kompanija za sprovođenje hedžinga kombinuje korišćenje instrumenata finansijskog i tehnika operativnog hedžinga, s tim što dominira korišćenje instrumenata finansijskog hedžinga, pre svega valutnih forvarda.

Stanje hedžing aktivnosti u kompanijama širom sveta je bolje danas nego što je bilo ranije i bolje u velikim kompanijama nego u malim i srednjim preduzećima. Velike kompanije svesnije su važnosti sprovođenja hedžinga izloženosti valutnom riziku, više sprovode hedžing izloženosti valutnom riziku i sprovode hedžing većeg dela njihove ukupne izloženosti valutnom riziku nego mala i srednja preduzeća. Dosadašnja poboljšanja stanja hedžing aktivnosti mogu da se objasne empirijski dokazanom efikasnošću hedžinga izloženosti valutnom riziku kompanija širom sveta. Naime, empirijski je dokazano da se operativnim i finansijskim hedžingom može smanjiti izloženost kompanije valutnom riziku.

Da bi teorija međunarodnog finansijskog menadžmenta mogla da pruža finansijskim menadžerima u kompanijama korisne spoznaje koje bi se mogle primenjivati u praksi, trebalo bi kontinuirano pratiti stanje hedžing aktivnosti u što većem broju kompanija iz što više zemalja i efikasnost pojedinačnih i različitih kombinacija

hedžing instrumenata i tehnika, istraživati uzročnike postojećeg stanja hedžing aktivnosti i nivoa efikasnosti pojedinačnih i različitih kombinacija hedžing instrumenata i tehnika i mogućnosti za njihovo unapređivanje, podsticati pronalaženja inovativnih rešenja za smanjivanje izloženosti valutnom riziku, pratiti efekat promene stanja hedžing aktivnosti na performanse kompanija i omogućiti pristup svim spoznajama interesima iz svih delova sveta. Na taj način bi se sve više kompanija iz svih delova sveta podsticalo na aktivno upravljanje izloženošću valutnom riziku. Sveobuhvatnijim sprovođenjem hedžinga bi se stvorile pretpostavke za kvalitetnija buduća empirijska istraživanja usmerena u pravcu istraživanja trenutnog stanja, promene i uzročnika promene stanja i efikasnosti hedžing aktivnosti u vremenskoj i prostornoj dimenziji i u pravcu istraživanja uticaja realizacije hedžing aktivnosti na indikatore kvaliteta poslovanja kompanije.

LITERATURA

1. Antoci, V. (2015). *Managing transaction exposure in MNCs*. Helsinki metropolia University of applied sciences.
2. Bash, A. (2016). To hedge or not to hedge foreign exchange exposure: A GCC perspective. *International Research Journal of Finance and Economics*, 146, 32–42.
3. Bodnar, G., Graham, J., Harvey, C., & Marston, R. (2011). Managing risk management. *AFA 2012 Chicago Meetings Paper*.
4. Bonini, S., Dalocchio, M., Raimbourg, P., & Salvi, A. (2016). Do firms hedge translation risks?. *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, 2, 155–178.
5. Carter, D. A., Pantzalis, C., & Simkins, B. J. (2004). Asymmetric exposure to foreign-exchange risk: Financial and real option hedges implemented by U.S. multinational corporation. *Proceedings of the Assurant/Georgia Tech Tenth International Finance Conference*.
6. Chan, K. F., Gan, C. & McGraw, P. A. (2003). A hedging strategy for New Zealand's exporters in transaction exposure to currency risk. *Multinational Finance Journal*, 7 (1/2), 25–54.
7. Barclays/ACT (2012). *Global corporate risk management survey*. Preuzeto 10. juna 2018. sa sajta <http://www.treasurers.org/risksurvey>.
8. Gupta, A, K. (2016). Hedging tools and techniques for foreign exchange exposure in India. *Journal of Research in Humanities & Soc. Sciences*, 4(5), 48–53.
9. Hagelin, N., & Pramborg, B. (2004). Hedging foreign exchange exposure: Risk education from transaction and translation hedging. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 15(1), 1–20.
10. Kantox FX. (2013). *Hedging FX risk: taking stock of the challenge for mid-caps and SMEs*. Preuzeto 10. juna 2018. sa sajta <http://www.accaglobal.com/gb/en/technical-activities/technical-resources-search/2013/april/hedging-fx-risk.html>.
11. Joseph, N. L. (2000). The choice of hedging techniques and the characteristics of UK industrial firms. *Journal of Multinational Financial*

Management, 10(2), 161–184.

12. Judge, A. (2006). The determinants of foreign currency hedging by U.K. non-financial firms. *Multinational Finance Journal*, 10 (1/2), 1–41.

13. Loderer, C., & Pichler, K. (2000). Firms, do you know your currency risk exposure? Survey results. *Journal of Empirical Finance*, 7(3–4), 317–344.

14. Marshall, A. P. (2000). Foreign exchange risk management in UK, USA and Asia Pacific multinational companies. *Journal of Multinational Financial Management*, 10 (2), 185–211.

15. Pobrić, N. (2018). *Međunarodna finansijska tržišta*. Brčko: Univerzitet u Istočnom Sarajevu, Ekonomski fakultet Brčko.

16. Wells Fargo Bank. (2014). *Risk management practices survey*. Preuzeto 10. juna 2018. sa sajta [http://images-mail.wellsfargoemail.com/Web/WellsFargoWholesaleServices/%7B69a27958-55de-4b75-9013-169b14de95bd%7D_3249_20014_FX_RMP_Survey\[1\].pdf](http://images-mail.wellsfargoemail.com/Web/WellsFargoWholesaleServices/%7B69a27958-55de-4b75-9013-169b14de95bd%7D_3249_20014_FX_RMP_Survey[1].pdf).

Summary

Hedging is a process that implies that the company chooses and implements the appropriate hedging strategy, makes and implements a decision on the hedging scope from the point of view of foreign exchange exposure types, and selects and implements one of two or both hedging types and selects and applies appropriate instruments or techniques within the selected hedging type, based on the principles, objectives, and decisions on the exposure level for that hedging will be carried out by company, specified in the company's foreign exchange exposure management policy. The financial management of a company has the ability to opt for one of the three foreign exchange exposure hedging strategies. Namely, it may decide always to hedge, to hedge or not to hedge, or always not to hedge. Although the results of empirical studies of the foreign exchange exposure hedging strategies effectiveness are not unambiguous, there is more evidence of the superiority of the conditional, i.e. selective hedging strategy. This strategy is superior compared with other two hedging strategies if it is estimated its' justifiability in relation to the other two strategies, always to hedge and always not to hedge, before making decisions on the hedging.

Results of empirical studies also show that companies more hedge and generally pay more attention to managing the transaction than managing other two foreign exchange exposures. Among other two exposures, the company focuses on economic exposure more than on translation exposure.

Theoreticians and practitioners agree on the need of a company to hedge transaction and economic exposures, but not the translational exposure. Still it has been considered the arguments for and against, as well as the effects of the translational exposure hedging, so it should not be surprising that approximately half of the companies around the world do not hedge this type of exposure.

A company may opt for financial hedging, operational hedging or a combination of these two hedging types. When chose one of two or both hedging types, the company need to choose the adequate hedging instruments and hedging techniques. Different instruments and techniques are available to companies. The most popular financial hedging instruments used to protect against the company's foreign exchange exposure are currency forwards, currency futures, currency options, currency futures options, and currency swaps. The most important operational hedging techniques are netting, matching, invoicing, pricing policies, leading and lagging, and diversifying of production, distribution, investment, and business activities financing. Several factors influence the selection of appropriate hedging techniques and hedging instruments such as degree of internationalization of the company's business operations, indicators of company growth opportunities, tax treatment of exposures and hedging techniques, and rewarding system for managers and employees. Most companies combine financial hedging instruments and operational hedging techniques, while companies the most use financial hedging instruments, primarily currency

forwards.

The state of hedging activity in companies around the world is better today than it was earlier and better in large companies than in small and medium-sized enterprises. Large companies are more aware of the importance of foreign exchange exposure hedging, they hedge foreign exchange exposure, and hedge a larger proportion of their total foreign exchange exposure than small and medium-sized enterprises. The current improvements in the hedging activity can be explained by the empirically proven efficiency of foreign exchange exposure hedging in companies around the world. Namely, it has been empirically proven that operational and financial hedging can reduce the company's foreign exchange exposure.

PRIKAZI

Žan TIROL

EKONOMIJA ZA OPŠTE DOBRO¹

Akademska knjiga, Novi Sad, 2019.

Preveli s francuskog: Gorana Prodanović i Marko Božić

Žan Marsel Tirol (Jean Marcel Tirole), profesor Univerziteta u Tuluzi (Université Toulouse 1 Capitole), jedan od najsvestranijih i najuticajnijih naučnih istraživača u oblasti ekonomije danas i nosilac Nobelove nagrade za ekonomske nauke za 2014. godinu² – „za doprinos analizi tržišne moći (vlasti) i regulacije“³, objavio je novu studiju pod nazivom *Ekonomija za opšte dobro*. Ovo je prva Tirolova knjiga koja je namenjena najširoj publici i zasad jedino njegovo delo koje je prevedeno na srpski jezik⁴ (objavio je 12 knjiga i više od 200 članaka).

Osnovna tema knjige je – ekonomija.

Primarni fokus studije usmeren je na doprinos ekonomije težnji ka postizanju opšteg dobra.

Polazno Tirolovo stanovište je da ekonomija može učiniti svet boljim ukoliko prepozna institucije i politike koje će zastupati opšti interes. „U svojoj potrazi za blagostanjem zajednice, ona objedinjuje individualnu i kolektivnu dimenziju subjekta. Ekonomija proučava situacije u kojima je individualni interes usklađen sa težnjom ka blagostanju zajednice, kao i one situacije u kojima on, naprotiv, predstavlja prepreku“ (str. 15).

Pri obradi celokupne materije maksimalno je zastupljen aspekt aktuelnosti.

Naučni značaj dela proističe iz unapređenja teorijsko-analičkog pristupa razumevanju kompleksnog koncepta opšteg dobra. Poseban naučni doprinos studija je ostvarila u više pravaca i to u vidu: spoznaje same pojave, obuhvata tema, mapiranja novih izazova u vezi sa istraživanim fenomenom i puteva za njihovo prevazilaženje, opredeljivanja pravca i vrste budućih istraživanja (pažnje i interesovanja istraživača) na polju opšte dobrobiti.

Društveni značaj studije proističe iz dobijanja novih, originalnih rezultata istraživanja, za kojima postoji opravdana potreba i čija primena doprinosi napretku u

¹ Naslov originala: Jean Tirole, *Économie du bien commun*, Presses Universitaires de France, 2016.

² Žan Tirol, treći je po redu francuski ekonomista koji je dobitnik najprestižnijeg naučnog priznanja, posle Žerara Debrea (*Gérard Debreu*), koji je, kako navodi Nobelov komitet, u obrazloženju nagrade, priznanje poneo – „za doprinos uključivanju novih analitičkih metoda u ekonomsku teoriju i za rigorozno reformulisanje teorije opšte ravnoteže“ (1983. godine) i Morisa Feliksa Šarla Alea (Maurice Félix Charles Allais) kome je nagrada pripala – „za pionirski doprinos teoriji tržišta i efikasnog korišćenja resursa“ (1988. godine).

³ Iz obrazloženja Komiteta za dodelu Nobelove nagrade.

⁴ Prevodioci su postigli sklad između teksta na izvornom jeziku i novonastalog teksta na srpskom jeziku. Očuvanje originalnog stila pisca doprinosi kvalitetu prevoda dela.

rešavanju važnih duštvenih problema, odnosa i procesa u okviru predmeta istraživanja.

Glavne karakteristike dela su: savremenost, internacionalnost, inovativnost u interpretaciji novih izvora naučnih informacija relevantnih za temu, nepristrasnost i naučni stil pisanja. Tema je u potpunosti obrađena, na sveobuhvatan i vrednosno neutralan način, sažetim načinom izlaganja činjenica i ideja.

Naročita važnost knjige ogleda se u Tirolovim predlozima kako doprineti popularizaciji ekonomske kulture, jer se ekonomija tiče svakodnevice svih ljudi, tako da ne može biti isključivo domen stručnjaka (str. 27).

Glavna vrednost knjige leži u Tirolovom osvetljavanju dvojakog doprinosa ekonomije na polju istraživanja opšteg dobra: s jedne strane, ona može usmeriti raspravu ka ciljevima otelovljenim u pojmu opšte dobrobiti, razlikujući ih od instrumenata koji mogu doprineti njihovom ostvarenju, a s druge, uzimajući opštu dobrobit kao datost, ekonomija razvija alatke kako bi joj doprinela (str. 15).

Objedinjavanjem pitanja koja se tiču ostvarivanja bržeg i stabilnijeg ekonomskog razvoja i blagostanja ljudi na potpuno nov način, studija ostavlja trajan i prepoznatljiv doprinos naučnoj literaturi.

Pisana negovanim i jasnim jezičkim izrazom, knjiga bi trebalo da podstakne čitalačku publiku da se više zainteresuje za ekonomiju, da bolje razume realnost i da omogućiti ispoljavanje onoga što je najbolje u ljudima kako bi čovekova dobrobit mogla biti najbolje unapređena.

Naslov dela je koncizan i nedvosmisleno definiše temu odnosno izvedeno istraživanje. Knjiga je štampana latinicom, u tvrdom povezu. Složena građa o ekonomiji opšte dobrobiti prezentovana je pristupačno, na skoro šest stotina stranica.

U strukturnom smislu, delo ima sve odlike moderne studije iz ekonomske materije. Na prvim stranama knjige nalaze se: Sadržaj, Izrazi zahvalnosti za podršku, pomoć ili inspiraciju institucijama i pojedincima koji su ispratili proces nastanka ovog dela i Predgovor koji postupno uvodi čitaoca u temu i ukazuje na njenu važnost i namenu. Sadržina studije je organizovana i sistematizovana u pet povezanih i funkcionalno osmišljenih tematskih celina⁵, podeljenih na po nekoliko poglavlja (ukupno sedamnaest) koja se granaju na podpoglavlja, a ova na odseke. Poglavlja su napisana kao zaokružene celine – sa pregledno raspoređenim i sažeto formulisanim naslovima koji precizno ukazuju na poentu razmotrenog sadržaja unutar njih i podpoglavljima i odsecima koji imaju funkciju razrađivanja teme koju poglavljje tretira – tako da se svako od njih može čitati nezavisno jedno od drugog.⁶ Izlaganje teksta na ovakav način omogućava jasno uočavanje većih i manjih delova u knjizi i pronalaženje veza među iznetim idejama. Na početku određenih poglavlja stoje oštroomne izreke ili sažeto formulisane misli (kako znamenitih savremenih mislilaca, naučnika, pisaca i vladara tako i onih iz najstarijih civilizacija) koje odražavaju suštinu teme. Na kraju studije nalazi se Indeks imena autora. Informacije predstavljene grafički i tabelarno povećavaju sadržajnost teksta i olakšavaju pojašnjenje, naglašavanje i

5 O svakoj celini posebno biće više reči u nastavku izlaganja.

6 Tirolov savet je da se pre čitanja dvanaestog poglavlja (o krizi iz 2008), koje je više tehničke prirode nego druga poglavlja, prvo pročita prethodno, jedanaesto poglavljje (o finansijama, kako bi se shvatila uloga finansijskog sektora u društvu, te način na koji finansije mogu doprineti dobrobiti društva kao celine).

sumiranje rezultata istraživanja, te usvajanje novih saznanja. Tekst prate kvalitetne napomene (u kojima su, između ostalog, povremeno smeštene i kratko obrazložene digresije) i bibliografske reference (od klasičnih dela filozofije i ekonomije do nedavno objavljenih naučnih studija vrhunskog dometa koje su u direktnoj vezi sa temom) date pri dnu strane. Delo sadrži statističke podatke koji olakšavaju razumevanje razmatranih ekonomskih pojava. Na poleđini knjige nalaze se kratke informacije o studiji, autorovom obrazovnom profilu i praksi koju poseduje.

Prvi deo studije, pod naslovom „Ekonomija i društvo“⁷, bavi se razumevanjem pojava, problema i najznačajnijih pitanja iz oblasti savremenog ekonomskog okruženja. Prvo poglavlje tiče se ekonomije kao discipline i ekonomskih aspekata društva. Predstavljani su: razvoj ekonomske nauke i njena uloga u društvu, odnos društva prema ekonomiji i način na koji se običnim ljudima može olakšati pristup ekonomskoj kulturi „kako bi se ponašali kao 'ekonomski aktivni građani', koji zahtevaju da oni koji se nalaze na položajima vlasti donose ispravne odluke“⁸ i tako doprinose opštem dobru. Drugo poglavlje prikazuje ulogu i značaj tržišta i drugih načina upravljanja oskudnim dobrima. Podizanjem svesti o ograničenjima (nesavršenostima) tržišta i u javnosti postojećim predrasudama, preispitane su zamerke upućene tržišnoj ekonomiji u pogledu moralnosti tržišta, slabljenja društvenih veza, produblivanja nejednakosti i pojačane nestabilnosti u mnogim zemljama.

Drugi deo knjige, koji nosi naslov „Zanimanje istraživača u oblasti ekonomije“⁹, analizira profesiju ekonomiste. Treće poglavlje opisuje: čime se tačno bave istraživači u oblasti ekonomije, njihovu društvenu ulogu, položaj i uticaj koji mogu imati na regulativu, nacionalni i globalni društveni sistem. Obraden je proces uključivanja ekonomiste u društveni život zajednice odnosno njegovo političko angažovanje i prezentovan je način na koji ekonomske ideje prerastaju u koncept javnih politika. Posebno se „govori o onome što može loše uticati na istraživanja i prenošenje njihovih rezultata“, i iznose se „razmišljanja o tome kako bi ustanove mogle umanjiti opasnost koju novac, prijateljstvo, želja za priznanjem ili slavom predstavljaju u pogledu istraživačevog ponašanja“ (str. 19). Četvrto poglavlje je

7 Ovu početnu celinu knjige čine dva poglavlja i više manjih podpoglavljja (i odseka unutar njih, čiji nazivi neće biti navođeni): „Volite li ekonomiju“ (Šta nas sputava u razumevanju ekonomije?; Tržište i drugi načini upravljanja oskudnim dobrima; Bolje uputiti ljude u ekonomiju) i „Moralna ograničenja tržišta“ (Moralna ograničenja ili nesavršenost tržišta?; Ono čime se ne može trgovati i ono što je sveto; Tržište – pretnja po društvene veze?; Nejednakosti).

8 Kako to kaže Ha Džun Čang (Ha-Joon Chang), profesor ekonomije na Univerzitetu u Kembridžu (University of Cambridge) u Uvodu knjige *23 stvari koje vam ne kažu o kapitalizmu*, Mali vrt, Beograd, 2016, str. 16.

9 Ova celina studije se sastoji od tri poglavlja: “Ekonomista u zajednici” (Ekonomista, javni intelektualac; Opasnosti od angažovanja u zajednici; Neophodna interakcija i nekoliko prepreka; Od teorije do ekonomske politike), “Istraživanje kao svakodnevica” (Od teorije do prakse i nazad; Mikrokosmos univerzitetske ekonomije; Ekonomisti: lisice ili ježevi; Uloga matematike; Teorija igara i teorija informacije; Metodološki doprinosi) i “Ekonomija u pokretu” (Ne uvek racionalan učesnik: *homo psychologicus*; *Homo socialis*; *Homo incitatus*: Kontraproductivni efekti nagrađivanja; *Homo juridicus*: Pravo i društvene norme; *Homo Darwinus*).

posvećeno opisu svakodnevice ekonomskog istraživača. Objasnjeni su važni izvori napretka u saznanjima u okviru ekonomske discipline: međusobno obogaćivanje teorije i empirijskog rada, metodološka i primenjena istraživanja, slaganja i neslaganja među ekonomistima, načini evaluacije naučnih doprinosa, upotreba matematičkih alatki, interdisciplinarnost... Predstavljene su dve novije alatke – teorija igara i teorija informacija – koje su, u poslednjih četrdeset godina, napravile revoluciju u svim domenima ekonomije. Predmet petog poglavlja su bitni momenti istorijskog razvoja ekonomske nauke, kao važnog segmenta za razumevanje sadašnjeg stepena razvitka ekonomske discipline i određivanja smernica za dalji napredak saznanja u ovom naučnom polju u budućnosti. Dat je kratak podsetnik na nastanak ekonomije kao posebne nauke: do kraja 19. veka, ekonomija je bila samo deo društvenih i humanističkih nauka, da bi se u 20. veku odvojila od ovih disciplina i počela samostalno graditi sopstveni identitet na osnovu ideje o *homo oeconomicusu* to jest uprošćenoj naučnoj pretpostavci prema kojoj su donosioci odluka (potrošači, političari, preduzeća...) racionalni, te stoga postupaju u skladu sa svojim interesom i informacijama kojima raspolažu – ekonomija, međutim, insistira na ideji da njihove informacije mogu biti nepotpune ili lažirane (str. 20 i 149). „Preporuke ekonomske politike otud su najčešće zasnovane na postojanju eksternalija ili nedostataka tržišta, odnosno na razlici između individualne i kolektivne racionalnosti: ono što je dobro za jednog ekonomskog činioca – ne mora nužno biti dobro i za društvo u celini“ (str. 149). Ukazano je da se ekonomija, u poslednje dve decenije, u načelu, sve češće vraća drugim društvenim naukama uzimajući u obzir njihove doprinose radi boljeg razumevanja načina na koji se: ponašaju individue i grupe, donose političke odluke i oblikuje zakonska regulativa. S tim u vezi, a i kao rezultat potrebe da se opiše i objasni sve složenija ekonomska stvarnost, zapaža se postepeno obnavljanje prožimanja ekonomije sa drugim društvenim i humanističkim naukama koje je, kako je pomenuto, već postojalo.

Treći deo studije, naslovljen kao „Institucionalni okvir ekonomije“¹⁰, proučava neke od glavnih aktera na tržišnoj sceni savremenih društava: državu odnosno vladu (javni sektor) i preduzeće (privatni sektor). Šesto poglavlje nudi novu, drugačiju koncepciju države koja bi mogla povratiti poverenje u sistem koji upravlja gotovo svim ljudskim aktivnostima i koja bi trebalo da bude podesnija za ostvarivanje opšteg boljitka čovečanstva. Uočeni su vrlo složeni problemi koje tržište nosi sa sobom i prepoznata brojna ograničenja državnog intervencionizma. Pokazano je da država i tržište nisu alternativa jedno drugom (ne isključuju se), kako uveravaju pobornici intervencionizma i zastupnici lese fer (franc. *laissez-faire*) politike, već da su, sasvim suprotno tome, neizbežno i neminovno, međusobno zavisni (dopunjuju se). Tržište ima potrebu za regulacijom svih svojih segmenata (robe, usluga, ideja, radne snage i drugih činilaca), a država za očuvanjem stanja zdrave konkurencije i podsticajima. Država, u svojoj novoj ulozi, utvrđuje pravila igre, donosi zakonsku regulativu, osniva

10 Ova celina je podeljena na dva poglavlja: “Moderna država” (Tržište ima brojne nedostatke koji se moraju ispraviti; Komplementarnost tržišta i države i temelji liberalizma; Politički primat ili nezavisna tela? Reformisati državu) i “Preduzeće, njegov sistem upravljanja i društvena odgovornost” (Mnoštvo mogućih načina organizovanja... ali retko biranih; A društvena odgovornost preduzeća u svemu tome?)

odgovarajuće institucije, organe i komisije, stvara ambijent i interveniše da bi korigovala (brojne) nedostatke tržišta, a ne da bi ga zamenila. Sagledani su: uloga i važnost nezavisnih tela, primat politike i gubitak njenog uticaja... Diskutovano je o pravcu državne reforme i date su ideje o tome kako je sprovesti. Akcenat sedmog poglavlja je na upravljanju preduzećima. Razmotrene su prednosti i nedostaci korporativnog upravljanja. Analizirani su pojmovi društvene odgovornosti preduzeća i društveno odgovornog investiranja. Pokazano je da ovi koncepti „ni u čemu nisu nekompatibilni s tržišnom ekonomijom“ i da „upravo suprotno, predstavljaju istovremeno decentralizovan i delimičan odgovor (zbog problema s ponašanjem slepog putnika) na pitanje koje se tiče postizanja opšteg dobra“ i procenjeno je da bi za njih „bilo manje mesta u svetu u kojem bi država bila efikasna i dobronamerna, te tako zastupala volju građana. U stvarnom svetu ima mesta za ovakve inicijative građana i preduzeća“ i Tirol je donekle uspeo da ga rasvetli (str. 236).

Ostatak knjige iznosi elemente za razmišljanje o važnim pitanjima savremene ekonomije, koja su predmet rasprava u ovom trenutku, i tiču se kako naše svakodnevice, tako i budućnosti društva, a koja mi, ipak, ne kontrolišemo.

Četvrti, preposlednji deo studije, nazvan „Veliki makroekonomski izazovi“¹¹, poglavlja (8–12), pruža panoramski pogled na velike, aktuelne makroekonomske pojave: globalno zagrevanje, nezaposlenost, Evropu, finansijski sektor (s posebnim osvrtom na finansijsku krizu iz 2008., te novog stanja u svetu nakon nje).

Peti, poslednji deo studije, „Izazovi industrijske organizacije“¹², poglavlja (12–17)“, čini skup manje poznatih, ali izuzetno značajnih mikroekonomskih pitanja koja, između ostalog, obuhvataju: politiku zaštite konkurencije i industrijsku politiku, digitalnu revoluciju – njene nove ekonomske modele i društvene izazove – inovacije i sektorsku regulaciju.

Teme poslednja dva dela knjige su najveći prioriteti pred ekonomijom opšteg dobra tim pre što ne postoji usušivanje da se za neke od njih daju istančana predviđanja, kao što je, na primer, kada je reč o digitalnoj revoluciji i novoj organizaciji radnih mesta, osetljivo pitanje – „Sledi li kraj zapošljavanja na neodređeno vreme i univerzalizacija zapošljavanja?“ (str. 482).

11 Ova celina knjige sadrži pet poglavlja: „Klimatski izazovi“ (Značaj klime; Uzroci stagnacije; Pregovori koji nisu na visini zadatka; Učiniti ekonomske aktere odgovornim u pogledu globalnog zagrevanja; Nejednakost i oporezivanje ugljenika; Kredibilitet jednog međunarodnog sporazuma; Zaključak: Vratiti pregovore na pravi kolosek), „Pobediti nezaposlenost“ (Zapažanja; Ekonomska analiza ugovora o radu; Nekoherentnost naših institucija; Šta može doneti reforma i kako da ona uspe? Druge velike rasprave koje se vode povodom zapošljavanja; Hitnost), „Evropa na raskršću puteva“ (Evropske integracije: od nade ka sumnji; Grčki slučaj: mnogo gorčine na sve strane; Na koje opcije Evropa može ubuduće računati), „Čemu služe finansijske?“ (Čemu služe finansijske?; Kako pretvoriti korisne proizvode u toksične proizvode?; Jesu li tržišta efikasna?; Ali zašto bismo, zapravo, regulisali tržište?) i „Finansijska kriza iz 2008.“ (Finansijska kriza; Novo okruženje posle krize; Čija je greška? Ekonomisti i predupređivanje krize).

12 Ova, završna, celina dela grupisana je u pet poglavlja: „Politika zaštite konkurencije i industrijska politika“ (Čemu konkurencija?; A gde je industrijska granska politika u svemu tome?), „Kada digitalizacija modifikuje vrednosni lanac“ (Platforme, čuvari digitalne ekonomije; Dvostrana tržišta; Drugačiji ekonomski model: kada platforme regulišu; Izazovi

Prilikom izučavanja svake od navedenih tema, u poglavljima (8–17): promišljena je utemeljenost postojeće zakonske regulative, obuhvaćen je širok raspon pokazatelja i procena učinaka mera politike, razmatrano je delanje (odluke i aktivnosti) državnih i privatnih aktera i sagledane su institucije koje bi mogle da doprinesu objedinjavanju privatnih odnosno ličnih i opštih odnosno javnih ili državnih interesa, rečju – opštoj dobrobiti ljudi.

Poruka završnih delova studije je jasna i pozitivna. Ona objašnjava da najveći globalni problemi današnjice ne moraju da postanu trajni i fatalni po budućnost društva: rešenja za – visoku permanentnu nezaposlenost, kao gorući ekonomski i socijalni problem (uz ozbiljne preteće političke implikacije) sa kojim vlade širom sveta vode tešku borbu, klimatske promene kao jedne od najvećih pretnji za planetu i vidno usporavanje procesa evropskih integracija, zbog opasnosti od ekonomske nestabilnosti i autoritarne vladavine – postoje, ako se naprave konkretni iskoraci u tom pravcu (primer je načelo novijeg datuma „zagađivač plaća“, prema kome troškove zaštite životne sredine snosi onaj ko ih je napravio). Poruka studije uvećava razloge za optimizam i kada su u pitanju brojni izazovi koji dolaze iz polja privrede – pojašnjava kako postići da raznovrsna dobra i usluge budu u funkciji zajednice, a ne prihoda akcionara ili zaposlenih u preduzećima i nudi repertoar mogućih opcija u vezi sa potrebom prilagođavanja mera za regulisanje finansijskog sektora, velikih monopola – kao jednog od vodećih uzroka društvene nejednakosti, njenog produbljivanja, tržišta i same organizacije države, a pri tom sprečiti raspad ekonomske mašinerije i ne poreći ulogu države u organizovanju društva (str. 22).

Ključno pitanje makroekonomije – odnos između države i tržišta u sistemu savremenih društveno ekonomskih odnosa – prožima čitavo delo. Tirolov pristup pomenutoj relaciji je jasan: „DA tržišnoj ekonomiji; NE tržišnom društvu“ (str. 49).

Crvena nit studije je teorija informacija. Ona se, prema Tirolu, zasniva na evidentnoj činjenici da su odluke ekonomskih aktera (domaćinstva odnosno porodice, preduzeća, država sa njenim razuđenim mehanizmom organa, organizacija i institucija...) uslovljene ograničenošću informacija kojima oni raspolazu (što ima ključni uticaj na: kreiranje javnih politika, ustrojstvo institucija, regulaciju finansijskog sektora... rečju – poboljšanje različitih dimenzija ljudskog blagostanja: zaposlenost, održiva potrošnja i proizvodnja, zaštita životne sredine...). S tim u vezi, prilikom razmatranja svake važnije teme u knjizi izvođena su osnovna pravila kojima bi se trebalo rukovoditi u funkciji razotkrivanja relevantnih informacije odnosno sprečavanja nastojanja da se asimetričnost informacija (eng. *information asymmetry*) koristi za postizanje sopstvenih ciljeva.

Ekonomija za opšte dobro originalno je naučno delo zadivljujućeg obuhvata, izgrađeno na čvrsto utemeljenim saznanjima iz višedecenijskog predanog naučnog

dvostranih tržišta u pogledu prava konkurencije), „Digitalna ekonomija: društveni izazovi“ (Poverenje; Vlasništvo nad podacima; Zdravlje i solidarnost; Nova zanimanja u XXI veku; Digitalna ekonomija i radna mesta; Oporezivanje), „Inovacija i intelektualna svojina“ (Imperativ inovacije; Intelektualna svojina; Upravljanje akumulacijom rojaltija; Institucije za inovacije; Kooperativni rad i slobodni softver; i mnoge druge rasprave...) i „Sektorska regulacija“ (Četvorostruka reforma i njena racionalnost; Podsticajne mere regulacije; Tarife regulisanih preduzeća; Regulacija pristupa mreži; Konkurencija i javne usluge).

rada, koje podrobno ispituje i obrađuje bitne aspekte savremenosti u ekonomskom kritičkom diskursu. Ukazivanjem kuda i kako dalje, knjiga podstiče na razmišljanje i daje nemerljiv doprinos nedostajućoj kulturi rasprave, ukrštanja gledišta i javne analize složenih društvenih problema naročito onih egzistencijalne prirode. Uravnoteženi prikaz teorijskih tema i najsavremenijih primera ekonomske politike kako u evropskom, tako i u globalnom kontekstu, omogućava čitaocima da povežu teorijske koncepcije i rešenja sa prilikama i politikama u sopstvenoj zemlji. Tirolove snažne i dalekovidne poruke o metodima, putevima i postupcima za ostvarenje punog potencijala ekonomije dobiti od velikog su značaja za privredne subjekte, nacionalne ekonomije, čitavu svetsku ekonomiju i dopiru do svakog pojedinca. Studija koju Žan Tirol predaje javnosti znatno će uticati na promenu uvreženih obrazaca razmišljanja o društvu i na način funkcionisanja ekonomije (oblikovanje institucija, te utvrđivanje uloge koju politike mogu imati u postizanju opšteg dobra) i biće neizostavna referenca istraživačima kako iz ekonomske tako i iz drugih naučnih disciplina.

Biljana VITKOVIĆ

UPUTSTVO AUTORIMA

- Dostavljati samo originalne neobjavljene radove.
- Radove pisati na srpskom (latinica) ili engleskom jeziku.
- Radove isključivo dostavljati u elektronskom obliku na adresu casopis.finansije@mfin.gov.rs.
- Rad ne bi trebalo da je duži od 15 strana (prored: single).
- Koristiti font Times New Roman (latin), 12pt za osnovni tekst, 11pt za tabele i grafikone i 10pt za fusnote.
- Rad pisati koristeći Microsoft Word.
- Standardni format stranice je A-4, margine: gornja i donja 2,5 cm, leva i desna 2 cm, prvi red pasusa uvučen 1,25 cm.

Naslov rada

- Srpski i engleski: font 12pt, bold, velika slova, leva margina.
- Ime autora, naziv institucije i e-mail: font 12pt, bold, mala slova, leva margina.

Sažetak

- Nakon naslova rada i imena autora daje se sažetak, na srpskom i engleskom jeziku, koji bi trebalo da ima od 100 do 250 reči, font 11pt. Poželjno je da se umesto sažetka na engleskom jeziku daje rezime u proširenom obliku (do 1/10 dužine članka) na kraju rada.
- Ključne reči: *iza srpskog i iza engleskog sažetka navode se ključne reči, ne više od 10, font 11pt, italic.*

Naslovi i podnaslovi

- Za naslove unutar teksta koristiti font 12pt, velika slova, a za podnaslove font 12pt mala slova bold, levi blok.

Tabele i grafikoni

- Tabele i grafikoni ne smeju biti u boji.
- Naziv tabela i grafikona treba da je jasno dat na vrhu, koristeći arapske brojeve za numeraciju, sa legendom pri dnu; tabele i grafikoni treba da budu poređani logičkim redom, sa pozivom na tabelu ili grafikon u tekstu rada. Izvor podataka daje se ispod tabele ili grafikona.
- Ukoliko su grafikoni rađeni u Excel-u, dostaviti fajl sa original podacima.
- Ukoliko su grafikoni preuzeti, rezolucija mora biti min. 300dpi.

Navođenje (citiranje) u tekstu

- Izvori koji se koriste u tekstu trebalo bi da budu u zagradi sa navođenjem prezimena autora odnosno prvog autora, godine izdanja i brojem strane, npr: (Jovanović, 2003; str. 44).

Literatura

▪ Literatura, na kraju rada, daje se u skladu sa sledećim primerima (APA style of referencing):

Source type Tip izvora	Template Templejt	Reference examples Primeri
<i>Entire book</i> <i>Knjiga</i>	Author, A. A. (Year). <i>Title of book</i> . Location: Publisher. <i>Electronic book:</i> Author, A. A. (Year). <i>Title of book</i> . Retrieved from http://www.xxxxxxx	Murray, R. (2005). <i>Writing for academic journals</i> . Maidenhead: Open University Press.
<i>Book chapter</i> <i>Poglavlje knjige</i>	Author, A. A., & Author, B. B. (Year). Title of chapter or entry. In A. Editor, B. Editor, & C. Editor (Eds.), <i>Title of book</i> (pp. xxx-xxx). Location: Publisher.	Shotton, M. A. (1989). <i>Computer addiction? A study of computer dependency</i> . Retrieved from http://www.ebookstore.tandf.co.uk/html/index.asp
<i>Journal article</i> <i>Članak iz časopisa</i>	Author, A. A., Author, B. B., & Author, C. C. (Year). Title of article. <i>Title of Periodical</i> , xx, pp-pp.	Murphy, P. E., Laczniak, G. R., Bowie, N. E., & Klein, T. A. (2006). Ethical reasoning and marketing decisions. In P. E. Murphy & G. R. Laczniak (Eds.), <i>Marketing ethics: Cases and readings</i> (pp. 1-42). Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice Hall.
<i>Proceedings of meetings and symposia</i> <i>Zbornik radova</i>	Contributor, A. A., Contributor, B. B., Contributor, C. C., & Contributor, D. D. (Year, Month). Title of contribution. In E. E. Chairperson (Chair), <i>Title of symposium</i> . Symposium conducted at the meeting of Organization Name, Location.	Muellbauer, J. (2007, September). Housing, credit, and consumer expenditure. In S. C. Ludvigson (Chair), <i>Housing and consumer behavior</i> . Symposium conducted at the meeting of the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, WY.

INSTRUCTIONS TO AUTHORS

- Papers submitted for publication should be original unpublished works.
- Papers should be written in Serbian or English.
- Papers should be delivered to the following address: casopis.finansije@mfin.gov.rs.
- Total length, including tables, figures, references, and notes should not exceed 15 pages (spacing: singl).
- Font used should be Times New Roman, font size 12pt for the basic text, 11pt for tables and figures, and 10pt for footnotes.
- Papers are prepared in the Microsoft Word program.
- The page format is A-4, margins: top and bottom 2,5 cm, left and right 2 cm, the first line indented 1,25 cm.

Paper Title

- Font size: 12pt, bold, capital letters, margin: left.
- The author's name, e-mail, and the institution: font size 12pt, bold, small letters, margin: left.

Abstract

- The title and the author's name are followed by a brief summary. An abstract should be from 100-250 words, font size 11pt.
- Key words: *Authors are required to state the key words that best represent the main features of their paper. There should be no more than 10 words (font size 11pt, italic).*

Headings and subheadings

- In the text use font size 12pt, capital letters, for headings and 12pt bold, small letters, for subheadings.

Tables and Figures

- Tables and Figures must not use colour.
- They should be clearly labelled at the top, with a legend at the bottom, and should be logically ordered, using Arabic numerals. Sources of the data should be given below tables and figures.
- If the graphics are done in Excel, a file with the original data should be submitted.
- If the graphics are retrieved, resolution must be min. 300dpi.

Quotations

- Sources used in the text should be given in brackets with the author's surname, the year of the edition, and pages, e.g. (Jovanović, 2003; p. 44).

Literature

▪ Cited literature should be presented at the end of the paper, in alphabetical order, using APA style of referencing. Examples of references are as follows:

Source type	Template	Reference examples
Entire book	Author, A. A. (Year). <i>Title of book</i> . Location: Publisher. <i>Electronic book:</i> Author, A. A. (Year). <i>Title of book</i> . Retrieved from http://www.xxxxxxx	Murray, R. (2005). <i>Writing for academic journals</i> . Maidenhead: Open University Press.
Book chapter	Author, A. A., & Author, B. B. (Year). Title of chapter or entry. In A. Editor, B. Editor, & C. Editor (Eds.), <i>Title of book</i> (pp. xxx-xxx). Location: Publisher.	Shotton, M. A. (1989). <i>Computer addiction? A study of computer dependency</i> . Retrieved from http://www.ebookstore.tandf.co.uk/html/index.asp
Journal article	Author, A. A., Author, B. B., & Author, C. C. (Year). Title of article. <i>Title of Periodical</i> , xx, pp-pp.	Murphy, P. E., Laczniak, G. R., Bowie, N. E., & Klein, T. A. (2006). Ethical reasoning and marketing decisions. In P. E. Murphy & G. R. Laczniak (Eds.), <i>Marketing ethics: Cases and readings</i> (pp. 1-42). Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice Hall.
Proceedings of meetings and symposia	Contributor, A. A., Contributor, B. B., Contributor, C. C., & Contributor, D. D. (Year, Month). Title of contribution. In E. E. Chairperson (Chair), <i>Title of symposium</i> . Symposium conducted at the meeting of Organization Name, Location.	Muellbauer, J. (2007, September). Housing, credit, and consumer expenditure. In S. C. Ludvigson (Chair), <i>Housing and consumer behavior</i> . Symposium conducted at the meeting of the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, WY.

CIP – Katalogizacija u publikaciji Narodna biblioteka Srbije, Beograd
336

FINANSIJE: časopis za teoriju i praksu finansija/ Glavni i odgovorni urednik: Luka Tomić. –Godina 1. br.1 (1946.) – Beograd: Ministarstvo finansija Republike Srbije, 1946. -24 cm.

ISSN 0015–2145 –Finansije
COBISS.SR-ID 36631