

**UNIVERZITET UNION U BEOGRADU  
BEOGRADSKA BANKARSKA AKADEMIJA  
FAKULTET ZA BANKARSTVO, OSIGURANJE I FINANSIJE**

**Mr Slavica M. Stevanović**

**UPOTREBNA VREDNOST INFORMACIJA O  
NOVČANIM TOKOVIMA**

**Doktorska disertacija**

**Beograd, 2015.**

**Mentor:**

Prof. dr Gordana Vukelić,  
Beogradska bankarska akademija,  
Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije

---

**Članovi komisije:**

Prof. dr Zoran Grubišić,  
Beogradska bankarska akademija  
Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije

---

Prof. dr Mirko Andrić,  
Ekonomski fakultet u Subotici  
Univerzitet u Novom Sadu

---

**Datum odbrane doktorske disertacije:** \_\_\_\_\_

Univerzitet Union u Beogradu  
Beogradska bankarska akademija,  
Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije

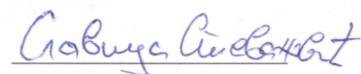
### ***IZJAVA O AUTORSTVU***

Izjavljujem da je doktorska disertacija pod naslovom „Upotrebna vrednost informacija o novčanim tokovima“ rezultat mog samostalnog istraživačkog rada i da su korišćene bibliografske reference istinito i jasno navedene, kao i da su sumarno prezentovane u okviru Literature.

U Beogradu,  
09. jul 2015. godine

Potpis autora:

mr Slavica Stevanović



## **REZIME**

*Informacije o novčanim tokovima predstavljaju relevantnu informacionu osnovu koja investitorima, kreditorima, menadžmentu i ostalim stejkholderima preduzeća omogućava donošenje kvalitetnih odluka. Cilj doktorske disertacije je identifikovanje ključnih područja primene analize novčanih tokova i načina unapređenja upotrebne vrednosti informacija o novčanim tokovima. Kao poseban cilj se ističe identifikovanje finansijskih pokazatelja i drugih analitičkih instrumenata zasnovanih na novčanim tokovima koji mogu unaprediti procenu performansi preduzeća i proces blagovremenog otkrivanja signala koji ukazuju na izloženost preduzeća poslovnim i finansijskim rizicima. Analiza ima za cilj da ukaže na značaj primene cash flow informacija u procesu vrednovanja hartija od vrednosti i poslovanja preduzeća, ali i prilikom donošenja investicionih i finansijskih odluka, posebno iz perspektive kreditora.*

*Korisnost analize novčanih tokova u proceni kvaliteta iskaznog dobitka, procesu vrednovanja i postupku ocene kreditne sposobnosti preduzeća se razmatra na osnovu teorijskih i praktičnih saznanja. Poseban doprinos proučavanju problematike novčanih tokova se daje sprovedenim empirijskim istraživanjima. Procena kvaliteta dobitnih performansi je na osnovu odabranih indikatora kvaliteta urađena za preduzeća u Srbiji koja spadaju u sto najboljih po iskazanom neto dobitku. Analiza slobodnog novčanog toka, vrednosnih pokazatelja i nivoa rizika kao determinanti vrednosti akcija je sprovedena za grupu najboljih preduzeća čije su obične akcije uključene u trgovanje na berzanskom tržištu i koja u analiziranom periodu pokazuju sposobnost generisanja pozitivnog neto novčanog toka iz poslovanja. Analiza upotrebne vrednosti informacija o novčanim tokovima iz perspektive kreditora je izvršena na osnovu anketnog istraživanja sprovedenog među kompetentnim kreditnim analitičarima banaka u Srbiji.*

*Analiza kvaliteta dobitka sto najboljih preduzeća prerađivačke industrije po iskazanom neto dobitku, sprovedena na osnovu odabranih parametara, pokazuje da je poslovne, finansijske i rizike kvaliteta informacija prikazanih u finansijskim izveštajima moguće identifikovati na osnovu sveobuhvatne analize preduzeća. Cash flow pokazatelji mogu pomoći u otkrivanju upozoravajućih signala, ali ne sami za sebe već u kombinaciji sa ostalim analitičkim instrumentima. Analiza determinanti vrednosti odabranih akcija pokazuje izraženu fluktuaciju vrednosti slobodnog novčanog toka za akcionare. Nivo rizika i osetljivost prinosa akcija na promene tržišnog rizika su različiti, pri čemu većina preduzeća beleži dominantno učešće nesistematskog rizika u ukupnom riziku preduzeća, čiji prinosi na akcije u najvećoj meri zavise od performansi preduzeća. Kreditni analitičari u Srbiji su svesni korisnosti informacija o novčanim tokovima preduzeća u procesu donošenja kvalitetnih odluka o kreditiranju, što ocene cash flow pokazatelja i potvrđuju. Nivo primene analize novčanih tokova u postupku utvrđivanja kreditnog boniteta klijenta zavisi od banke i vrste kreditnih zahteva.*

**Ključne reči:** *koncept novčanih tokova, upotrebna vrednost, izveštaj o novčanim tokovima, analitički instrumenti, indikatori kvaliteta dobitka, slobodan novčani tok, analiza kreditne sposobnosti.*

## **ABSTRACT**

*Cash flow information represent the relevant information base that allows better decision making for investors, creditors, management and other stakeholders of companies. The goal of this dissertation is to identify the key areas of application of the analysis of cash flow and methods to improve the use value of cash flow information. The specific objective is the identification of financial indicators and other analytical instruments based on cash flow that can improve a company`s performance assessment and the process of timely signal detection indicating the company's business and financial risks. The analysis aims to point out the significance of cash flow information in the process of evaluating securities and company`s operations, but also when making investment and financial decisions, especially from the creditors` perspective.*

*The usefulness of cash flow analysis in the assessment of the reported earnings quality, the valuation process and the process of the assessment of the creditworthiness of companies is analyzed based on theoretical and practical knowledge. The conducted empirical research represents a special contribution to the study of identified cash flow problems. Assessment of the earnings quality was made on the basis of the selected quality indicators for companies in Serbia, which are in the "top hundred" according to the reported net profit. Analysis of free cash flow, value indicators and the level of risk as the determinants of the value of shares was conducted for the "top" group of companies whose common shares were included in the stock market trading and which, in the period analyzed, show the cash-generating capability from operations. The analysis of the use value of information on cash flow from the creditors` perspective was based on a survey questionnaire conducted among the Serbian banks` competent credit analysts.*

*The earnings quality analysis of the "top" manufacturing industry companies, conducted on the basis of the selected parameters, shows that the business and financial risk, and quality of information presented in the financial statements can be identified on the basis of a comprehensive analysis of the company. Cash flow indicators can help to identify the warning signs but only in combination with other analytical instruments. The analysis of the determinants of the value of the selected shares exhibits a strong fluctuation of free cash flow available to common shareholders. The level of risk and the sensitivity of the shareholder return to changes in the market risk are varied, with most companies recording a dominant share of non-systematic risk in the overall risk of the company, where shareholder return largely depends on the performance of the company. Credit analysts in Serbia are aware of the usefulness of information on cash flow of companies in the process of making good credit decisions, which estimates of cash flow indicators confirm. The level of application of cash flow analysis in determining the credit scoring of a client depends on the bank and the type of credit approvals.*

**Key words:** *the concept of cash flow, use value, cash flow statement, analysis tools, earnings quality indicators, free cash flow, credit analysis.*

## SADRŽAJ

PRIKAZ TABELA .....	4
PRIKAZ GRAFIKONA .....	7
PRIKAZ SLIKA .....	8
<b>UVOD .....</b>	<b>9</b>
<b>I TEORIJSKO - METODOLOŠKI OKVIR ISTRAŽIVANJA NOVČANIH TOKOVA .....</b>	<b>12</b>
1. KORISNOST IZVEŠTAVANJA O NOVČANIM TOKOVIMA .....	12
1.1. Novčani tokovi kao informacioni resurs stejkholdera preduzeća .....	13
1.1.1. Eksterni i interni korisnici informacija o novčanim tokovima .....	13
1.1.2. Kvalitativne karakteristike informacija o novčanim tokovima .....	17
1.2. Regulatorni okvir izveštavanja o novčanim tokovima .....	18
1.2.1. Međunarodni regulatorni okvir .....	18
1.2.2. Regulatorni okvir u Srbiji .....	20
1.2.3. Nastavni i naučni okvir istraživanja novčanih tokova .....	22
1.3. Analitički okvir istraživanja novčanih tokova .....	23
1.3.1. Analitičke jednakosti .....	23
1.3.2. Instrumenti analitičkog okvira .....	24
2. STRUKTURIRANJE IZVEŠTAJA O NOVČANIM TOKOVIMA I NJEGOVA ISKAZNA MOĆ .....	27
2.1. Klasifikacija novčanih priliva i odliva .....	27
2.1.1. Novčani tokovi iz poslovnih aktivnosti .....	28
2.1.2. Novčani tokovi iz investicionih aktivnosti .....	30
2.1.3. Novčani tokovi iz aktivnosti finansiranja .....	31
2.1.4. Dileme oko klasifikacije novčanih tokova .....	32
2.2. Načini izveštavanja o novčanim tokovima .....	35
2.2.1. Specifičnosti direktne metode .....	35
2.2.2. Specifičnosti indirektno metode .....	37
2.2.3. Komparativna analiza iskazne moći direktne i indirektno metode .....	39
2.2.4. Preporuke profesionalnih institucija o načinu izveštavanja .....	41
<b>II ANALIZA NOVČANIH TOKOVA U FUNKCIJI PROCENE PERFORMANSI PREDUZEĆA .....</b>	<b>43</b>
1. PROCENA PRINOSNE POZICIJE PREDUZEĆA .....	44
1.1. Profitna i gotovinska marža .....	45
1.2. Prinos na imovinu .....	47
1.3. Prinos na kapital .....	49
2. PROCENA INVESTICIONIH MOGUĆNOSTI PREDUZEĆA .....	50
2.1. Merila investicionih mogućnosti preduzeća .....	50
2.2. Slobodan novčani tok i investicione mogućnosti preduzeća .....	53
3. PROCENA FINANSIJSKE SIGURNOSTI PREDUZEĆA .....	55
3.1. Održavanje kratkoročne finansijske sigurnosti .....	56
3.2. Održavanje dugoročne finansijske sigurnosti .....	59

4. ANALIZA KVALITETA PERFORMANSI PREDUZEĆA .....	63
4.1. Efekti primenjenih računovodstvenih politika na kvalitet performansi .....	64
4.1.1. Analiza novčanih tokova u uslovima realno iskazanog finansijskog rezultata .....	64
4.1.2. Analiza novčanih tokova u uslovima precenjenog finansijskog rezultata .....	66
4.1.3. Analiza novčanih tokova u uslovima potcenjenog finansijskog rezultata .....	69
4.2. Prepoznavanje indikatora koji ukazuju na izloženost preduzeća poslovnim i finansijskim rizicima .....	73
5. PROCENA KVALITETA DOBITNIH PERFORMANSI PREDUZEĆA U SRBIJI .....	81
5.1. Izvori podataka .....	81
5.2. Merila kvaliteta dobitka .....	83
5.3. Distribucijske karakteristike indikatora .....	85
5.4. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća prerađivačke industrije .....	90
5.4.1. Grupa preduzeća sa pozitivnim indikatorom kvaliteta i pozitivnim maržama.....	91
5.4.2. Grupa preduzeća sa negativnim indikatorom kvaliteta i pozitivnim maržama.....	95
5.4.3. Grupa preduzeća sa negativnim indikatorom kvaliteta, negativnom gotovinskom i pozitivnom profitnom maržom.....	102
5.4.4. Grupa preduzeća sa negativnim indikatorom kvaliteta i negativnim maržama.....	107
6. PROCENA KVALITETA IZVEŠTAJA O NOVČANIM TOKOVIMA .....	113
<b>III KONCEPT VREDNOVANJA ZASNOVAN NA NOVČANIM TOKOVIMA .....</b>	<b>116</b>
1. VREDNOVANJE BILANSNIH POZICIJA PREDUZEĆA .....	117
1.1. Vrednovanje imovine.....	117
1.1.1. Koncepti vrednovanja: MRS/MSFI vs. US GAAP .....	117
1.1.2. Specifičnosti fer vrednosti .....	121
1.1.3. Izbor metode vrednovanje prema vrsti imovine .....	122
1.2. Vrednovanje obaveza.....	126
2. CASH FLOW MODEL VREDNOVANJA PREDUZEĆA.....	129
2.1. Metode vrednovanja preduzeća .....	129
2.2. Procena vrednosti na osnovu diskontovanih novčanih tokova .....	134
2.3. Slobodni novčani tok kao merilo vrednosti preduzeća.....	138
2.3.1. Determinante slobodnog novčanog toka .....	138
2.3.2. Model vrednovanja preduzeća.....	140
2.4. Uloga tržišnih ratio brojeva u proceni vrednosti preduzeća.....	140
2.4.1. Multiplikator zarada .....	141
2.4.2. Multiplikator novčanog toka .....	143
2.4.3. Multiplikator knjigovodstvene vrednosti kapitala.....	144
2.4.4. Multiplikator prihoda.....	145

3. KOMPARATIVNA ANALIZA MODELA VREDNOVANJA HARTIJA OD VREDNOSTI.....	145
3.1. Specifičnosti pojedinih pristupa vrednovanja.....	145
3.1.1. Metode vrednovanja akcija.....	146
3.1.2. Diskontovanje dividendi vs. slobodnog novčanog toka vs. dobitka - prednosti i nedostaci .....	149
3.1.3. Determinante vrednosti kapitala odabrane grupe preduzeća u Srbiji.....	151
3.1.3.1. Slobodan novčani tok kao determinanta vrednosti kapitala.....	151
3.1.3.2. Tržišni pokazatelji kao determinante vrednosti kapitala .....	154
3.1.3.3. Izloženost odabranih preduzeća riziku.....	158
3.2. Cash flow pristup vs. pristup vrednovanja zasnovan na dobitku.....	161
<b>IV NOVČANI TOKOVI U FUNKCIJI ODLUČIVANJA .....</b>	<b>164</b>
1. INVESTICIONE ODLUKE .....	165
1.1. Kapitalna ulaganja .....	165
1.2. Integracije i akvizicije.....	168
1.2.1. Analiza novčanih tokova u cilju preduzimanja integracija i akvizicija.....	168
1.2.2. Efekti integracija i akvizicija na strukturu novčanih tokova .....	171
1.3. Restrukturiranje .....	174
1.3.1. Razlozi restrukturiranja .....	174
1.3.2. Uloga analize novčanih tokova u procesu restrukturiranja .....	176
1.4. Donošenje odluka posmatrano iz perspektive investitora .....	179
2. ODLUKE O FINANSIRANJU .....	180
2.1. Mogućnosti finansiranja preduzeća .....	181
2.1.1. Novčani tokovi kao izvori internog finansiranja .....	181
2.1.2. Novčani tokovi kao izvori eksternog finansiranja.....	184
2.2. Izvori finansiranja i optimalna finansijska struktura .....	185
2.3. Donošenje odluka posmatrano iz perspektive kreditora .....	188
2.3.1. Ocena kreditne sposobnosti preduzeća.....	189
2.3.2. Projektovanje finansijskih izveštaja .....	193
2.3.3. Merila sposobnosti servisiranja duga .....	195
2.3.4. Rezultati empirijskog istraživanja .....	197
2.3.4.1. Struktura i sadržaj upitnika.....	197
2.3.4.2. Analiza strukture ispitanika.....	199
2.3.4.3. Analiza rezultata istraživanja .....	200
3. ODLUKE O RASPODELI DOBITKA .....	217
3.1. Odluke o dividendama .....	217
3.1.1. Dividendna politika vs. novčani tokovi.....	218
3.1.2. Analiza dividendne politike odabrane grupe preduzeća u Srbiji.....	220
3.2. Novčane stimulacije.....	222
3.2.1. Novčane stimulacije kao deo motivacione politike preduzeća.....	222
3.2.2. Cash flow performanse kao uslov dodele stimulacija .....	223
<b>ZAKLJUČAK .....</b>	<b>226</b>
<b>LITERATURA .....</b>	<b>232</b>
<b>PRILOG .....</b>	<b>239</b>



## PRIKAZ TABELA

Tabela 1. Uticaj bilansnih pozicija na stanje gotovine .....	24
Tabela 2. Prilivi i odlivi gotovine iz poslovnih aktivnosti .....	28
Tabela 3. Ključne determinante neto novčanog toka iz poslovanja .....	29
Tabela 4. Prilivi i odlivi gotovine iz investicionih aktivnosti.....	31
Tabela 5. Prilivi i odlivi gotovine iz finansijskih aktivnosti.....	32
Tabela 6. Efekti kapitalizacije poslovnih rashoda .....	68
Tabela 7. Efekti potcenjivanja troškova amortizacije .....	69
Tabela 8. Efekti amortizacije pogrešno kapitalizovane imovine.....	71
Tabela 9. Ukupni efekti pogrešnog kapitalizovanja i amortizacije .....	72
Tabela 10. Udeo poslovnog novčanog toka u poslovnom prihodu prema Kralicek testu.....	80
Tabela 11. Preduzeća isključena iz analize kvaliteta dobitka.....	82
Tabela 12. Merila kvaliteta dobitka .....	83
Tabela 13. Deskriptivna statistika indikatora kvaliteta dobitka i marži .....	86
Tabela 14. Deskriptivna statistika odnosa poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka .....	88
Tabela 15. Deskriptivna statistika pokazatelja kvaliteta prihoda .....	88
Tabela 16. Deskriptivna statistika treće grupe parametara.....	89
Tabela 17. Deskriptivna statistika indikatora kvaliteta dobitka i marži, sektor C.....	90
Tabela 18. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća AP .....	91
Tabela 19. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća CC .....	92
Tabela 20. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća CS .....	92
Tabela 21. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća SK.....	93
Tabela 22. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća GR .....	93
Tabela 23. Vrednosti pokazatelja preduzeća sa pozitivnim indikatorom kvaliteta i pozitivnim maržama .....	94
Tabela 24. Raspon vrednosti indikatora kvaliteta dobitka i marži prve grupe preduzeća .....	94
Tabela 25. Raspon vrednosti indikatora kvaliteta dobitka i marži preduzeća prerađivačke industrije po statističkim stratumima .....	94
Tabela 26. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća TG.....	95
Tabela 27. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća BM.....	96
Tabela 28. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća IM .....	96
Tabela 29. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća LF .....	97

Tabela 30. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća KK .....	97
Tabela 31. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća GF.....	98
Tabela 32. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća RB .....	98
Tabela 33. Vrednosti pokazatelja grupe preduzeća sa negativnim indikatorom kvaliteta i pozitivnim maržama .....	100
Tabela 34. Raspon vrednosti indikatora kvaliteta dobitka i marži druge grupe preduzeća.....	101
Tabela 35. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća TK.....	102
Tabela 36. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća AF.....	103
Tabela 37. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća DM .....	103
Tabela 38. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća SU.....	104
Tabela 39. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća FT .....	104
Tabela 40. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća HF.....	104
Tabela 41. Vrednosti pokazatelja grupe preduzeća sa negativnim indikatorom kvaliteta, negativnom gotovinskom i pozitivnom profitnom maržom .....	106
Tabela 42. Raspon vrednosti indikatora kvaliteta dobitka i marži treće grupe preduzeća.....	106
Tabela 43. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća BP .....	107
Tabela 44. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća VT.....	108
Tabela 45. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća BH .....	109
Tabela 46. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća EZ.....	109
Tabela 47. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća SP .....	110
Tabela 48. Vrednosti pokazatelja preduzeća sa negativnim indikatorom kvaliteta i negativnim maržama.....	112
Tabela 49. Raspon vrednosti indikatora kvaliteta dobitka i marži četvrte grupe preduzeća.....	112
Tabela 50. Klasifikacija i metode vrednovanja finansijskih sredstava prema MRS/MSFI .....	126
Tabela 51. Slobodan novčani tok za vlasnike kapitala preduzeća NIIS.....	152
Tabela 52. Slobodan novčani tok za vlasnike kapitala preduzeća IMLK .....	152
Tabela 53. Slobodan novčani tok za vlasnike kapitala preduzeća BMBI .....	153
Tabela 54. Slobodan novčani tok za vlasnike kapitala preduzeća FITO.....	153
Tabela 55. Slobodan novčani tok za vlasnike kapitala preduzeća AERO.....	154
Tabela 56. Slobodan novčani tok za vlasnike kapitala preduzeća RUBN.....	154
Tabela 57. Tržišni pokazatelji odabranih javnih društava.....	157
Tabela 58. Deskriptivna i regresiona statistika prinosa odabranih javnih društava .....	161
Tabela 59. Uticaj klasifikacije sticanja zaliha na novčane tokove .....	173

Tabela 60. Analiza potrebe za eksternim finansiranjem.....	185
Tabela 61. Determinante sposobnosti servisiranja duga .....	196
Tabela 62. Stvarne i potencijalne dividende preduzeća .....	221

## **PRIKAZ GRAFIKONA**

Grafikon 1. Sektorska struktura analiziranih preduzeća.....	83
Grafikon 2. Trend indikatora kvaliteta dobitka i marži po sektorima .....	87
Grafikon 3. Distribucija pokazatelja kvaliteta prihoda.....	89
Grafikon 4. Trend i odnos vrednosnih pokazatelja javnih društava .....	155
Grafikon 5. Klijenti koji dostavljaju Izveštaj o tokovima gotovine .....	201
Grafikon 6. Obaveza dostavljanja projektovanih izveštaja o tokovima gotovine .....	202
Grafikon 7. Sastavljanje izveštaja o tokovima gotovine od strane analitičara .....	203
Grafikon 8. Pokazatelji likvidnosti koje se koriste prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga .....	205
Grafikon 9. Distribucija ocena cash flow pokazatelja likvidnosti.....	206
Grafikon 10. Zastupljenost pokazatelja finansijskog leveridža prilikom utvrđivanje kreditnog rejtinga.....	207
Grafikon 11. Distribucija ocena pokazatelja pokrića iz poslovnog novčanog toka .....	208
Grafikon 12. Zastupljenost pokazatelja profitabilnosti prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga .....	209
Grafikon 13. Distribucija ocena korisnosti gotovinske marže .....	210
Grafikon 14. Distribucija ocena korisnosti pokazatelja novčanog prinosa .....	211
Grafikon 15. Zastupljenost vrednosnih pokazatelja prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga .....	211
Grafikon 16. Vrednosni pokazatelji koji se koriste prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga .....	212
Grafikon 17. Distribucija ocena vrednosnih cash flow pokazatelja .....	213
Grafikon 18. Način utvrđivanja pokazatelja servisiranja duga.....	214
Grafikon 19. Primena cash flow pokazatelja u oceni kreditnog rejtinga.....	215
Grafikon 20. Prosečne ocene korisnosti cash flow pokazatelja.....	215
Grafikon 21. Distribucija ocena korisnosti slobodnog novčanog toka.....	216
Grafikon 22. Distribucija ocena korisnosti pokazatelja pokrića kapitalnih izdataka ...	216

## **PRIKAZ SLIKA**

Slika 1. Novčani tokovi iz poslovanja prema direktnoj metodi .....	36
Slika 2. Korekcije neto dobitka prema indirektnoj metodi.....	38
Slika 3. Upotreba slobodnog novčanog toka .....	54
Slika 4. Faktori aktivnosti koji utiču na likvidnost preduzeća .....	58
Slika 5. Faktori koji utiču na smanjenje indikatora kvaliteta dobitka .....	79
Slika 6. Faktori koji utiču na povećanje indikatora kvaliteta dobitka .....	80
Slika 7. Determinante pozitivnog indikatora kvaliteta dobitka .....	91
Slika 8. Determinante negativnog indikatora kvaliteta dobitka, prva varijanta .....	95
Slika 9. Determinante negativnog indikatora kvaliteta dobitka, druga varijanta .....	102
Slika 10. Determinante negativnog indikatora kvaliteta dobitka, treća varijanta.....	107
Slika 11. Metode vrednovanja imovine i obaveza prema MRS i MSFI.....	118
Slika 12. Metode vrednovanja imovine i obaveza prema US GAAP.....	120
Slika 13. Jednostavan pogled na preduzeće.....	130
Slika 14. Ekvivalentni pristupi vrednovanja .....	132
Slika 15. Analiza dividendne politike .....	219

## **UVOD**

Analiza novčanih tokova predstavlja atraktivno područje istraživanja s obzirom na informacioni značaj novčanih tokova u savremenim uslovima poslovanja. Širenje informacionih zahteva stejkholdera preduzeća i potreba za dodatnim informacijama o funkcionisanju preduzeća, doveli su do pojave novih finansijskih izveštaja. Izveštaj o tokovima gotovine predstavlja važan informacioni resurs donosilaca odluka, jer pruža relevantnu osnovu za procenu performansi preduzeća. Upotrebna vrednost informacija o novčanim tokovima u procesu donošenja odluka ne treba da bude ništa manja od vrednosti koju za korisnike imaju finansijske informacije o zarađivačkoj sposobnosti i finansijskoj poziciji preduzeća. Među brojnim područjima primene analize novčanih tokova ističu se pitanja unapređenja instrumenata finansijske analize, procene performansi preduzeća, ocene kvaliteta iskazanog dobitka, unapređenja procesa vrednovanja i odlučivanja. Novčani tokovi predstavljaju relevantan analitički instrument koji pomaže investitorima, kreditorima, menadžerima i ostalim interesnim grupama u procesu donošenja odluka o plasiranju raspoloživih sredstava, strukturi investicija, izvorima finansiranja i načinu raspodele ostvarenog dobitka.

Predmet istraživanja doktorske disertacije je analiza upotrebne vrednosti informacija o novčanim tokovima. Pored teorijskog i praktičnog razmatranja korisnosti analize novčanih tokova u proceni kvaliteta dobitnih ostvarenja, procesu vrednovanja i postupku ocene kreditne sposobnosti preduzeća, poseban doprinos proučavanju navedene problematike novčanih tokova se daje empirijskim istraživanjima koja su sprovedena za svako od pitanja pojedinačno. Procena kvaliteta dobitnih performansi je na osnovu odabranih indikatora kvaliteta urađena za grupu preduzeća u Srbiji koja se nalaze na listi sto naj po uspešnosti poslovanja mereno iskazanim neto dobitkom. Detaljnija analiza mogućih poslovnih, finansijskih i rizika kvaliteta informacija prikazanih u finansijskim izveštajima je izvršena za grupu najboljih preduzeća koja posluju u sektoru prerađivačke industrije. Analiza slobodnog novčanog toka, vrednosnih pokazatelja i nivoa rizika kao determinanti vrednosti akcija je sprovedena za užu grupu naj preduzeća čije su obične akcije uključene u trgovanje na berzanskom tržištu i koja u analiziranom periodu pokazuju sposobnost generisanja pozitivnog neto novčanog toka iz poslovanja. Analiza upotrebne vrednosti informacija o novčanim tokovima iz perspektive kreditora je sprovedena na osnovu anketnog istraživanja u kome su kompetentni kreditni analitičari banaka u Srbiji iskazali mišljenje o primeni i stepenu korisnosti informacija o novčanim tokovima i cash flow pokazateljima u postupku utvrđivanja kreditnog rejtinga i procesu donošenja odluka o kreditiranju.

Cilj doktorske disertacije je identifikovanje ključnih područja primene analize novčanih tokova i načina unapređenja upotrebne vrednosti informacija o novčanim tokovima. Kao poseban cilj se ističe identifikovanje finansijskih pokazatelja i drugih analitičkih instrumenata zasnovanih na novčanim tokovima koji mogu unaprediti proces procene performansi preduzeća i blagovremenog otkrivanja signala koji ukazuju na izloženost preduzeća poslovnim i finansijskim rizicima. Pored toga, analiza izveštaja o novčanim tokovima ima za cilj da ukaže na značaj primene cash flow informacija u konceptu vrednovanja preduzeća, pojedinačnih bilansnih pozicija i hartija od vrednosti, ali i prilikom donošenja investicionih i finansijskih odluka, odluka o raspodeli dobitka i odluka iz perspektive kreditora.

Predmet, cilj i identifikovana istraživačka pitanja su usloveli strukturu disertacije. Teorijsko-metodološki okvir analize novčanih tokova predstavlja početno područje istraživanja disertacije, u okviru koga se ističu korisnost izveštavanja o novčanim tokovima i faktori koji utiču na iskaznu moć izveštaja. Značaj izveštaja o novčanim tokovima je, između ostalog, u tome što korisnici informacija dobijaju na jednom mestu pregled poslovnih, investicionih i finansijskih transakcija preduzeća vezanih za gotovinu i gotovinske ekvivalente. Iznos neto priliva ili neto odliva gotovine, sam po sebi, je važan kao informacija koja pomaže u oceni performansi preduzeća i donošenju odluka, s tim da iskazna moć izveštaja leži upravo u tome što prikazuje izvore priliva i načine upotrebe novčanih sredstava koji su doveli do tekućeg stanja gotovine. Struktura novčanih priliva i odliva i problemi klasifikacije novčanih tokova, predmet su dalje analize u doktorskoj disertaciji, jer se razrađenom strukturom izvora i načina upotrebe gotovine tokom perioda, uz adekvatnu klasifikaciju tokova, može povećati upotrebna vrednost informacija o tokovima gotovine i gotovinskih ekvivalenata. Specifičnosti metoda koje se koriste prilikom sastavljanja izveštaja o novčanim tokovima, njihove prednosti i nedostaci, analizirane su kako bi se istaklo koje vrste informacija izveštaj pruža u zavisnosti od izabrane metode, a koje predstavljaju važan informacioni resurs stejkholdera preduzeća.

Analiza novčanih tokova je predmet istraživanja disertacije u funkciji procene prinorne snage, investicionih mogućnosti i finansijske sigurnosti preduzeća. Analiza se značajnim delom vrši u pravcu prepoznavanja indikatora koji ukazuju na izloženost preduzeća poslovnim i finansijskim rizicima, uz posebno isticanje uloge analize novčanih tokova u uslovima precenjenog, realnog i potcenjenog finansijskog rezultata. Analiza se jednim delom vrši i u pravcu objašnjenja kvaliteta informacija o novčanim tokovima, pri čemu se kao predmet istraživanja posmatraju dileme vezane za klasifikaciju novčanih tokova, ali i problemi precenjenih, potcenjenih i fiktivnih novčanih tokova.

Značaj novčanih tokova kao determinanti vrednosti preduzeća, razlog je istraživanja i analize koncepta diskontovanih novčanih tokova i koncepta slobodni novčani tok u delu disertacije koji se bavi problemom vrednovanja preduzeća. Pored analize koncepta vrednovanja imovine i obaveza preduzeća, istraživanje je usmereno u pravcu objašnjenja procesa utvrđivanja vrednosti preduzeća u celini i vrednosti za akcionare, posmatrajući uporedo cash flow pristup i pristup vrednovanja zasnovan na dobitku. Sagledavanjem izvora i načina upotrebe novčanih sredstava, visine slobodnog novčanog toka, računovodstvenih i tržišnih racio brojeva, vrši se ocena postojeće poslovne, investicione i finansijske politike preduzeća. Činjenica da pomenute informacije predstavljaju važan resurs investitorima, kreditorima, menadžmentu i ostalim interesnim grupama prilikom donošenja pojedinačnih poslovnih odluka, jak je razlog da investicione odluke, odluke o finansiranju i odluke o raspodeli dobiti predstavljaju deo istraživanja doktorske disertacije, posmatrano kako iz ugla preduzeća, tako i iz perspektive investitora i kreditora.

Istraživanje u doktorskoj disertaciji je zasnovano na postavljanju i testiranju pet hipoteza. Korišćenjem koncepta novčanih tokova, povećava se upotrebna vrednost instrumenata finansijske analize prva je postavljena hipoteza disertacije. Druga hipoteza ističe da se procenom performansi na osnovu analize novčanih tokova mogu naslutiti neregularnosti prilikom izveštavanja o uspešnosti poslovanja preduzeća. Vrednovanje

zasnovano na očekivanim novčanim tokovima može pomoći u donošenju odluke da li investirati u hartije od vrednosti preduzeća ili ne, suština je treće hipoteze. Predviđanje visine i stabilnosti novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti može uticati na donošenje konačne odluke o tome da li investirati ili isplatiti dividende i izborom internih i/ili eksternih izvora finansiranja investicionih i finansijskih potreba za gotovinom, moguće je uticati na poboljšanje finansijske strukture preduzeća su poslednje dve postavljene hipoteze. Rezultati analize teorijskih osnova, regulative i empirijskih istraživanja sprovedenih na određenom broju preduzeća i banaka ukazuju na moguće rizike, načine rešavanja problema sa kojima se suočavaju stejkholderi preduzeća u cilju unapređenja ekonomskih odluka koje donose.

Istraživanje problema koji su disertacijom obuhvaćeni i donošenje određenih zaključaka, zasnovano je na korišćenju više naučnih metoda. Na osnovu podataka i sadržaja iz domaćih i inostranih referenci, razmatrane su i analizirane teorijske osnove i saznanja vezana za upotrebnu vrednost informacija o novčanim tokovima. Primenom deskriptivne metode ukazano je na značaj koncepta novčanih tokova i izvršeno je obrazlaganje rezultata istraživanja. Korišćenje statističkih metoda je pružilo mogućnost obrade i analize podataka prikupljenih anketnim i analitičkim istraživanjem. Pored osvrta na različite sisteme izveštavanja o novčanim tokovima, komparativna analiza se koristi i u pregledu poređenja rezultata analize novčanih tokova određenog broja preduzeća i u poređenju pokazatelja zasnovanih na dobitku i cash flow pokazatelja. Analitičko-sintetička metoda je korišćena u raščlanjavanju određenih pojava, odnosno uopštavanju zaključaka vezanih za proces analize novčanih tokova, procene performansi, proces vrednovanja i donošenja odluka.



## I TEORIJSKO - METODOLOŠKI OKVIR ISTRAŽIVANJA NOVČANIH TOKOVA

### 1. KORISNOST IZVEŠTAVANJA O NOVČANIM TOKOVIMA

Poslovne transakcije koje nastaju u preduzeću u toku određenog perioda, slivaju se u finansijske izveštaje pokazujući stanje i promene u finansijsko-strukturnoj poziciji preduzeća, zarađivačkoj i sposobnosti generisanja gotovine. Primarni cilj finansijskog izveštavanja predstavlja obezbeđenje kvalitetnih informacija koje su relevantne u procesu donošenja odluka od strane stejkholdera. Tokom razvoja računovodstva i finansijskog izveštavanja informacioni zahtevi korisnika su postajali sve obimniji i raznovrsniji. Javila se potreba za dodatnim informacijama o funkcionisanju preduzeća sa raznih aspekata. Nove informacione potrebe su dovele do pojave novih finansijskih izveštaja i dopuna i izmena postojećih. Na početku razvoja finansijskog izveštavanja postojale su različite forme izveštaja o tokovima sredstava, u zavisnosti od toga šta se podrazumeva pod pojmom sredstava čiji se tokovi prate. Izveštajem mogu biti obuhvaćeni tokovi ukupnih poslovnih sredstava, ukupnih obrtnih sredstava, likvidnih sredstava, neto obrtnih sredstava ili novčanih sredstva. Zvanični izveštaji su uglavnom bili fokusirani na tokove neto obrtnih sredstava.

U savremenim uslovima poslovanja kompanija Izveštaj o novčanim tokovima predstavlja deo finansijsko-izveštajnog instrumentarija koji još sadrži i izveštaj o finansijskoj poziciji, izveštaj o ukupnom rezultatu, izveštaj o promenama na kapitalu i napomene sa pregledom značajnih računovodstvenih politika i drugim informacionim objašnjenjima. Informacione zahteve korisnika finansijskih izveštaja ne zadovoljava samo vrednost povećanja ili smanjenja gotovine koja je prezentovana i u bilansu stanja. Potrebne su im informacije o kretanju gotovine tokom obračunskog perioda i uzrocima promena iznosa gotovine i gotovinskih ekvivalenata koje su sadržane u izveštaju o novčanim tokovima.

Izveštaj o tokovima gotovine treba da zadovolji ciljeve finansijskog izveštavanja, da pruži informacije o tokovima gotovine pravnog lica i pomogne korisnicima finansijskih izveštaja u proceni iznosa, vremenskog rasporeda i izvesnosti budućih novčanih tokova. Informacije koje izveštaj pruža su korisne i za proveru tačnosti ranijih procena o budućim tokovima gotovine.<sup>1</sup> Korisnost novčanih tokova se ogleda u obezbeđivanju informacija koje pružaju odgovore na sledeća pitanja: koliko je novčanih sredstava generisano iz poslovnih aktivnosti, koliko iznose poslovni izdaci, na koji način se isplaćuju dividende, iz kojih izvora se izmiruju obaveze preduzeća i finansiraju novonastala ulaganja, koji su uzroci različitog trenda neto novčanog toka i neto dobitka, na koji način se koriste novi izvori pozajmljenog kapitala i sl.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Odbor za međunarodne računovodstvene standarde, Međunarodni računovodstveni standard 7 – Izveštaj o tokovima gotovine, 1994, paragraf 5.

<sup>2</sup> Wild, J., Subramanyam, K., Halsey, R., *Financial Statement Analysis*, McGraw-Hill/Irwin, New York, 2007, str. 374.

Posmatrano sa aspekta procene performansi, primarna svrha izveštaja o novčanim tokovima jeste da omogući procenu likvidnosti, solventnosti, održivosti poslovanja i finansijske prilagodljivosti preduzeća. Finansijski izveštaji u rukama analitičara predstavljaju lupu<sup>3</sup> koja pomaže u analizi poslovanja i performansi kompanije. Pored ocene performansi prethodnih poslovnih perioda, korisnost informacija o novčanim tokovima je značajna i u području planiranja, predviđanja budućih novčanih tokova i budućih performansi preduzeća. Novčani tokovi su korisno sredstvo za ocenu izloženosti preduzeća kratkoročnim i dugoročnim poslovnim i finansijskim rizicima i za predviđanje finansijskih teškoća.

Novčani tokovi su značajan instrument monitoringa menadžmenta od strane vlasnika kapitala, koji pomaže u oceni kvaliteta upravljanja kapitalom, odnosno proceni sposobnosti menadžmenta da kreira dodatnu vrednost za vlasnike kapitala. Mogu se posmatrati i kao instrument za kanaliziranje kapitala u područja aktivnosti koja predstavljaju najpovoljnije alternative u datim okolnostima, jer obazrivo upravljanje podrazumeva usklađene tokove gotovine koji su neophodan uslov za neometano poslovanje preduzeća. Zato *Checkley*<sup>4</sup> gotovinu posmatra kao gorivo bez kojeg je nemoguće voditi poslovanje kompanije. Svaki ozbiljniji zastoj u cirkulaciji gotovine može da dovede do problema finansiranja redovnog poslovanja. Menja se struktura izvora finansiranja koji uglavnom postaju nepovoljniji, pa dolazi do povećanja finansijskih rashoda i slabljenja rentabilnosti, pogoršanja kreditnog boniteta i opadanja likvidnosti, pa čak i do bankrotstva preduzeća.<sup>5</sup> Izveštaj o novčanim tokovima kao i ostali finansijski izveštaji s jedne strane predstavlja značajan instrument koji menadžment preduzeća koristi u motivisanju postojećih i potencijalnih investitora na nova ulaganja, a sa druge strane predstavlja sredstvo pomoću koga menadžment polaže račun o funkcionisanju preduzeća, ostvarenim prinosima i stvorenoj vrednosti.

## **1.1. Novčani tokovi kao informacioni resurs stejkholdera preduzeća**

### **1.1.1. Eksterni i interni korisnici informacija o novčanim tokovima**

Sistem informacionog obuhvatanja i usmeravanja ekonomskih aktivnosti koji za cilj ima kreiranje vrednosti za vlasnike kapitala i ostale ekonomske aktere, nacionalnu ekonomiju i društvenu zajednicu u celini, oslonjen je na računovodstvo kao jedini potpuni sistem kvantitativne analize ekonomskih aktera.<sup>6</sup> Smisao obrade računovodstvenih informacija i sastavljanja finansijskih izveštaja se ogleda u potrebi obezbeđenja informacione osnove stejkholderima preduzeća za donošenje važnih ekonomskih odluka, kao što su odluke o investiranju, zadržavanju ili prodaji akcija, kupovini emitovanih dužničkih hartija od vrednosti, odobravanju kredita, reprogramiranju dugova i sl. Činjenica je da postoji teorija akcionara koja vlasnike kapitala vidi kao ključne korisnike finansijskih izveštaja, a kao cilj preduzeća isključivo

---

<sup>3</sup> Penman S., *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, McGraw-Hill/Irwin, New York, 2007, str. 17.

<sup>4</sup> Checkley, K., *Cash is Still King: The Survival Guide to Cash Flow Management*, Fitzroy Dearborn Publishers, Chicago and London, 1999, str. 1.

<sup>5</sup> Krasulja, D., Ivanišević, M., *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1999, str. 93.

<sup>6</sup> Stevanović, N., Finansijsko-izveštajna odgovornost u kontekstu EU, međunarodnog i novog domaćeg regulatornog okvira, *Ekonomika preduzeća*, br. 2011/5-6, Savez ekonomista Srbije, Beograd, str. 229.

maksimiziranje vrednosti za akcionare.<sup>7</sup> Ipak, maksimiziranjem vrednosti za vlasnike kapitala mogu se zadovoljiti i interesi ostalih interesnih grupa, što je osnova teorije stejkholdera. Važnu ulogu u postizanju ravnoteže finansijskih interesa ima menadžment preduzeća.

Finansijski izveštaji kao proizvod računovodstvenog informacionog sistema predstavljaju relevantan izvor informacija o funkcionisanju preduzeća, kako za eksterne, tako i za interne korisnike. Većina pripada grupi eksternih korisnika, osim menadžmenta, računovođa, internih revizora, ostalih zaposlenih i organizacija koje ih predstavljaju. Za kategoriju internih korisnika je karakteristično da su direktno uključeni u poslovni proces i ostvarivanje ciljeva preduzeća, pa se u značajnoj meri oslanjaju osim na javno dostupne finansijske izveštaje i na interno generisane finansijske informacije. Pojedine interesne grupe preduzeća poput vlasnika kapitala, potencijalnih investitora, kreditora, menadžera i ostalih zaposlenih imaju direktan finansijski interes. Indirektno finansijske interese od preduzeća ostvaruju država i državni organi, regulatorne institucije, finansijski analitičari, revizorske firme i opšta javnost.

**Eksterni korisnici.** Informacije u finansijskim izveštajima treba da zadovolje informacione potrebe širokog kruga korisnika, s tim da se prilikom određivanja sadržine izveštaja prvenstveno rukovodi informacionim zahtevima investitora. Informacione potrebe investitora kao vlasnika kapitala, zadovoljiće najveći deo potreba drugih korisnika finansijskih izveštaja. Investitori ulažu kapital u cilju rasta i razvoja preduzeća, od čega koristi imaju i dobavljači, kupci, zaposleni i drugi stejkholderi preduzeća. S obzirom da ulaganjem vlasničkog kapitala snose najveći rizik u preduzeću, postojeći i potencijalni investitori očekuju prinose adekvatno uloženom kapitalu u obliku dividendi i kapitalnih dobitaka. Oni u finansijskim izveštajima vide izvor informacija za procenu prinostnog položaja i finansijske sigurnosti preduzeća. Tekuće performanse su indikator mogućnosti preduzeća da isplaćuje ostvarene dividende vlasnicima akcija, pri čemu investitore interesuje pored mogućnosti i spremnost preduzeća da plaća dividende. Buduća profitabilnost i dugoročna finansijska sigurnost preduzeća od značaja su za investitore, kao preduslovi za održavanje vrednosti uloženog kapitala i povećanje vrednosti dividendi i kapitalnih dobitaka u narednim periodima.

Kao najvažnija interesna grupa savremenih kompanija vlasnici kapitala se sve više usredsređuju na analizu informacija o novčanim tokovima. *Mulford* i *Comiskey*<sup>8</sup> ističu određene činjenice koje idu u prilog korisnosti informacija o novčanim tokovima. Počev od toga da je novčani tok realna kategorija koja ne zavisi od opšteprihvaćenih računovodstvenih principa i koja je u velikoj meri oslobođena samovolje računovođa, naglašavaju da je gotovina činjenica za razliku od profita koji posmatraju kao prezentaciju jednog mišljenja. Otuda se smatra da analiza novčanih tokova omogućava efektivan pogled u finansijsku dušu kompanije.

Performanse preduzeća interesuju i banke kao kreditore čiji je krajnji interes naplata potraživanja po osnovu odobrenog kredita i ugovorenih kamata u predviđenim rokovima. Kreditore su zainteresovani za informacije koje im omogućavaju donošenje

---

<sup>7</sup> Kothari, J., Barone, E., *Finansijsko računovodstvo: međunarodni pristup*, Data status, Beograd, 2012, str. 9.

<sup>8</sup> Mulford, C.W., Comiskey, E.E., *Creative Cash Flow Reporting: Uncovering Sustainable Financial Performance*, John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey, 2005, str. 1.

ispravnih odluka o plasiranju viška sredstava, a novčani tokovi u tom procesu imaju značajnu ulogu. Kratkoročni kreditori poseban fokus stavljaju na procenu sposobnosti generisanja i stabilnost novčanih tokova na kratak rok u cilju sagledavanja kratkoročnih finansijskih rizika i mogućnosti servisiranja duga. Kupce hartija od vrednosti koje preduzeće emituje, kao kreditore interesuje mogućnost naplate prinosa na plasmane i povraćaj glavnice po tom osnovu. Novčani tokovi u rukama kreditora predstavljaju merilo dugoročne i kratkoročne sigurnosti, a istovremeno i analitički instrumenat čija upotreba zavisi od stručnosti i preferencija kreditnih analitičara. Informacije o novčanim tokovima kreditorima mogu biti od koristi za donošenje odluka o plasiranju sredstava. Iako se poseban značaj pridaje elementima bilansa uspeha i bilansa stanja, neophodno je sagledati važnost izveštaja o novčanim tokovima.

S obzirom da finansijski izveštaji sadrže opšte informacije upotrebljive za širi krug korisnika, predstavljaju važan informacioni oslonac poslovnih partnera i konkurencije. Dobavljači, kupci i konkurenti kao poslovni partneri imaju svoje interese u preduzeću i u skladu sa tim specifična informaciona očekivanja. Dobavljače kao poverioce interesuje mogućnost isplate i poslovna kultura po pitanju poštovanja ugovorenih uslova o isplati obaveza. Kupci na osnovu performansi i boniteta preduzeća procenjuju mogućnost i sigurnost snabdevanja potrebnim proizvodima i robom. Dobavljači i kupci preduzeća brinu i o sposobnosti poslovnog partnera da kontinuirano posluje, naročito ukoliko su u pitanju stalni i veliki poslovni partneri sa kojima preduzeće ima dugoročne ugovore. Konkurenti koriste informacije iz finansijskih izveštaja kako bi ocenili sopstvenu konkurentsku prednost. Na osnovu tih informacija procenjuju koliki nivo pretnje konkurentska preduzeća predstavljaju za obim sopstvene prodaje, tržišno učešće i ostvarivanje dobiti.

Eksterni finansijski izveštaji o finansijskom položaju i performansama ekonomskih aktera predstavljaju informacionu podlogu za kreiranje društvenih računa za potrebe državnih institucija. Informacije o uspešnosti poslovanja preduzeća, posmatrano po određenim granama, potrebne su za procenu uspešnosti vođenja ekonomske politike, ali i brojne statističke obrade na nacionalnom nivou. Ovlašćene državne institucije nadgledaju finansijske informacije u cilju finansijske kontrole primene zakona. Regulatorni organi su u cilju zaštite interesa investitora zainteresovani za kvalitet informacija u finansijskim izveštajima, funkcionisanje finansijskog tržišta i bankarskog sistema. Državni organi kojima pripadaju poreski i zakonodavni organi i lokalne vlasti, zainteresovani su za poslovanje, regularnost poslovanja preduzeća i adekvatnost alokacije resursa. Poreske organe interesuju prihodi po osnovu poreza i mogućnost naplate poreza od preduzeća, a informacije iz finansijskih izveštaja su osnova kreiranja poreske politike. Lokalne vlasti na osnovu finansijskih izveštaja preduzeća koja posluju na njihovom području sagledavaju mogućnost zapošljavanja i izgradnje infrastrukture, procenjuju visinu poreza na lokalnom nivou i sposobnost preduzeća u servisiranju poreskih obaveza.

Finansijski analitičari, berza i berzanski posrednici, rejting agencije, revizorske firme, statističari, novinari koriste finansijske izveštaje preduzeća u cilju obavljanja svojih poslovnih funkcija. Praćenje aktivnosti i ocena prosperiteta preduzeća, predmet je interesovanja javnosti kojoj pripadaju poreski obveznici, zajmoprimci i potrošači. Komisija za hartije od vrednosti, centralna banka i profesionalne organizacije kao deo regulatorne i stručne javnosti predstavljaju direktne korisnike finansijskih izveštaja.

Komisija za hartije od vrednosti u cilju regulisanja, nadzora i praćenja izvršavanja obaveze izveštavanja izdavalaca i učesnika na regulisanom tržištu, je redovan korisnik finansijskih izveštaja javnih društava. Centralna banka i berza nadgledaju finansijske informacije u sklopu definisanih nadležnosti. Finansijski analitičari finansijske informacije koriste da bi procenili investicioni potencijal, rizike i moguće prinose u preduzeću kako bi na pravi način savetovali svoje klijente. Profesionalne samoregulatorne institucije rade na unapređenju i promovisanju računovodstvene profesije, kvaliteta primene međunarodnih standarda neophodnih za teorijsku i praktičnu obuku i rad profesionalnih računovođa. Istraživači i stručna javnost su zainteresovani za finansijske izveštaje jer predstavljaju informacionu osnovu za proveru teorija i metoda, istraživanja i analize određenih pojava, davanje preporuka i zaključaka.

Pored korisnika koji su uključeni i zainteresovani za poslovanje preduzeća kao sadašnji stejkholderi, informacije u finansijskom izveštaju od značaja su za buduće korisnike, koji nameravaju da ostvare neke oblike saradnje sa preduzećem. Potencijalni investitori, poverioci i poslovni partneri procenjuju kome će poveriti svoje resurse, proizvode, usluge i sl. na osnovu informacija koje im se pružaju u obliku finansijskih izveštaja.

Aktivnosti sadašnjih i potencijalnih korisnika u procesu prihvatanja računovodstvenih i finansijskih informacija usmerene su na dva ključna cilja<sup>9</sup>. Razumevanje informacionog sadržaja je u cilju sticanja znanja o pitanjima koja su za korisnika značajna. Osim sagledavanja upotrebne vrednosti informacija, za korisnike je važno sagledavanje kvalitet dobijenih informacija, u čemu korisnicima značajnu podršku pružaju eksterni revizori i njihovo nezavisno mišljenje. Revizori su korisnici finansijskih izveštaja koji imaju za cilj da provere da li informacije u finansijskim izveštajima opisuju realno stanje preduzeća. Za donošenje konačne odluke o nastavku poslovne saradnje sa preduzećem, o načinu i mestu plasiranja sredstava je važno da su finansijske informacije pouzdane. Kao nezavisni eksperti, revizori donosiocima odluka pružaju sigurnost da su informacije oslobođene proizvoljnosti, pristrasnosti i nepotpunosti.

**Interni korisnici.** Sprovedenjem upravljačkih aktivnosti menadžment donosi brojne poslovne i finansijske odluke uz informacionu podršku finansijskog i upravljačkog računovodstva. Osim donošenja pojedinačnih poslovnih i finansijskih odluka, upravljačke aktivnosti menadžmenta<sup>10</sup> se odnose i na polaganje računa o uspehu i stanju privrednog subjekta i na aktivnosti sistematske upravljačke kontrole. Menadžment preduzeća putem finansijskih izveštaja polaže račune o sposobnosti upravljanja poverenim sredstvima i ostvarenim performansama eksternim korisnicima. Menadžeri su zainteresovani da prikažu informacije koje ukazuju na dobre performanse preduzeća, kako bi na taj način privukli investitore i kreditore. Projektovani izveštaj o novčanim tokovima predstavlja osnovu za planiranje i kontrolu izvršenja planiranih aktivnosti<sup>11</sup>. Zadovoljenje informacionih potreba za donošenje ključnih odluka koje se odnose na upravljanje imovinom, investiranje i finansiranje zavisi i od instrumenata analize koji su zasnovani na novčanim tokovima. Rentabilnost, finansijska sigurnost i cash flow

---

<sup>9</sup> Andrić, M., Krsmanović, B., Jakšić, D., *Revizija – teorija i praksa*, Ekonomski fakultet, Subotica, 2009, str. 4.

<sup>10</sup> Vukelić, G., *Finansijsko računovodstvo*, Beogradska bankarska akademija – Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije, 2008, str. 17.

<sup>11</sup> Van Horne, J.C., Wachowicz, J.M., *Osnovi finansijskog menadžmenta*, Data status, Beograd, 2007. str. 2.

performanse preduzeća su preduslovi za ostvarenje specifičnih interesa menadžmenta kao što su ostvarenje bonusa, učešće u dobitku, učešće u kapitalu, napredovanje i realizaciju drugih privilegija.

Menadžeri mogu biti korisnici finansijskih izveštaja, ne samo preduzeća kojim upravljaju, već i drugih preduzeća. Novčani tokovi za menadžment predstavljaju važan informacioni resurs koji se koristi za poređenje sa performansama konkurenata i za analizu i ocenu performansi poslovnih saradnika. Ostvarenja kupaca i dobavljača utiču na performanse preduzeća, pri čemu se menadžeri, ocenjujući njihove finansijske izveštaje, nalaze u ulozi finansijskih analitičara, kao i prilikom analize ostvarenja preduzeća u čije se hartije od vrednosti može plasirati višak novčanih sredstava preduzeća.

Postojeći zaposleni su interni korisnici finansijskih izveštaja koji u preduzeću vide mogućnosti za zaposlenje i razvoj karijere. Zainteresovani su za sigurnost radnih mesta i mogućnost napredovanja, ali i za adekvatne i na vreme primljene zarade. Zarađivačka sposobnost preduzeća i novčani tokovi su indikatori sposobnosti isplata zarada, naknada, penzija i ne manje važno, mogućnosti učešća u dobitku preduzeća.

### 1.1.2. Kvalitativne karakteristike informacija o novčanim tokovima

Upotrebnu vrednost informacija sadržanih u finansijskim izveštajima određuje nekoliko ključnih elemenata koji se odnose na celovitost finansijsko-izveštajnog sistema, konceptualno postavljenu objektivnost, visok nivo regularnosti, način izveštavanja, obezbeđenje informacija o preduzeću iz različitih perspektiva i javni karakter finansijskih izveštaja.<sup>12</sup> Finansijske informacije su korisne i upotrebljive donosiocima odluka ukoliko su relevantne i verodostojno predstavljene. Potreba da računovodstvene informacije budu relevantne, potpune, neutralne i bez greške standardizovana je na međunarodnom nivou odredbama međunarodnih računovodstvenih i standarda finansijskog izveštavanja<sup>13</sup>.

Fundamentalne kvalitativne karakteristike računovodstvenih informacija ujedno predstavljaju i ključne kriterijume za procenu upotrebne vrednosti informacija iskazanih u finansijskim izveštajima. Verodostojno predavljanje nevažnog fenomena, ali i neverodostojno predavljanje relevantne informacije ne mogu pomoći korisnicima finansijskih izveštaja da donesu ispravnu odluku. Iako se relevantnost informacija može definisati iz ugla svakog od korisnika, bitno je da finansijski izveštaji sadrže informacije relevantne pre svega za investitore, a na osnovu istih informacija, informacione potrebe zadovoljavaju i ostale interesne grupe preduzeća. Pojedinačni investitori, kreditori ili drugi poverioci crpe koristi kroz donošenje odluka na osnovu bolje obaveštenosti.

Najefikasniji i najefektivniji proces za primenu fundamentalnih karakteristika prema preporukama Odbora za međunarodne računovodstvene standarde (*International Accounting Standards Board – IASB*) podrazumeva postojanje nekoliko faza: prvo

---

<sup>12</sup> Malinić, D., *Finansijsko izveštavanje kao determinanta kvaliteta korporativnog upravljanja*, zbornik radova *Tranzicija, dostizanje EU i povezane teme*, Savez ekonomista Srbije, Beograd, 2008, str. 337.

<sup>13</sup> Odbor za međunarodne računovodstvene standarde, *Konceptualni okvir za finansijsko izveštavanje*, 2010, paragraf KK5.

identifikovanje ekonomskog fenomena koji bi mogao biti od koristi korisnicima finansijskih informacija, zatim identifikovanje vrste informacija o fenomenu koje bi bile najrelevantnije, proverava da li je raspoloživa i da li se može verodostojno predstaviti i ukoliko jeste, fundamentalne kvalitativne karakteristike su zadovoljene.<sup>14</sup> Korisnost je poboljšana ukoliko su finansijske informacije uporedive, proverljive, blagovremene i razumljive. Za razliku od fundamentalnih kvalitativnih karakteristika, za primenu unapređujućih kvalitativnih karakteristika ne postoji unapred predodređen raspored, već ih treba ostvariti u najvećoj mogućoj meri.

Materijalno značajne i relevantne informacije su korisne za donosiocima odluka, jer bi bez njihovog poznavanja postupili drugačije. Materijalnost je aspekt relevantnosti i karakteristika za koju Odbor za međunarodne računovodstvene standarde ne može da odredi jedinstvenu kvantitativnu granicu, niti da predodredi šta može biti materijalno značajno u datoj situaciji. Nekada je informacija relevantna po samoj svojoj prirodi, jer pomaže u proceni aktivnosti poslovanja, nezavisno od vrednosti po kojoj je iskazana. Kada je u pitanju stanje gotovine, relevantnost informacije se utvrđuje na osnovu prirode stavke, koja je iznad materijalne značajnosti.

## 1.2. Regulatorni okvir izveštavanja o novčanim tokovima

### 1.2.1. Međunarodni regulatorni okvir

Razvijene tržišne privrede sa dugogodišnjim korporativnim iskustvom, respektibilnom zakonodavnom i profesionalnom regulativom karakteriše razvijena računovodstvena praksa i bogata tradicija na području finansijskog izveštavanja. Računovodstvena profesija beleži značajne promene po pitanju izveštavanja o novčanim tokovima od sredine osamdesetih godina prošlog veka. Kanadski institut ovlašćenih računovođa (*Canadian Institute of Chartered Accountants*) je 1985. godine započeo razvoj na ovom polju donošenjem dokumenta kojim se izveštaj o promeni finansijskog položaja zamenjuje izveštajem o novčanim tokovima.<sup>15</sup> Praksa je i pre tog perioda beležila primere sastavljanja izveštaja o novčanim, a ne tokovima sredstava, ali je to bilo na dobrovoljnoj osnovi. Ubrzo su nakon toga regulatorne računovodstvene organizacije iz SAD-a (*Financial Accounting Standards Board - FASB*), Novog Zelanda (*Institute of Chartered Accountants of New Zealand*), Velike Britanije (*Accounting Standards Board*) i Australije (*Australian Accounting Standards Board*) definisale obavezu sastavljanja izveštaja o tokovima gotovine donošenjem odgovarajućih standarda i zakona.

Sjedinjene američke države imaju profesionalno telo pod nazivom Odbor za standarde finansijskog računovodstva (*Financial Accounting Standards Board – FASB*), čiji je zadatak da promoviše opšteprihvaćene računovodstvene principe (*US GAAP*), donosi saopštenja, nacrt standarda i sprovodi druge istraživačke projekte. Odbor je, nakon

---

<sup>14</sup> Ibid, paragraf KK18.

<sup>15</sup> Istorijski razvoj izveštaja o tokovima sredstava i novčanim tokovima je detaljno prikazan u članku: Sims, M., Cantricks-Brooks, D., *The Development and Demise of Australian Accounting Standard Statement of Sources and Applications of Funds*, 1996, koji je objavljen u *New Works in Accounting History*, <https://books.google.rs>.

izdavanja novog standarda 1987. godine pod nazivom SFAS No. 95 (*Statement of Financial Accounting Standards*) usvojio odredbu kojom počevši od 1988. godine kompanije moraju pripremati Izveštaj o novčanim tokovima. Standardom koji se odnosi na Izveštaj o novčanim tokovima (*Statement of Cash Flow*) je propisana standardna forma izveštaja koju i danas računovođe koriste. Ključne karakteristike izveštaja su obavezno sastavljanje i prezentovanje, mogućnost pripremanja korišćenjem direktne ili indirektno metode, klasifikacija tokova gotovine u tri kategorije, poslovnu, investicionu i finansijsku, obavezno obelodanjivanje negotovinskih investicionih i finansijskih transakcija, ali izvan izveštaja o novčanim tokovima, kao i uključivanje efekata promene deviznog kursa na gotovinu u stranoj valuti.<sup>16</sup> Iako su profesionalni analitičari u Velikoj Britaniji uveliko shvatali značaj novčanih tokova u finansijskoj analizi kompanija, Standard finansijskog izveštavanja (*Financial Reporting Standard No. 1 – FRS 1*) u skladu sa kojim se sastavljaju izveštaji o novčanim tokovima je u toj zemlji donet u septembru 1991. godine.

Usvajanjem međunarodnog računovodstvenog standarda MRS 7 koji se odnosi na Izveštaj o novčanim tokovima (*International Accounting Standards No. 7*), praksa cash flow izveštavanja se proširila na mnoge zemlje širom sveta, kako direktnom primenom standarda, tako i uključivanjem njegovih zahteva u nacionalne računovodstvene standarde. Komitet za međunarodne računovodstvene standarde (*International Accounting Standards Committee - IASC*) je 1992. godine doneo revidirani međunarodni računovodstveni standard po kome je Izveštaj o promenama finansijske pozicije zamenjen Izveštajem o tokovima gotovine. Standard zahteva pružanje informacija o istorijskim promenama u gotovini i gotovinskim ekvivalentima i klasifikaciju tokova gotovine u toku posmatranog perioda prema poslovnim, investicionim i finansijskim aktivnostima. Posebno se skreće pažnja na specifičnosti i efekte tokova gotovine u stranoj valuti, tokove gotovine po osnovu kamate, dividende, poreza iz dobitka, sticanja, ulaganja u zavisne i pridružene entitete i zajedničke poduhvate, kao i otuđenja zavisnih entiteta. Izveštaj o tokovima gotovine predstavlja deo redovnog godišnjeg finansijskog izveštaja za mala i srednja preduzeća koja primenjuju međunarodne standarde finansijskog izveštavanja za mala i srednja preduzeća (MSFI za MSP). Standardi za MSP odobreni od strane Odbora za međunarodne računovodstvene standarde (*International Accounting Standards Board – IASB*) primenjuju mala i srednja preduzeća bez javne odgovornosti. Cilj uvođenja standarda je pojednostavljivanje međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja (MSFI) na osnovu potreba MSP korisnika i umanjeње tereta finansijskog izveštavanja za ovu grupu subjekata.

Računovodstvene direktive Saveta Evropske unije se bave uređenjem sastavljanja pojedinačnih finansijskih izveštaja privrednih društava u formi društava kapitala, uređenjem sastavljanja konsolidovanih finansijskih izveštaja, revizijom finansijskih izveštaja i uslovima za sticanje revizorskih zvanja. Četvrta direktiva EU se bavi pravilima sastavljanja finansijskih izveštaja, zahtevima za njihovo objavljivanje i pravilima vrednovanja elemenata finansijskih izveštaja. Bilans stanja, račun dobitka i gubitka i napomene uz finansijske izveštaje predstavljaju obavezne finansijske izveštaje prema zahtevima ove direktive. Za razliku od MRS, prema odredbama četvrte direktive Izveštaj o novčanim tokovima i izveštaj o promeni kapitala ne čine deo obaveznog seta

---

<sup>16</sup> Mulford, C.W., Comiskey, E.E., *Creative Cash Flow Reporting: Uncovering Sustainable Financial Performance*, op. cit., str. 51.



finansijskih izveštaja. Ipak, Evropsko udruženje finansijskih analitičara (*European Federation of Financial Analysts*) snažno podržava sastavljanje i objavljivanje izveštaja o novčanim tokovima, što računovodstvena praksa većine zemalja članica Evropske unije i pokazuje. Način regulisanja izveštavanja o novčanim tokovima se razlikuje u zavisnosti od posmatrane zemlje. Savetodavno telo Evropske unije pod nazivom *Accounting Advisory Forum*<sup>17</sup> čija je glavna funkcija savetovanje o važnim računovodstvenim pitanjima u cilju unapređenja harmonizacije finansijskog izveštavanja na evropskom i međunarodnom nivou, takođe se bavi i mogućnostima unapređenja izveštavanja o novčanim tokovima u zemljama EU članicama, kao i Švajcarskoj i Norveškoj.

### 1.2.2. Regulatorni okvir u Srbiji

Srbija je zakonskom odlukom o primeni međunarodnih računovodstvenih standarda odredila profesionalne okvire finansijskog izveštavanja. Srbija spada u grupu zemalja koja nema razvijene nacionalne računovodstvene standarde, već kao nacionalne standarde koristi MRS, MSFI i MSFI za MSP. Direktive EU koje predstavljaju podlogu finansijskog izveštavanja nisu predmet obavezne primene u Srbiji, ali prilikom predlaganja zakona i drugih propisa, treba voditi računa o usaglašenosti sa odredbama direktiva po pitanjima koja one regulišu. Razloge usklađivanja nacionalnih propisa sa odredbama direktiva treba tražiti, kako u aktivnostima kojima zemlja teži u budućnosti, tako i u sadašnjim i prošlim iskustvima sa članicama Evropske unije. Teritorijalna i ekonomska vezanost Srbije za tržište Evropske unije, kao i strateški cilj pristupanja Evropskoj uniji, faktori su koji domaće zakonodavstvo i praksu obavezuju na ispunjenje zahteva direktiva. Uvažavanje zahteva direktiva, kao i ispunjenje ostalih, po mnogobrojnim pitanjima definisanih kriterijuma, preduslovi su za stupanje u članstvo Evropske unije.<sup>18</sup>

Odredbe Zakona o računovodstvu<sup>19</sup> obavezuju velika pravna lica, matična pravna lica, postojeća javna i društva koja se pripremaju da postanu javna, da za priznavanje, vrednovanje, prezentaciju i obelodanjivanje pozicija u finansijskim izveštajima primenjuju MSFI. U smislu ovog zakona, MSFI se posmatraju u širem smislu i obuhvataju Konceptualni okvir za finansijsko izveštavanje, MRS, MSFI i sa njima povezana tumačenja izdata od Komiteta za tumačenje računovodstvenih standarda, naknadne izmene standarda i sa njima povezana tumačenja. Zahtevi međunarodnih standarda u vezi pripremanja i prikazivanja izveštaja o tokovima gotovine, sadržani su u odgovarajućim zakonskim odredbama. Prema važećem Zakonu o računovodstvu Izveštaj o tokovima gotovine predstavlja deo redovnog godišnjeg finansijskog izveštaja pravnih lica koja primenjuju MSFI i MSFI za MSP i pruža informacije o prilivima i odlivima gotovine i gotovinskih ekvivalenata tokom izveštajnog perioda. Deo nacionalnog regulatornog okvira čini i Pravilnik o sadržini i formi obrazaca finansijskih izveštaja. Prema važećem pravilniku privredni subjekti su u obavezi da sastavljaju i prezentuju Izveštaj o tokovima gotovine u skladu sa zahtevima standarda MRS 7 –

---

<sup>17</sup> Accounting Advisory Forum of European Union, Cash Flow Statements, Document No. XV/6008/94 EN.

<sup>18</sup> Stevanović, S., Belopavlović, G., Institucionalne i organizacione determinante kvaliteta finansijskog izveštavanja, *Računovodstvo*, br. 11-12/2012, Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, str. 6.

<sup>19</sup> Zakon o računovodstvu, Službeni glasnik RS, br. 62/2013, član 20.

Izveštaj o tokovima gotovine primenom direktne metode.<sup>20</sup> Pravilnik o sadržini i formi obrazaca finansijskih izveštaja za privredna društva, zadruge i preduzetnike iz 2014. godine je izmenjen u delu koji se odnosi na sadržinu finansijskih pozicija izveštaja o tokovima gotovine.

Osim zakonskog i profesionalnog regulatornog okvira, kvalitetu izveštavanja o novčanim tokovima i finansijskog izveštavanja u celini neposredno doprinose i regulatorne institucije koje deluju na nacionalnim prostorima. Njihova odgovornost je primena usvojenih principa i uređenje važnih pitanja u oblasti finansijskog izveštavanja. Krajnju odgovornost za pripremu i implementaciju zakona u oblasti računovodstva i revizije ima Ministarstvo finansija Republike Srbije. Posebna regulatorna tela imaju nadležnost da vrše određeni stepen kontrole finansijskih izveštaja pojedinih privrednih društava. Prema Zakonu o tržištu kapitala, Komisija za hartije od vrednosti<sup>21</sup> je nadležna, između ostalog, da reguliše, vrši nadzor i prati izvršavanje obaveze izveštavanja izdavalaca i učesnika na regulisanom tržištu, odnosno multilateralnoj trgovačkoj platformi. Kreiranje i kontrola primene regulative, koja za cilj ima obezbeđenje pravednog, efikasnog i transparentnog tržišta kapitala, kao i smanjenje sistemskog rizika na tržištu kapitala, predstavlja važnu determinantu kvaliteta sistema finansijskog izveštavanja. Nivo zaštite investitora i unapređenje edukacije investitora zavise od kvaliteta regulative, ali i kvaliteta finansijskog izveštavanja. Kontrola finansijskih izveštaja koju vrši Komisija za hartije od vrednosti se odnosi na javna društva, investicione fondove i brokersko-dilerska društva.

Izveštaj o tokovima gotovine je deo godišnjih finansijskih izveštaja, a u skraćenom obliku i deo polugodišnjih<sup>22</sup> i kvartalnih izveštaja koje su javna društva u obavezi da dostave Komisiji za hartije od vrednosti i objave javno na internet stranicama. Javna društva u Srbiji kao izdavaoci hartija od vrednosti su u zakonskoj obavezi<sup>23</sup> da objave prospekt nakon odobrenja od strane Komisije. Prospekt za izdavanje hartija od vrednosti i prospekt za organizovanje trgovanja na berzanskom tržištu čine deo dokumentacije koja je izdavaocima hartija od vrednosti neophodna za prijem na berzansko tržište<sup>24</sup>. Izveštaj o tokovima gotovine je deo prospekata koje javna društva dostavljaju Komisiji. Jedinstveni prospekt za javnu ponudu i uključivanje akcija na *Open Market* segment regulisanog tržišta posebno sadrži izabrane finansijske informacije iz pojedinačnih finansijskih izveštaja, tako da su informacije o novčanim tokovima prikazane kao prilivi gotovine, odlivi gotovine i neto novčani tok po posmatranim aktivnostima pojedinačno, kao i ukupni prilivi, ukupni odlivi i sumarni neto novčani tok u posmatranom periodu.

Izdavalac hartija od vrednosti je dužan da ažurirane podatke iz redovnog finansijskog izveštaja dostavi Beogradskoj berzi u sklopu Informatora o izdavaocu. Upravni odbor Beogradske berze utvrđuje formu, sadržinu i način iskazivanja podataka u Informatoru o izdavaocu, kao i druga pitanja od značaja za uključivanje i organizovanje trgovanja hartijama od vrednosti. Informator pored podataka o izdavaocu i izdatim hartijama od

---

<sup>20</sup> Pravilnik o sadržini i formi obrazaca finansijskih izveštaja za privredna društva, zadruge i preduzetnike, Službeni glasnik RS, br. 95/2014, 144/2014, član 10.

<sup>21</sup> Zakon o tržištu kapitala, Službeni glasnik RS, br. 31/2011, član 262.

<sup>22</sup> Ibid, član 52, 53.

<sup>23</sup> Ibid, član 11.

<sup>24</sup> Beogradska berza, Pravila poslovanja Beogradske berze a.d. Beograd, br. 04/2-1148-1/14, član 65.

vrednosti treba da sadrži i uporedne bilansne podatke iz finansijskih izveštaja društva za poslednje tri izveštajne godine. Izdavalac hartija od vrednosti bilansni deo informatora sastavlja na osnovu godišnjih finansijskih izveštaja koji su revidirani, usvojeni od strane skupštine akcionara izdavaoca i dostavljeni nadležnim organima.<sup>25</sup> Interesantno je da su finansijski podaci uključeni iz bilansa stanja i bilansa uspeha, dok informacije o novčanim tokovima aktuelnom formom informatora nisu predviđene. Nakon dopuna Odluke o informatoru o izdavaocu iz 2014. godine, bilansne pozicije su prikazane u skladu sa novim kontnim okvirom, pri čemu se izvori finansijskih podataka o preduzeću nisu promenili. Bilans stanja i bilans uspeha su i dalje jedini finansijski izveštaji na osnovu kojih se informatori sastavljaju.

Centralna banka kao regulatorna institucija doprinosi očuvanju i jačanju stabilnosti finansijskog sistema, što je ključna pretpostavka za izgradnju kvalitetnog sistema finansijskog izveštavanja. Narodna banka Srbije<sup>26</sup> utvrđuje i sprovodi, u okviru svojih nadležnosti, aktivnosti i mere radi očuvanja i jačanja stabilnosti finansijskog sistema i istovremeno vrši redovnu i sistematsku kontrolu finansijskih izveštaja banaka, osiguravajućih društava, lizing kompanija i dobrovoljnih penzionih fondova. Profesionalne organizacije u koje spadaju savezi, komore i udruženja imaju važnu ulogu u procesu harmonizacije računovodstvene prakse i revizije u Srbiji sa najboljom međunarodnom praksom, u procesu stvaranja licenciranih računovođa, a kvalitetnim programom edukacije doprinose unapređenju ugleda i kvaliteta profesije.

### 1.2.3. Nastavni i naučni okvir istraživanja novčanih tokova

Jačanje svesti o relevantnosti izveštaja o novčanim tokovima i informacijama koje direktno ili indirektno izveštaj pruža analitičarima je nužno. Važnu ulogu u tom procesu imaju nadležni regulatorni organi, ali i profesionalne i obrazovne institucije i šira stručna javnost. Profesionalne organizacije i obrazovne institucije značajan doprinos daju unapređenju kvaliteta programa akademske i kontinuirane edukacije o novčanim tokovima. Savremena literatura u okviru teorije i analize finansijskih izveštaja, računovodstva, vrednovanja kompanija, korporativnih finansija se nezaobilazno bavi izveštajem o novčanim tokovima, analizom tokova gotovine i performansama zasnovanim na novčanim tokovima. S obzirom da su pomenute oblasti deo nastavnog programa akademskih studija na svim nivoima, veoma je značajno postojanje kvalitetne udžbeničke i stručne literature.

Kada je u pitanju stručna literatura, pažnja koja je usmerena na izveštavanje i analizu novčanih tokova zavisi od nivoa razvoja računovodstvene profesije zemlje. Američke kompanije su počele da primenjuju odredbe standarda SFAS 95 od 1988. godine, stoga ne iznenađuje činjenica da je po pitanju istraživanja novčanih tokova relevantna literatura američkih autora. Značajan doprinos istraživanju novčanih tokova daju Mulford i Comiskey<sup>27</sup> koji se bave igrom finansijskih brojeva u cilju detekcije kreativne

---

<sup>25</sup> Beogradska berza, Odluka o informatoru o izdavaocu 04/2, br. 4452/12 i br. 8683/14, član 3.

<sup>26</sup> Zakon o Narodnoj banci Srbije, Službeni glasnik RS, br. 72/2003, 55/2004, 85/2005, 44/2010, 76/2012, 106/2012, 14/2015 i 40/2015, član 4.

<sup>27</sup> Mulford, C.W., Comiskey, E.E., *The Financial Numbers Game: Detecting Creative Accounting Practices*, John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey, 2002.

računovodstvene prakse. Isti tim autora<sup>28</sup> se kasnije bavi i kreativnim izveštavanjem o novčanim tokovima. Publikacija pod naslovom *Cash is King* engleskog autora *Keith Checkley*-a koja se pojavila 1994. godine, predstavlja svojevrsni vodič za strategijsko upravljanje gotovinom<sup>29</sup>. Kasnija izdanja ovog kapitalnog dela su se pojavila pod naslovom *Cash is Still King*<sup>30</sup> u kome se *Checkley* bavi upravljanjem novčanim tokovima. Merenje i izveštavanje o tokovima gotovine je predmet interesovanja i britanskih autora *Kothari* i *Barone*<sup>31</sup> koji daju osvrt na korporativnu likvidnost i ciklus tokova gotovine, opisuju svrhu izveštaja o tokovima gotovine i odnose sa bilansom stanja i bilansom uspeha.

Domaća literatura se takođe u određenoj meri bavi analizom novčanih tokova. *Rodić, Vukelić* i *Andrić*<sup>32</sup> pažnju posvećuju pojmu gotovine i gotovinskih ekvivalenata, izveštaju o tokovima gotovine, segmentima izveštaja, direktnoj i indirektnoj metodi sastavljanja. Novije izdanje istog tima autora je upotpunjeno analizom kvaliteta dobitka koja predstavlja važan deo analize finansijskih izveštaja. Neto gotovinski tok i odnos poslovnog dobitka i neto gotovine iz poslovnih aktivnosti se ističu kao ključne determinante analize kvaliteta dobitka.<sup>33</sup> Autori *Stevanović, Malinić* i *Milićević*<sup>34</sup> se u udžbeničkoj literaturi, ali i autorskim naučnim radovima bave detaljnom analizom novčanih tokova, koja podrazumeva analizu odnosa dobitka i novčanih tokova, izveštavanje o novčanim tokovima i pokazatelje zasnovane na novčanim tokovima. Doprinos istraživanju značaja i upotrebne vrednosti novčanih tokova u domaćoj stručnoj literaturi daju pomenuti, ali i mnogi drugi istraživači koji se analizom novčanih tokova bave sa različitih aspekata.

### 1.3. Analitički okvir istraživanja novčanih tokova

#### 1.3.1. Analitičke jednakosti

Ekonomski i ostali faktori koji utiču na poslovanje preduzeća transformišu se u informacije koje se slivaju u računovodstveni sistem. Posmatrano sa aspekta vrednosti pozicija imovine i ukupnih izvora finansiranja u računovodstvu važi jednakost aktive i pasive. Analitički okvir zasnovan na računovodstvenoj jednakosti predstavlja relevantan instrument analize finansijskih izveštaja u smislu sagledavanja efekata različitih poslovnih transakcija na imovinsku strukturu, finansijski položaj i uspešnost poslovanja preduzeća.

---

<sup>28</sup> Mulford, C.W., Comiskey, E.E., *Creative Cash Flow Reporting: Uncovering Sustainable Financial Performance*, op. cit., 2005.

<sup>29</sup> Checkley, K., *Cash is King: A Practical Guide to Strategic Cash Management*, Fitzroy Dearborn Publishers, Chicago and London, 1994.

<sup>30</sup> Checkley, K., *Cash is Still King: The Survival Guide to Cash Flow Management*, op. cit., 1999.

<sup>31</sup> Kothari, J., Barone, E. op. cit., str. 234-263.

<sup>32</sup> Rodić, J., Vukelić, G., Andrić, M., *Teorija, politika i analiza bilansa*, Poljoprivredni fakultet, Beograd, 2007, str. 319-327.

<sup>33</sup> Rodić, J., Vukelić, G., Andrić, M., *Analiza finansijskih izveštaja*, Proleter, Bečej, 2011, str. 242-253.

<sup>34</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V., *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2009, str. 199-228.

$$A = P \quad (1)$$

$$A = O + SK \quad (2)$$

gde je:

A - aktiva

P - pasiva

O - obaveze

SK – sopstveni kapital

Računovodstvena jednačina prikazana u formulama 1 i 2 pokazuje da su na dan bilansa ukupne obaveze i kapital zbirno jednaki ukupnoj aktivi. Ista relacija važi i ukoliko se umesto stanja na dan bilansa posmatraju promene stanja računovodstvenih kategorija na kraju u odnosu na početak perioda, što je prikazano u formuli 3.

$$\Delta A = \Delta O + \Delta SK \quad (3)$$

Po uzoru na računovodstvenu jednačinu, za potrebe analize efekata promene stanja imovine, obaveza i kapitala na kretanje gotovine i gotovinskih ekvivalenata tokom posmatranog perioda, može se koristiti jednačina u obliku koji je prikazan u tabeli 1.<sup>35</sup>

Tabela 1. Uticaj bilansnih pozicija na stanje gotovine

$\Delta$ Gotovine	=	$\Delta$ Obaveza	+	$\Delta$ Sopstvenog kapitala	-	$\Delta$ Negotovinske imovine
Povećanje		Povećanje				
Smanjenje		Smanjenje				
Povećanje				Povećanje		
Smanjenje				Smanjenje		
Smanjenje						Povećanje
Povećanje						Smanjenje

Izvor: Stickney, C., Brown, P., Wahlen, J., 2007, str. 152.

Posmatrajući promene vrednosti imovine, obaveza i kapitala kao faktore izvora i načina upotrebe novčanih sredstava, poznato je da povećanje pozajmljenog i sopstvenog kapitala i smanjenje imovine predstavljaju izvore gotovine. Povećanje negotovinske imovine i smanjenje obaveza i elemenata sopstvenog kapitala oslikavaju upotrebu novčanih sredstava, što svakako utiče na smanjenje stanja gotovine. Koristeći analitičke jednakosti moguće je pratiti i efekte promena stanja bilansnih pozicija, relevantnih prihoda i rashoda po vrsti aktivnosti, odnosno pojedinačno za poslovne, investicione i finansijske promene gotovine i gotovinskih ekvivalenata.

### 1.3.2. Instrumenti analitičkog okvira

Imajući u vidu značaj informacija o novčanim tokovima, jasno je da Izveštaj o tokovima gotovine predstavlja ključni instrument analitičkog okvira za istraživanje o novčanim tokovima. Reč je o izveštaju koji pokazuje na koji način preduzeće obezbeđuje i koristi

<sup>35</sup> Preuređeno prema: Stickney, C., Brown, P., Wahlen, J. *Financial Reporting, Financial Statement Analysis and Valuation*, Thomson South –Western USA, 2007, str. 152.

gotovinske resurse, iskazujući iznos i osnov povećanja ili smanjenja gotovine i gotovinskih ekvivalenata na kraju u odnosu na početak obračunskog perioda. Izveštaj se može dobiti posrednim putem, tako što se vrši aranžiranje informacija koje su već sadržane u drugim finansijskim izveštajima i računovodstvenim evidencijama preduzeća. Bilans stanja obračunskog i prethodnog perioda pruža informacije o iznosu promene stanja sredstava, obaveza i kapitala. Bilans uspeha za tekući obračunski period je izvor informacija o prihodima i rashodima kao potencijalnim novčanim tokovima. Glavna knjiga finansijskog knjigovodstva, odnosno bruto bilans kao rekapitulacija svih računa glavne knjige preduzeća, pruža detaljne podatke o načinu obezbeđenja i korišćenja gotovine za posmatrani obračunski period. Pod tokovima gotovine se podrazumevaju naplate i isplate u gotovini i gotovinskim ekvivalentima preko blagajne, poslovnih i deviznih računa, tako da računovodstvene evidencije o prilivima i odlivima na navedenim računima mogu biti osnova za pripremanje i sastavljanje izveštaja. Kompenzacije, asignacije i cesije sprovedene preko poslovnih i deviznih računa, takođe čine novčane tokove preduzeća.<sup>36</sup>

Pored uobičajenog finansijsko-izveštajnog instrumentarija odredbe četvrte direktive EU zahtevaju sastavljanje Izveštaja o poslovanju<sup>37</sup> koji može biti važan izvor informacija o novčanim tokovima. Izveštaj o poslovanju sadrži pregled i ocene finansijskog položaja i performansi, opis glavnih rizika i neizvesnosti, razvojne ciljeve, strategije kompanije i predviđanja menadžmenta. Međunarodni računovodstveni standard MRS 1 u svojim odredbama ističe mogućnost da entiteti od strane rukovodstva prezentuju finansijski pregled koji sadrži glavna obeležja finansijskog uspeha i pozicije preduzeća, glavne neizvesnosti, politike investiranja i raspodele dividendi. Činjenica je da kompetentan i objektivni izveštaj menadžmenta jača moć i informacionu vrednost finansijsko-izveštajne aparature preduzeća, tako da i Izveštaj poznat pod nazivom Komentari menadžmenta (*IFRS Practice Statement Management Commentary*)<sup>38</sup> predstavlja relevantan izvor informacija, između ostalog i informacija o novčanim tokovima. U pitanju je izveštaj opisnog karaktera i kao dodatak ostalim finansijskim izveštajima može da sadrži pojašnjenja informacija o finansijskom položaju, novčanim i tokovima rentabiliteta, koje su već prikazane u finansijskim izveštajima.

Strukturiranje izveštaja o novčanim tokovima se vrši po vrstama aktivnosti i zato se analitički okvir istraživanja novčanih tokova može prikazati za svaki segment izveštaja pojedinačno. Povećanje obaveza i kapitala i smanjenje imovine predstavljaju izvore gotovine. Upotreba novčanih sredstava se ogleda u povećanju negotovinske imovine i smanjenju obaveza i kapitala. Klasifikacija novčanih tokova zavisi od vrste obaveza i imovine čije se promene prate. Gotovinski tokovi iz poslovnih aktivnosti predstavljaju prvi segment izveštaja koji obuhvata novčane tokove povezane sa obavljanjem aktivnosti iz kojih se ostvaruje osnovna vrsta prihoda preduzeća. U pitanju su aktivnosti koje utiču na promene zaliha, kratkoročnih potraživanja, ostale obrtne imovine, obaveza prema dobavljačima, obaveza po osnovu primljenih avansa i ostalih kratkoročnih poslovnih obaveza. Drugi segment izveštaja o tokovima gotovine obuhvata povećanja i smanjenja nematerijalne imovine, nekretnina, postrojenja, opreme, bioloških sredstava,

---

<sup>36</sup> Pravilnik o sadržini i formi obrazaca finansijskih izveštaja za privredna društva, zadruge, druga pravna lica i preduzetnike, Službeni glasnik RS, br. 114/2006, 5/07 i 119/08, član 10.

<sup>37</sup> Fourth Council Directive, 78/660/EEC, član 46.

<sup>38</sup> International Accounting Standards Board, *IFRS Practice Statement Management Commentary*, 2010, paragraf IN3.

kratkoročnih i dugoročnih finansijskih plasmana i efekte promena na novčane tokove iz investicionih aktivnosti. Treći deo izveštaja o novčanim tokovima prikazuje novčane tokove koji se direktno vezuju za eksterno finansiranje preduzeća iz sopstvenih i pozajmljenih izvora. Reč je o novčanim tokovima koji su rezultat povećanja i smanjenja elemenata sopstvenog kapitala, dugoročnih obaveza i kratkoročnih finansijskih obaveza.

Stanje gotovine na kraju obračunskog perioda je rezultat stanja gotovine na početku perioda, neto priliva, neto odliva, kao i realizovanih pozitivnih i negativnih kursnih razlika po osnovu preračuna gotovine i gotovinskih ekvivalenata u stranoj valuti. Nerealizovani dobiti i gubici nastali kao efekat promena deviznih kurseva nisu tokovi gotovine. Obelodanjivanje negotovinskih investicionih i finansijskih transakcija može se izvršiti u okviru samog izveštaja ili u napomenama uz finansijske izveštaje. Neki od primera negotovinskih investicionih i finansijskih aktivnosti jesu zakupljena osnovna sredstva, sticanje sredstava direktnim preuzimanjem obaveza ili putem finansijskog lizinga, konverzija duga u kapital, nabavke imovine finansirane izdavanjem hartija od vrednosti, sticanje entiteta u celini putem emisije akcija.

Analitički instrument pomoću koga se pozicije finansijskog izveštaja prikazuju procentualno u odnosu na neku unapred definisanu bazu, pruža opšti pregled finansijske pozicije i poslovnih performansi preduzeća. Svođenje finansijskih izveštaja na uporedive veličine ne mora biti u formi obaveznih obrazaca. *Ruth*<sup>39</sup> ističe da forma i sadržina tabela koje se koriste za svođenje izveštaja na uporedive veličine značajno variraju u zavisnosti od potreba analitičara. Vertikalna analiza finansijskih izveštaja, poznata i kao *Common-Size Financial Statement* se vrši najmanje za dva perioda izveštavanja. Osnova za vertikalnu analizu pozicija bilansa stanja najčešće jeste ukupan iznos vrednosti imovine preduzeća. Pojedinačni elementi bilansa uspeha se iskazuju procentualno u odnosu na visinu prihoda od prodaje. *Rose* i *Hudgins*<sup>40</sup> takođe ističu značaj analize procentualnog sastava aktive, pasive, prihoda i rashoda pomoću pokazatelja procenta u odnosu na strukturu koji su poznati pod nazivom Koeficijenti uobičajenog obima.

Po istom principu se može sastaviti izveštaj o novčanim tokovima u kome se prilivi i odlivi gotovine svode na unapred definisanu uporedivu veličinu. Kao osnovu za vertikalnu analizu pojedinačnih novčanih tokova, moguće je koristiti iznos neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti ili ukupan iznos priliva po osnovu poslovnih, investicionih i finansijskih aktivnosti. Analitički instrument se koristi za sagledavanje odnosa pozicija unutar jednog izveštaja, ali i za praćenje stabilnosti relacija između pozicija koje pripadaju različitim finansijskim izveštajima. S obzirom na međuzavisnost elemenata unutar različitih finansijskih izveštaja, analizom elemenata izveštaja o novčanim tokovima je moguće objasniti relacije uočene vertikalnom analizom bilansa stanja i bilansa uspeha. Tako na primer, ako se pojavi značajno apsolutno i relativno povećanje hartija od vrednosti kojima se trguje, objašnjenje je u sposobnosti preduzeća da generiše neto novčani tok iz poslovne aktivnosti u meri koja prevazilazi potrebu za pokrićem poslovnih i investicionih novčanih izdataka. Ovo za rezultat ima upravo odluku menadžmenta da višak neto gotovine iz poslovanja upotrebi za investiranje u kratkoročne hartije od vrednosti.

---

<sup>39</sup> Ruth, G., *Analiziranje finansijskih izveštaja*, Daily Press d.o.o., Podgorica, 2006, str. 9.

<sup>40</sup> Rose, P.S., Hudgins, S.C., *Bankarski menadžment i finansijske usluge*, Data status, Beograd, 2005, str. 563.

Analiza trenda je jedna od osnovnih tehnika za analizu finansijskih izveštaja. Analitički instrument koji prati relativnu promenu vrednosti elemenata finansijskih izveštaja u posmatranom u odnosu na prethodni period se koristi da bi se utvrdile povoljne i nepovoljne promene u finansijskom položaju preduzeća, rentabilitetu i sposobnosti generisanja gotovine. Trend analiza poznata i kao *Percentage Change Statements* može biti zasnovana i na praćenju prosečne procentualne promene vrednosti elemenata finansijskih izveštaja tokom dužeg vremenskog perioda. *Stickney, Brown i Wahlen*<sup>41</sup> ističu korisnost sagledavanja obima relativnih promena u finansijskim izveštajima tokom perioda za analizu profitabilnosti i rizika preduzeća. Na primer, značajno povećanje dugoročnih finansijskih obaveza privlači pažnju analitičara navodeći na posmatranje novčanih tokova po osnovu dugoročnih kredita. Ukoliko u izveštaju o novčanim tokovima nema promene u istoj meri, zaključak je da nema značajnijih novih dugoročnih zaduženja, stoga objašnjenje treba tražiti u konvertovanju kratkoročnih u dugoročne obaveze. Reklasifikacija obaveza na ovaj način ne utiče na novčane tokove.

Finansijski pokazatelji su najpoznatiji i najčešće korišćeni instrumenti u analizi finansijskih izveštaja. Kao uporedni instrumenti koji omogućavaju proučavanje odnosa pojedinih komponenti finansijskih izveštaja, sastavni su deo analize trenda i komparativne analize. Finansijski pokazatelji kao merni instrumenti otvaraju određena pitanja o preduzeću i služe kao upozoravajući signali. Najispravnije je koristiti ih u kombinaciji sa drugim instrumentima analize u cilju stvaranja celokupne finansijske slike preduzeća. Odstupanja po pitanju relativnog odnosa pojedinih elemenata finansijskih izveštaja tokom perioda uočena primenom različitih analitičkih tehnika, podvrgavaju se detaljnijoj analizi kako bi se otkrili stvarni razlozi promena. Za to je potrebno uzeti u obzir strategiju poslovanja, delatnost kojoj preduzeće pripada, uspešnost konkurenata i pristupiti primeni drugih analitičkih instrumenata. Komparativna analiza naročito u okviru iste delatnosti analitičarima omogućava utvrđivanje pozicije konkurencije u odnosu na posmatrano preduzeće, ali i utvrđivanje uslova poslovanja na nivou delatnosti.

## **2. STRUKTURIRANJE IZVEŠTAJA O NOVČANIM TOKOVIMA I NJEGOVA ISKAZNA MOĆ**

### **2.1. Klasifikacija novčanih priliva i odliva**

Informacioni značaj izveštaja o novčanim tokovima se ogleda u tome što prikazuje najznačajnije izvore priliva i odlive gotovine grupisane po ključnim aktivnostima preduzeća. Stanje gotovine i gotovinskih ekvivalenata na dan bilansa ne može zadovoljiti informacione potrebe stejkholdera preduzeća u meri u kojoj to čine informacije o novčanim tokovima. Navođenjem pojedinačnih tokova gotovine, a naročito klasifikacijom tokova na novčane tokove iz poslovnih, investicionih i finansijskih aktivnosti, povećava se iskazna moć izveštaja. Iako se računovodstveni standardi koji se primenjuju širom sveta međusobno razlikuju po određenim pitanjima, klasifikacija novčanih tokova na tokove koji su nastali po osnovu poslovnih,

---

<sup>41</sup> Stickney, C., Brown, P., Wahlen, J., op. cit., str. 32-34.



investicionih i finansijskih aktivnosti se može smatrati opšteprihvaćenom. Strukturiranje izveštaja na način koji prikazuje relevantne novčane prilive i odlive povezane sa poslovnim, investicionim i finansijskim aktivnostima, *Ruth*<sup>42</sup> smatra značajnim za ocenu adekvatnosti novčanog toka iz poslovnih aktivnosti preduzeća, prikladnosti novčanog toka iz investicionih aktivnosti i strukture novčanog toka iz aktivnosti finansiranja.

### 2.1.1. Novčani tokovi iz poslovnih aktivnosti

Odvojeno prikazivanje novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti je bitno jer poslovni novčani tokovi u najvećoj meri odražavaju finansijsko zdravlje i uspešnost preduzeća. Sposobnost preduzeća da generiše dovoljno gotovine iz poslovnih aktivnosti, i to u što kraćim intervalima, preduslov je za likvidno i rentabilno poslovanje. Praksa razvrstavanja tokova osim na poslovne, i na investicione i finansijske novčane tokove je odraz potrebe za informacijama o visini investicionih izdataka i udelu internih i eksternih izvora gotovine u finansiranju poslovnih i investicionih odliva. U tabeli 2 su prikazani prilivi i odlivi gotovine iz poslovnih aktivnosti koje sadrži zvaničan obrazac izveštaja za privredna društva i preduzetnike u Srbiji<sup>43</sup>.

Tabela 2. Prilivi i odlivi gotovine iz poslovnih aktivnosti

<b>Prilivi gotovine iz poslovnih aktivnosti</b>	-	<b>Odlivi gotovine iz poslovnih aktivnosti</b>
Prodaja i primljeni avansi		Isplate dobavljačima i dati avansi
Primljene kamate iz poslovnih aktivnosti		Zarade, naknade zarada i ostali lični rashodi
Ostali prilivi iz redovnog poslovanja		Plaćene kamate
		Porez na dobit
		Plaćanja po osnovu ostalih javnih prihoda
	<b>=</b>	<b>Poslovni neto novčani tok</b>

Izvor: Prikaz autora na osnovu Pravilnika o sadržini i formi obrazaca finansijskih izveštaja

Brojni su faktori koji pozitivno ili negativno utiču na novčane tokove iz poslovanja. Povećanje obima prodaje, skraćivanje roka naplate potraživanja od kupaca, povećanje prodaje za gotovo, povećanje avansnog plaćanja od strane kupaca, produženje roka plaćanja dobavljačima, smanjenje avansnog plaćanja dobavljačima i povećanje ostalih poslovnih obaveza pozitivno utiču na novčani tok iz poslovanja. Određeni faktori na kratak rok mogu popraviti novčani tok iz poslovanja, ali je važno sagledati i njihove dugoročne efekte.

Povećanje obima poslovanja, troškovi materijala, zarada i ostali troškovi poslovanja, troškovi kamata, smanjenje obima prodaje, produženje roka naplate od kupaca, smanjenje avansnog plaćanja od strane kupaca, skraćivanje roka plaćanja dobavljačima, povećanje avansnog plaćanja dobavljačima, smanjenje ostalih poslovnih obaveza, postojanje zastarelih zaliha i sumnjivih i spornih potraživanja, samo su neki od faktora koji utiču na umanjenje neto novčanog toka iz poslovanja. U tabeli 3 su prikazane

<sup>42</sup> Ruth, G., op. cit., str. 201.

<sup>43</sup> Pravilnik o sadržini i formi obrazaca finansijskih izveštaja za privredna društva, zadruge i preduzetnike, Službeni glasnik RS, br. 95/2014 i 144/2014, član 11, 12.

ključne determinante novčanih priliva i odliva iz poslovnih aktivnosti i efekti koje determinante imaju na neto novčani tok iz poslovanja. Tabela je prikaz autora na osnovu osnovnih pozicija poslovnih novčanih tokova i faktora koji utiču na pojedinačne tokove i neto novčani tok iz poslovanja, koji su proučavani u brojnoj domaćoj i stranoj literaturi.

Tabela 3. Ključne determinante neto novčanog toka iz poslovanja

<b>Prilivi gotovine iz poslovnih aktivnosti</b>	<b>-</b>	<b>Odlivi gotovine iz poslovnih aktivnosti</b>	<b>=</b>	<b>Neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti</b>
Prihodi od prodaje				Pozitivan
Povećanje potraživanja od kupaca				Negativan
Smanjenje potraživanja od kupaca				Pozitivan
Povećanje obaveza po osnovu avansa				Pozitivan
Smanjenje obaveza po osnovu avansa				Negativan
Prihodi od kamata iz poslovnih aktivnosti				Pozitivan
Povećanje potraživanja po osnovu kamata				Negativan
Smanjenje potraživanja po osnovu kamata				Pozitivan
		Troškovi materijala		Negativan
		Povećanje zaliha materijala		Negativan
		Smanjenje zaliha materijala		Pozitivan
		Povećanje obaveza prema dobavljačima		Pozitivan
		Smanjenje obaveza prema dobavljačima		Negativan
		Povećanje datih avansa		Negativan
		Smanjenje datih avansa		Pozitivan
		Troškovi zarada		Negativan
		Povećanje obaveza po osnovu zarada		Pozitivan
		Smanjenje obaveza po osnovu zarada		Negativan
		Troškovi kamata		Negativan
		Povećanje obaveza po osnovu kamata		Pozitivan
		Smanjenje obaveza po osnovu kamata		Negativan

Izvor: Prikaz autora

Prilivi od prodaje su determinisani prihodima od prodaje, promenom potraživanja po osnovu prodaje i promenama obaveza po osnovu primljenih avansa. Primljene kamate iz poslovnih aktivnosti se odnose na naplaćene zatezne i ugovorne kamate koje su naplaćene po osnovu potraživanja od kupaca. Prilivi po osnovu naplaćenih kamata iz poslovnih aktivnosti su determinisani povezanim prihodima i promenama potraživanja po osnovu tih kamata. Ostali prilivi iz redovnog poslovanja se odnose na prilive od državnih organa po osnovu premija, subvencija, dotacija, kao i prilivi po osnovu naplate potraživanja od zaposlenih, prihoda od zakupnina, članarina i ostalih poslovnih prihoda.

Visina isplate dobavljačima po osnovu nabavke zavisi od troškova materijala, troškova proizvodnih usluga, nabavne vrednosti prodate robe, promene zaliha materijala i robe i promene obaveza prema dobavljačima. Plaćeni avansi zavise od promena potraživanja po osnovu datih avansa za buduće nabavke materijala, robe i usluga. U tabelarnom prikazu determinanti odliva su navedeni troškovi zarada i promene obaveza po osnovu zarada, s tim da se pod troškovima zarada podrazumevaju troškovi bruto zarada, naknada i ostalih ličnih rashoda, a povećanja i smanjenja obaveza se odnose na zarade, naknade, poreze i doprinose. Plaćene kamate su posmatrano na obračunskoj osnovi određene troškovima kamata i promenama obaveza po osnovu kamata. U odlivima po osnovu poreza na dobit se iskazuju iznosi plaćenih akontacija poreza na dobit umanjeni za izvršene povraćaje u toku obračunskog perioda. U odlive iz poslovnih aktivnosti se svrstavaju i isplate po osnovu ostalih javnih prihoda, odnosno akciza, poreza na dodatu vrednost, carina i ostalih poreza i dažbina.

### 2.1.2. Novčani tokovi iz investicionih aktivnosti

Nakon izračunavanja i prikazivanja priliva i odliva gotovine po osnovu poslovnih aktivnosti, dobija se iznos neto gotovine iz poslovnih aktivnosti koji teorijski predstavlja iznos novčanih sredstava koji menadžment preduzeća može koristiti za sprovođenje investicionih i finansijskih aktivnosti. Odvojeno obelodanjivanje gotovinskih tokova po osnovu aktivnosti investiranja značajno je pošto novčani tokovi predstavljaju obim do koga su troškovi učinjeni za resurse namenjene da proizvedu budući prihod i gotovinske tokove.<sup>44</sup> Analitički okvir koji može pomoći u sagledavanju efekata promena stanja stalne imovine i finansijskih plasmana na neto novčani tok iz investicionih aktivnosti je predstavljen u tabeli 4, kao prikaz autora na osnovu zvaničnog obrasca izveštaja o tokovima gotovine i uz određena prilagodavanja.<sup>45</sup>

Prodaja nematerijalnih ulaganja, nekretnina, postrojenja i opreme i bioloških sredstava je izvor priliva iz investicionih aktivnosti. Prilivi nastali po ovom osnovu su definisani vrednošću stalne imovine koja je prodana i visinom kapitalnih dobitaka, odnosno gubitaka. Prodaja akcija udela i ostalih finansijskih plasmana dovodi do priliva gotovine, ali se ti prilivi iskazuju na neto osnovi, što znači da se prilivi od prodaje umanjuju za isplate po osnovu sticanja tih plasmana. Faktori koji determinišu pomenute neto prilive su promena stanja akcija i učešća u kapitalu na kraju u odnosu na početak perioda, ali i dobiti od prodaje dugoročnih hartija od vrednosti i učešća.

---

<sup>44</sup> Rodić, J., Vukelić, G., Andrić, M., *Teorija, politika i analiza bilansa*, op. cit., str. 320.

<sup>45</sup> Pravilnik o sadržini i formi obrazaca finansijskih izveštaja za privredna društva, zadruge i preduzetnike, Službeni glasnik RS, br. 95/2014, 144/2014, član 15, 16.

Tabela 4. Prilivi i odlivi gotovine iz investicionih aktivnosti

<b>Prilivi gotovine iz investicionih aktivnosti</b>	<b>- Odlivi gotovine iz investicionih aktivnosti</b>	<b>= Neto novčani tok iz investicionih aktivnosti</b>
<b>Prodaja stalne imovine</b>		Pozitivan
	Kupovina stalne imovina	Negativan
<b>Prodaja akcija i udela (neto prilivi)</b>		Pozitivan
<b>Ostali finansijski plasmani (neto prilivi)</b>		Pozitivan
	Kupovina akcija i udela (neto odlivi)	Negativan
	Ostali finansijski plasmani (neto odlivi)	Negativan
<b>Primljene kamate</b>		Pozitivan
<b>Primljene dividende</b>		Pozitivan

Izvor: Prikaz autora na osnovu Pravilnika o sadržini i formi obrazaca finansijskih izveštaja

Kupovina stalne imovine čini ključni deo investicionih ulaganja, kao i neto odlivi po osnovu kupovine akcija i učešća u kapitalu. U okviru investicionih novčanih tokova posebno se prate prilivi i odlivi po osnovu prodaje i kupovine kratkoročnih finansijskih plasmana i ostalih dugoročnih finansijskih plasmana, takođe na neto osnovi. Primljene kamate i dividende mogu biti u investicionom delu izveštaja o novčanim tokovima, a takav način klasifikovanja se argumentuje činjenicom da naplaćene kamate i dividende predstavljaju prinos na investirana sredstva. Stvaran priliv po osnovu kamata i dividendi zavisi od obračunatih prihoda, ali i obima naplate potraživanja po osnovu kamata i dividendi pojedinačno.

### 2.1.3. Novčani tokovi iz aktivnosti finansiranja

Odvojeno obelodanjivanje gotovinskih tokova po osnovu aktivnosti finansiranja značajno je za predviđanje polaganja prava na buduće gotovinske tokove od strane vlasnika kapitala preduzeća.<sup>46</sup> Jednačina koja pomaže u razumevanju novčanih tokova koji rezultiraju promenama veličine i sastava uloženog kapitala i zaduživanja preduzeća, predstavljena je u tabeli 5 kao prikaz autora na osnovu zvaničnog obrasca izveštaja o tokovima gotovine i uz određena prilagođavanja.<sup>47</sup>

Prodaja vlasničkih i dužničkih hartija od vrednosti i tokovi po osnovu kredita u najvećoj meri opredeljuju visinu neto novčanog toka iz aktivnosti finansiranja, a samim tim i finansijsku strukturu preduzeća. Prilivi po osnovu uplate akcija i drugih trajnih udela u osnovni kapital predstavljaju značajan deo priliva gotovine, naročito ako se uzme u obzir njihov značaj za jačanje finansijske strukture preduzeća.

<sup>46</sup> Rodić, J., Vukelić, G., Andrić, M., *Teorija, politika i analiza bilansa*, op.cit., str. 321.

<sup>47</sup> Pravilnika o sadržini i formi obrazaca finansijskih izveštaja za privredna društva, zadruge i preduzetnike, Službeni glasnik RS, br. 95/2014, 144/2014, član 18, 19.

Tabela 5. Prilivi i odlivi gotovine iz finansijskih aktivnosti

<b>Prilivi gotovine iz aktivnosti finansiranja</b>	<b>- Odlivi gotovine iz aktivnosti finansiranja</b>	<b>= Neto novčani tok iz aktivnosti finansiranja</b>
Uvećanje osnovnog kapitala		Pozitivan
	Otkup sopstvenih akcija i udela	Negativan
Primljeni krediti (neto prilivi)		Pozitivan
	Kredit i ostale obaveze (neto odlivi)	Negativan
Ostale finansijske obaveze		Pozitivan
	Odlivi po osnovu ostalih finansijskih obaveza	Negativan
	Finansijski lizing	Negativan
	Isplaćene dividende	Negativan

Izvor: Prikaz autora na osnovu Pravilnika o sadržini i formi obrazaca finansijskih izveštaja

Negativan uticaj na neto novčani tok iz aktivnosti finansiranja imaju odlivi po osnovu otkupa sopstvenih akcija i udela. Veoma zastupljeni novčani tokovi iz aktivnosti finansiranja jesu prilivi i odlivi po osnovu dugoročnih i kratkoročnih kredita, koji se prikazuju na neto osnovi. Prilivi od emitovanja obveznica, zapisa, menica i ostalih finansijskih obaveza se klasifikuju u finansijski deo izveštaja o tokovima gotovine. Mogućnost klasifikacije plaćenih dividendi u tokove po osnovu finansijskih aktivnosti, objašnjava se činjenicom da se dividende posmatraju kao cena pribavljanja sopstvenog kapitala. Odlivi gotovine po osnovu plaćanja za sredstva uzeta u finansijski lizing se klasifikuju kao deo finansijskih novčanih tokova.

#### 2.1.4. Dileme oko klasifikacije novčanih tokova

Postoje novčani tokovi za koje nema opšteprihvaćene saglasnosti u pogledu njihovog razvrstavanja. Struktura izveštaja se može razlikovati u zavisnosti od toga gde se klasifikuje konkretan priliv ili odliv gotovine, u poslovni ili investicioni, poslovni ili finansijski, investicioni ili finansijski deo izveštaja. Dilema da li će se novčani tokovi po osnovu određenih transakcija svrstati u poslovni, investicioni ili finansijski deo izveštaja o tokovima gotovine ne utiče na ukupan iznos neto novčanog toka i salda gotovine na kraju posmatranog obračunskog perioda, ali je sigurno da od ishoda zavisi struktura izvora gotovine preduzeća.<sup>48</sup> Izbor neke od alternativa ponuđenih za klasifikaciju novčanih tokova, uglavnom ima uticaja na iznos neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti.

Novčani tokovi po osnovu primljenih i plaćenih kamata su predmet dilema stručnjaka na nacionalnom i međunarodnom nivou. Prilivi po osnovu primljenih kamata mogu biti

<sup>48</sup> Stevanović, S., Razvrstavanje novčanih tokova – dileme u međunarodnoj i domaćoj praksi, *Računovodstvo*, br. 3-4/2013, Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, str. 30-38.

deo poslovnih ili investicionih aktivnosti. MRS 7 daje mogućnost izbora kada je u pitanju klasifikacija priliva od kamata, za razliku od američkog odbora za računovodstvene standarde koji je zagovornik ideje da se sva plaćanja i primanja gotovine na ime kamata svrstavaju u novčane tokove iz poslovnih aktivnosti. Prihodi i rashodi kamata se uključuju prilikom utvrđivanja neto dobitka, tako da i sa njima povezane novčane tokove treba klasifikovati kao tokove iz poslovnih aktivnosti.<sup>49</sup> Ukoliko se naplaćene kamate posmatraju kao prinos na investirana sredstva, opravdano je njihovo razvrstavanje u investicione tokove gotovine.

Domaća praksa je dilemu po pitanju klasifikacije novčanih tokova po osnovu kamata rešila tako što se odvojeno prikazuju prilivi po osnovu kamata iz poslovnih aktivnosti, a posebno primljene kamate iz investicionih aktivnosti. Prema Zakonu o računovodstvu iz 1996. godine, primljene kamate su bile klasifikovane kao prilivi iz aktivnosti investiranja. Kada su u pitanju plaćene kamate, izmene u odnosu na 1996. godinu su dovele do toga da pozicije plaćenih kamata iz poslovnih i investicionih aktivnosti po važećoj regulativi figuriraju kao jedna stavka, i to u okviru poslovnih odliva. Prema mišljenju *Wachowicz*-a i *Van Horn*-a<sup>50</sup>, plaćene kamate bi trebalo klasifikovati kao finansijske izdatke, što je i mogućnost koju nude međunarodni računovodstveni standardi. S obzirom da plaćene kamate predstavljaju cenu pozajmljenog kapitala, opravdana je klasifikacija odliva kao tokova gotovine iz finansijskih aktivnosti. Reč je troškovima i izdacima koji su neophodni da bi se nabavili finansijski resursi iz pozajmljenih izvora.

MRS 7 nudi mogućnost klasifikacije priliva po osnovu dividendi kao investicionih primanja. Istu opciju podržavaju *Wachowicz* i *Van Horn*, ali ne i svi članovi američkog odbora za računovodstvene standarde, koji primljene dividende posmatraju kao deo poslovnih novčanih priliva. U američkoj praksi finansijskog izveštavanja, tokovi gotovine po osnovu primljenih dividendi se klasifikuju u tokove iz poslovnih aktivnosti, uz obrazloženje da prihodi od dividendi utiču na utvrđivanje neto dobitka ili gubitka preduzeća. Kada su u pitanju gotovinski izdaci po osnovu plaćanja dividendi, situacija je drugačija. Za klasifikaciju priliva po osnovu dividendi, domaće zakonodavstvo bira alternativu koja ističe dividende kao prinos na investirana sredstva i primljene dividende posmatra kao investicione prilive. Dividende plaćene akcionarima preduzeća se ne mogu posmatrati kao deo poslovnih gotovinskih transakcija, jer ne ulaze u obračun neto dobitka preduzeća, iako su rezultat raspodele ostvarenog dobitka. Prikazivanjem odliva po osnovu dividendi kao odliva iz finansijskih, a ne poslovnih aktivnosti, što je takođe alternativa koju nude međunarodni računovodstveni standardi, umanjuje se neto novčani tok iz aktivnosti finansiranja, umesto iznos neto gotovine iz poslovanja.

Dilema po osnovu klasifikacije novčanih tokova postoji u slučaju naplate potraživanja od osiguravajućeg društva. Naplata po osnovu obeštećenja od strane osiguravajućeg društva može biti deo priliva gotovine iz poslovnih ili investicionih aktivnosti. Ukoliko je obeštećenje vezano za nekretnine čije obnavljanje podrazumeva nastanak novih investicionih ulaganja, klasifikacija priliva po osnovu naknade štete kao investicionih priliva je opravdana. *Ruth* prilive od naplate štete od osiguranja, kao i sudska

---

<sup>49</sup> Meigs, R.F., Meigs, W.B., *Računovodstvo: Temelj poslovnog odlučivanja*, Mate, Zagreb, 1999, str. 879.

<sup>50</sup> Van Horne, J. C., Wachowicz, J. M., op. cit., str. 173.

poravnanja posmatra kao deo novčanih tokova iz poslovanja.<sup>51</sup> Čak i u ovoj varijanti klasifikacije, važno je napomenuti da je reč o novčanom toku tranzitornog karaktera koji ne treba uzeti u obzir kod utvrđivanja održivog neto novčanog toka iz poslovanja.

Prilivi od emitovanja menica se prema domaćoj regulativi klasifikuju u finansijski deo izveštaja o tokovima gotovine. Kada su u pitanju potraživanja po osnovu primljenih menica, njihova klasifikacija u finansijska potraživanja se ne dovodi u pitanje. Novčani tokovi po tom osnovu nastali mogu biti deo poslovnih ili investicionih aktivnosti. Opređenje za poslovne novčane tokove se može pravdati činjenicom da sva primanja od kupaca ili plaćanja dobavljačima po osnovu prodaje ili nabavke, treba klasifikovati kao poslovne novčane tokove tako i novčane tokove po osnovu menica primljenih od kupaca. Zagovornici investicionih novčanih tokova menice posmatraju kao hartije od vrednosti u kupovinu kojih preduzeće plasira slobodna sredstva u cilju sticanja prinosa. Razvrstavanje novčanih tokova po osnovu hartija od vrednosti zavisi od vrste hartija od vrednosti. Odlivi gotovine prilikom kupovine i prilivi od prodaje hartija koje se drže do dospeća i hartija raspoloživih za prodaju, predstavljaju deo investicionih novčanih tokova. Preduzeće može držati hartije od vrednosti u svrhe poslovanja ili trgovanja. S obzirom da su hartije nabavljene specijalno za prodaju, slične su zalihama a novčani tokovi nastali po tom osnovu razvrstavaju se kao poslovni novčani tokovi.<sup>52</sup>

Izdaci za kupovinu opreme se posmatraju kao kapitalni izdaci, tako da će preduzeće koje se opredeljuje za kupovinu opreme imati smanjenje neto investicionog novčanog toka. Razlike između finansijskog i poslovnog lizinga su evidentne kada se posmatra uticaj na strukturu izveštaja o novčanim tokovima<sup>53</sup>. Preduzeće koje opremu iznajmljuje putem operativnog lizinga, izdatke po osnovu lizinga prikazuje kao odliv gotovine iz poslovnih aktivnosti. Plaćanja lizing rata po osnovu finansijskog lizinga dovode do promene novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti i aktivnosti finansiranja. Izdaci po osnovu otplate glavnice finansijskog lizinga predstavljaju odliv po osnovu aktivnosti finansiranja. Izbor finansijskog dela izveštaja za razvrstavanje tokova gotovine, može se tumačiti činjenicom da preduzeće vrši transakcije prodaje opreme i preuzimanja iste opreme na lizing, najčešće usled nedostatka kapitala. Troškovi kamata po osnovu finansijskog lizinga dovode do odliva novca iz poslovnih aktivnosti. Smanjenje troškova kamata iz perioda u period dovodi do smanjenja odliva novca iz poslovnih aktivnosti u toku trajanja lizinga. Smanjenje novčanih odliva iz poslovnih aktivnosti dovodi po porasta neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti tokom lizing perioda. Postoje i drugačija mišljenja u literaturi i praksi po pitanju klasifikacije plaćanja po osnovu lizinga. Novčani tokovi po osnovu korišćenja operativnog lizinga mogu biti deo investicionih aktivnosti, kao što su plaćanja po osnovu kupovine stalne imovine.

---

<sup>51</sup> Ruth, G., op.cit., str. 180.

<sup>52</sup> Rodić, J., Vukelić, G., Andrić, M., *Teorija, politika i analiza bilansa*, op.cit., str. 320.

<sup>53</sup> Vukelić, G., Belopavlović, G. i Stevanović, S., *Impacts of Capital and Operating Leasing on Financial Reporting*, naučna monografija *Global Crisis in The Central-Eastern European Region: Influence on Financial Systems and Small and Medium-Sized Enterprises*, Czestochowa University of Technology, Beogradska bankarska akademija, Institut ekonomskih nauka, Beograd, 2010, str. 136-145.

## 2.2. Načini izveštavanja o novčanim tokovima

Profesionalna i zakonska računovodstvena regulativa definišu obaveznu klasifikaciju novčanih tokova na tokove koji potiču iz poslovnih, investicionih i finansijskih aktivnosti. Pored načina klasifikacije tokova gotovine koji je opšteprihvaćen na međunarodnom nivou, način sastavljanja izveštaja o novčanim tokovima, a samim tim i način prikazivanja novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti zavise od izabrane metode. Način izveštavanja o poslovnim novčanim tokovima kompanije, odnosno izbor metode izveštavanja zavisi od nekoliko faktora. Primena metode može biti strogo definisana računovodstvenom regulativom, ali je češće rezultat korišćenja opcije izbora, preporuka profesionalnih organizacija i/ili specifičnosti potreba analize novčanih tokova konkretne kompanije. Većina računovodstvenih standarda dozvoljava primenu direktne i/ili indirektno metode za prikazivanje tokova gotovine iz poslovnih aktivnosti. Važno je istaći da računovodstveni sistem privrednog subjekta, sa informacijama koje generiše, omogućava sastavljanje izveštaja o novčanim tokovima korišćenjem, kako direktne tako i indirektno metode. Za razliku od poslovnog dela izveštaja čija struktura zavisi od primene direktne ili indirektno metode, način prezentovanja novčanih tokova iz aktivnosti investiranja i finansiranja nije pod uticajem izbora metode.

### 2.2.1. Specifičnosti direktne metode

Primena direktne metode za sastavljanje izveštaja o tokovima gotovine, podrazumeva iskazivanje bruto iznosa osnovnih komponenti gotovinskih priliva i gotovinskih odliva iz poslovnih aktivnosti. Novčani tokovi iz poslovnih aktivnosti se beleže direktno prema glavnim kategorijama. Prikazivanje novčanih tokova na bruto osnovi podrazumeva odvojeno prikazivanje priliva i odliva gotovine, kao i na osnovu njih utvrđenih neto priliva, odnosno neto odliva gotovine, u zavisnosti od toga da li je više gotovine naplaćeno ili isplaćeno u posmatranom periodu.

Računovodstvena regulativa najčešće definiše minimum pozicija koje moraju biti prikazane u izveštaju o novčanim tokovima. *SFAS 95*<sup>54</sup> ističe da kompanije koje koriste direktnu metodu minimalno moraju prikazati pozicije priliva od naplate potraživanja, primljene kamate, isplate zaposlenima i dobavljačima, plaćene kamate, plaćeni porez na dobit i ostale prilive i odlive gotovine. Dalje raščlanjavanje novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti je prepušteno kompanijama u skladu sa njihovim potrebama. Međunarodni računovodstveni standardi pomenute prilive i odlive takođe navode kao pozicije poslovnog dela izveštaja.<sup>55</sup> Osnovne determinante neto novčanog toka iz poslovanja koje propisuju pomenuti računovodstveni standardi su prikazane na slici 1. Posmatrajući neto novčani tok iz poslovanja kao interno generisani rezervoar gotovine, na osnovu slikovitog prikaza autora se može videti koji prilivi pune rezervoar, a zahvaljujući kojim odlivima gotovine je rezervoar prazniji i manje raspoloživ za investicione i finansijske potrebe preduzeća.

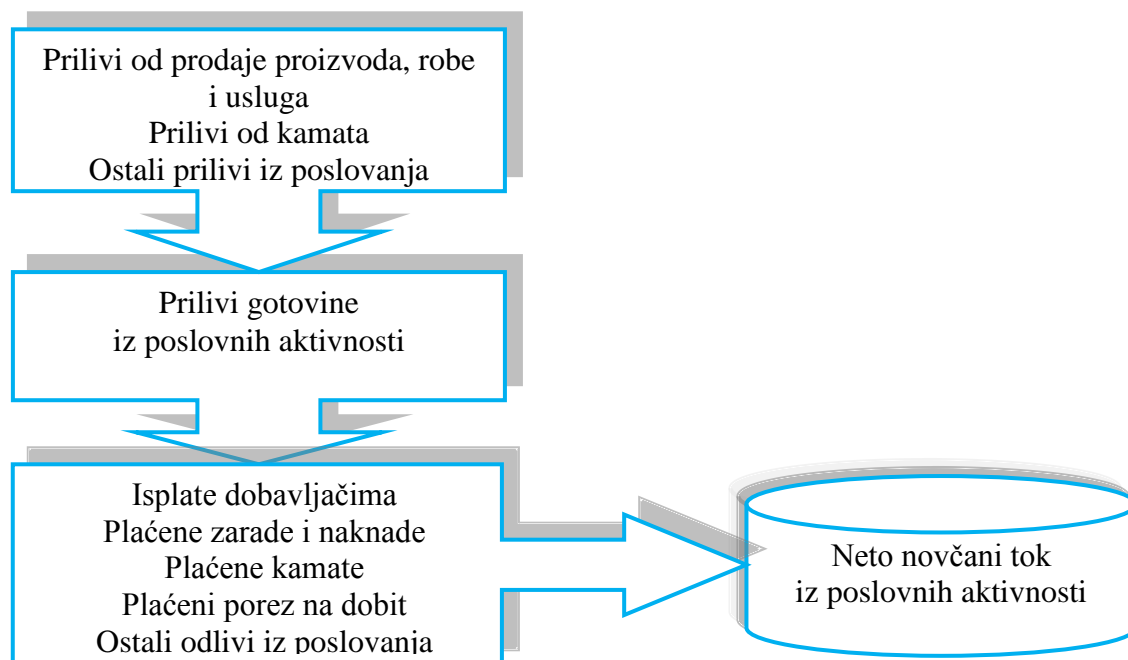
---

<sup>54</sup> Financial Accounting Standards Board, Statement of Financial Accounting Standards No. 95 Statement of Cash Flows, 1987, paragraf 27.

<sup>55</sup> Odbor za međunarodne računovodstvene standarde, Međunarodni računovodstveni standard 7 – Izveštaj o tokovima gotovine, op. cit., paragraf 14.



Slika 1. Novčani tokovi iz poslovanja prema direktnoj metodi



Izvor: Prikaz autora

Prilivi od prodaje predstavljaju osnovni izvor gotovine iz poslovnih aktivnosti. Reč je o prilivu gotovine po osnovu naplaćenih potraživanja od kupaca u toku posmatranog obračunskog perioda. Način upotrebe isposlovanе gotovine opredeljuje iznos i strukturu odliva po osnovu poslovnih aktivnosti. Osnovne odlive iz poslovnih aktivnosti čine izvršene isplate dobavljačima za nabavke sirovina, materijala i robe, isplate za druge troškove poslovanja, kao i isplate na ime bruto zarada, naknada zarada i ostalih ličnih rashoda u toku obračunskog perioda. Primljeni i dati avansi su stavke koje se pojavljuju u izveštaju o tokovima gotovine, iako po tom osnovu nema priznatih prihoda i odgovarajućih rashoda u bilansu uspeha. Prilivi i odlivi po osnovu avansa pripadaju tekućem periodu, a sa njima povezani poslovni prihodi i rashodi biće prikazani u narednom obračunskom periodu, kada buduće isporuke kupcima i buduće nabavke od dobavljača budu realizovane. Ako se uzme u obzir da poslovni deo izveštaja sadrži pored navedenih i informacije o primljenim i plaćenim kamatama, prilivima od tantijema, zakupnina, članarina, subvencija, dotacija, odlivima po osnovu javnih prihoda, zatim gotovinske prilive i odlive po osnovu kupovine i prodaje hartija od vrednosti namenjenih trgovanju, o direktnoj metodi se može govoriti kao o informaciono bogatoj metodi.

Bruto tokovi gotovine po primarnim vrstama primanja i izdavanja gotovine mogu se dobiti iz računovodstvene evidencije preduzeća ili se utvrđuju prilagođavanjem pozicija bilansa uspeha za negotovinske pozicije i promene u stanju zaliha, potraživanja i obaveza iz poslovnih aktivnosti, odnosno prevođenjem obračunskih tokova poslovnih prihoda i rashoda na primanja i izdavanja novčanih sredstava. Podaci o prilivima i odlivima gotovine po osnovu poslovnih aktivnosti u toku određenog obračunskog perioda iz računovodstvene evidencije se dobijaju praćenjem svih promena na računima gotovine i gotovinskih ekvivalenata i njihovom klasifikacijom na odgovarajući način.

Preduzećima je olakšavajuća okolnost što za pripremanje i sastavljanje izveštaja koriste računovodstvene softvere. Evidentiranjem poslovnih promena se istovremeno beleže efekti nastalih promena na tokove gotovine i vrši klasifikacija nastalih priliva i odliva.

Prilivi i odlivi gotovine iz poslovnih aktivnosti se mogu utvrditi i na osnovu pozicija bilansa stanja i bilansa uspeha. MRS 7 navodi da se informacije o glavnim klasama bruto gotovinskih primanja i bruto gotovinskih izdavanja mogu dobiti korigovanjem prihoda od prodaje, troškova prodaje i drugih stavki bilansa uspeha. Moguće su korekcije za promene zaliha, potraživanja i obaveza iz poslovanja tokom datog perioda, za negotovinske stavke i/ili za druge stavke za koje su gotovinski efekti investicioni ili finansijski. S obzirom da naplaćena potraživanja i isplaćene obaveze prema dobavljačima čine osnovne elemente neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti, postupak prevođenja obračunskih tokova poslovnih prihoda i rashoda na novčane tokove će biti prikazan na primeru priliva od prodaje i odliva po osnovu plaćanja dobavljačima.

Prihodi od prodaje robe, proizvoda i usluga kao pozitivan tok rentabiliteta se koriguju za promene stanja potraživanja na kraju u odnosu na početak posmatranog perioda. Promena u smeru smanjenja potraživanja se posmatra kao izvor gotovine, dok se povećanje salda potraživanja klasifikuje kao upotreba gotovine. Iznos prihoda od prodaje uvećan za vrednost smanjenja potraživanja, odnosno umanjen za iznos povećanja potraživanja, predstavlja iznos gotovine koji je primljen po osnovu prodaje. Prilivi gotovine po osnovu ostalih poslovnih prihoda se mogu utvrditi na isti način kao i prilivi od prodaje, razmatranjem odgovarajućih prihoda i promene vrednosti povezanih potraživanja.

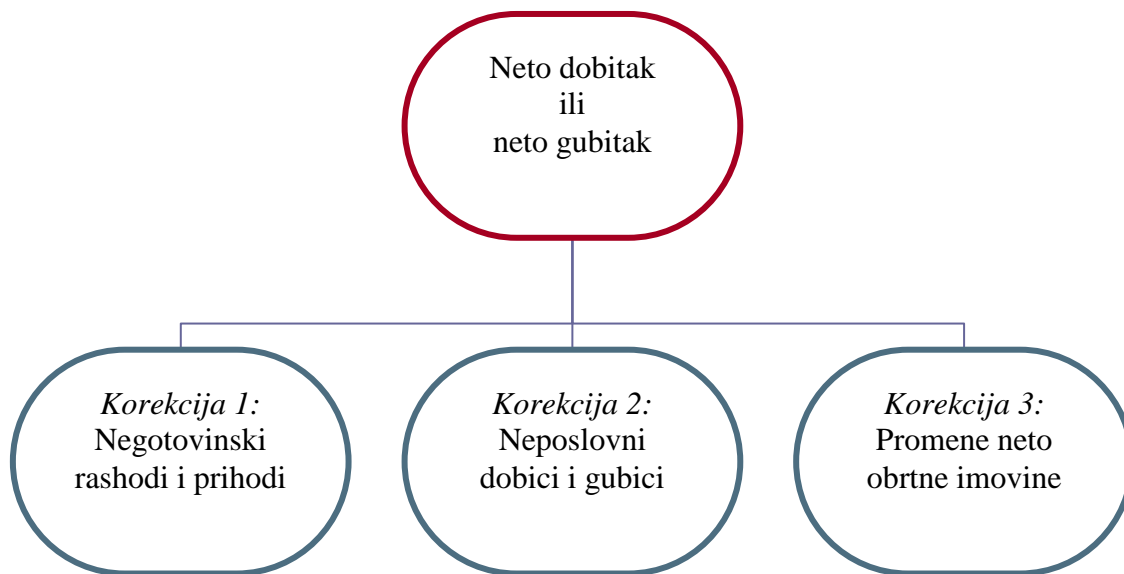
Novčani odlivi po osnovu isplate dobavljačima se utvrđuju na osnovu vrednosti nabavke materijala i robe i promene stanja obaveza prema dobavljačima. Nabavka materijala i robe u toku posmatranog perioda se utvrđuje na osnovu troškova materijala, nabavne vrednosti prodane robe koji se koriguju za promene vrednosti zaliha materijala i robe. Vrednost nabavke će biti veća od navedenih troškova ukoliko je u posmatranom periodu došlo do smanjenja zaliha materijala i robe, odnosno manja ukoliko su se zalihe povećale u odnosu na početak perioda. Visina isplate dobavljačima se utvrđuje povećanjem vrednosti nabavke za iznos povećanja obaveza prema dobavljačima. U slučaju smanjenja obaveza prema dobavljačima, isplate dobavljačima su manje od vrednosti nabavke materijala i robe za iznos smanjenja obaveza.

### **2.2.2. Specifičnosti indirektne metode**

Indirektna metoda utvrđivanja i prikazivanja tokova gotovine iz poslovnih aktivnosti je kao što sam naziv kaže metoda po kojoj se do neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti dolazi indirektno. Alternativno se neto dobitak ili gubitak, odnosno pozicije poslovnih prihoda i rashoda koriguju za negotovinske prihode i rashode, promene salda elemenata neto obrtnih sredstava, kao i za prilive i odlive nastale po osnovu prihoda i rashoda koji su prikazani u bilansu uspeha, a odnose se na aktivnosti investiranja i finansiranja. Indirektnu metodu karakteriše nekoliko oblika korekcije koji su potrebni za usklađivanje neto dobitka sa neto novčanim tokom iz poslovnih aktivnosti. Vrste korekcije neto dobitka ili neto gubitka koje se vrše u cilju utvrđivanja neto novčanog

toka iz poslovanja prikazane su na slici 2 na osnovu brojne domaće i strane literature koja se bavi metodama izveštavanja o novčanim tokovima.

Slika 2. Korekcije neto dobitka prema indirektnoj metodi



Izvor: Prikaz autora

Nenovčani rashodi, vremenske razlike i neposlovni dobici i gubici se navode kao tri glavna razloga razlike između neto dobitka i neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti.<sup>56</sup> Korekcija se najpre vrši zbog tzv. negotovinskih rashoda. Nenovčani rashodi smanjuju neto dobitak, ali ne zahtevaju odliv gotovine tokom tekućeg obračunskog perioda, tako da je iznos neto dobitka po tom osnovu manji od neto novčanog toka. Iznos amortizacije nematerijalnih ulaganja, osnovnih sredstava i amortizacije diskonta na obveznice se dodaje neto dobitku, jer se na ovaj način poništava prethodno umanjeње neto dobitka za troškove amortizacije. Ostali nenovčani rashodi se takođe dodaju neto dobitku, kako bi se izvršilo usklađivanje neto dobitka sa neto novčanim tokovima. Rezervisanje, odloženi porezi, nerealizovani dobici i gubici u stranoj valuti, neraspoređeni dobitak pridruženih preduzeća su prema MRS 7<sup>57</sup> negotovinske stavke čije efekte je potrebno uključiti prilikom korigovanja neto dobitka ili gubitka.

Korekcije neto dobitka u cilju utvrđivanja poslovnog novčanog toka mogu nastati i kao rezultat vremenskih razlika. Najčešće prilivi gotovine i povezani prihodi ne nastaju istovremeno. Češća je situacija da prihodi koji su realizovani i proknjiženi prethode nastanku povezanih novčanih priliva. Isto tako, novčani prilivi mogu prethoditi приходima čija se realizacija očekuje nakon nastanka priliva i po zadovoljenju kriterijuma za priznavanje prihoda. Kada se posmatraju kategorije rashoda i odliva gotovine, oni mogu nastati u isto vreme ili vremenski slede jedni druge kao što je slučaj sa приходima i novčanim prilivima. Prihodi koji nisu naplaćeni i rashodi po osnovu

<sup>56</sup> Meigs, R.F., Meigs, W.B., op.cit., str. 894.

<sup>57</sup> Odbor za međunarodne računovodstvene standarde, Međunarodni računovodstveni standard 7 – Izveštaj o tokovima gotovine, op. cit., paragraf 20.

kojih nije došlo do odliva novčanih sredstava, nalaze se na pojedinim bilansnim pozicijama obrtnih sredstava i kratkoročnih obaveza preduzeća. Zbog toga je prilikom usklađivanja neto dobitka i neto novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti potrebno uzeti u obzir promene stanja zaliha, potraživanja, aktivnih vremenskih razgraničenja, obaveza prema dobavljačima, pasivnih vremenskih razgraničenja, ali i ostalih pozicija obrtne imovine, osim kratkoročnih plasmana i ostalih kratkoročnih obaveza osim kratkoročnih kredita.

Činjenica je da neposlovni dobiti i gubici ne utiču na neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti, ali su ipak uključeni u obračun neto dobitka preduzeća u okviru ostalih prihoda i rashoda. Prilikom usklađivanja neto dobitka i neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti, neto dobitku se dodaju svi neposlovni gubici, a oduzimaju se svi neposlovni dobiti koji su uključeni prilikom utvrđivanja neto dobitka. Kao primer se može navesti dobitak od prodaje nekretnina, postrojenja i opreme koji predstavlja pozitivnu stavku neto dobitka, ali je rezultat investicionih aktivnosti. Prilikom utvrđivanja neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti, neto dobitak se koriguje tako što se umanjuje za iznos dobitka od prodaje stalne imovine. Finansijski prihodi od kamata, dividendi i učešća u dobitku su deo investicionih aktivnosti preduzeća. S obzirom da su uključeni u neto dobitak, potrebno je za iznos prihoda umanjiti neto dobitak preduzeća. Rashodi kamata mogu biti korektivna stavka neto dobitka, samo ukoliko nisu deo poslovnih tokova gotovine. Ukoliko se odlivi po osnovu kamata posmatraju kao deo poslovnih aktivnosti, po tom osnovu nije potrebno vršiti korekciju neto dobitka.

*Van Horne* i *Wachowicz*<sup>58</sup> o indirektnoj metodi govore kao o metodi koja je prezentacija smanjene verzije direktne metode. Razlog definisanja indirektno metode na ovaj način je u činjenici da je prema američkim opšteprihvaćenim računovodstvenim standardima (*US GAAP*) prilikom primene direktne metode potrebno naknadno prikazati usklađivanje neto dobitka sa neto novčanim tokom iz poslovnih aktivnosti. Analiza izveštaja o novčanim tokovima koji je sastavljen indirektnom metodom daje odgovor na neka važna pitanja: zašto se iznos neto dobitka razlikuje od neto novčanog toka iz poslovanja, zašto se prilikom utvrđivanja poslovnog novčanog toka iznos troškova amortizacije dodaje neto dobitku, zašto se povećanje potraživanja iz poslovanja i zaliha posmatraju kao faktori smanjenja a povećanje obaveza iz poslovanja kao faktori povećanja neto dobitka prilikom utvrđivanja poslovnog novčanog toka i sl.<sup>59</sup>

### 2.2.3. Komparativna analiza iskazne moći direktne i indirektno metode

Struktura izveštaja o tokovima gotovine u delu koji se odnosi na poslovne aktivnosti se razlikuje u zavisnosti od metode koja se koristi. Postupak izračunavanja neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti se razlikuje kod navedenih metoda, a dve različite forme izveštaja o novčanim tokovima korisnicima pružaju različite vrste informacija. Direktna metoda omogućava prikazivanje informacije o svim izvorima priliva i odlivima gotovine koji se odnose na poslovne aktivnosti preduzeća. Kako se indirektna metoda ogleda u korekciji neto dobitka na više ili na niže, iskaznu moć ove metode karakterišu informacije o visini razlike i uzrocima razlike između iznosa neto novčanog toka iz

---

<sup>58</sup> Van Horne, J.C., Wachowicz, J.M., op. cit., str. 174.

<sup>59</sup> Stickney, C., Brown, P., Wahlen, J., op. cit., str. 73.

poslovnih aktivnosti i neto dobitka. Iako se iskazna moć izveštaja razlikuje sa aspekta prirode informacija koje pruža, činjenica je da se obe metode temelje na podacima iz istog računovodstvenog informacionog sistema. Konačan iznos neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti je zbog toga jednak u slučaju primene direktne i indirektna metode.

Korišćenjem direktne metode prilikom sastavljanja izveštaja o novčanim tokovima, izveštaj je strukturiran tako da prikazuje bruto tokove gotovine iz poslovnih aktivnosti. Posebno su kao pozicije izveštaja istaknuti prilivi, a posebno odlivi gotovine, što se može smatrati prednošću direktne u odnosu na indirektnu metodu. Informacije o izvorima i upotrebi novčanih sredstava omogućavaju analizu i upravljanje tokovima gotovine preduzeća. Na ovaj način strukturirani novčani tokovi iz poslovnih aktivnosti takođe omogućavaju poređenje i analizu tokova gotovine sa tokovima rentabiliteta koji su prikazani u bilansu uspeha. Analizom pojedinačnih prihoda i rashoda i sa njima povezanih priliva i odliva, dobijaju se informacije koje mogu biti od velikog značaja u procesu donošenja odluka.

Direktna metoda informacijama koje pruža omogućava lakše poređenje tokova gotovine kroz obračunske periode. Praćenjem trenda novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti lakše je ispitivanje uzroka nastalih povećanja ili smanjenja. Informacija da je došlo do povećanja neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti, različito će biti protumačena od strane korisnika, u zavisnosti od toga da li je povećanje rezultat veće naplate potraživanja ili smanjenja isplata obaveza prema dobavljačima. Prezentovanjem detaljnih informacija o izvorima i odlivima gotovine koji su nastali kao rezultat obavljanja poslovnih aktivnosti preduzeća, moguć je uvid u strukturu izvora i upotrebe gotovine, što olakšava ocenu sposobnosti generisanja neto novčanog toka iz poslovanja, kao i procenu da li su novčani tokovi održive prirode ili su privremenog karaktera. Priroda nastanka priliva određuje kvalitet izvora gotovine, što je kod izveštaja sastavljenih po direktnoj metodi lako uočljivo.

Posmatrano sa aspekta broja pozicija priliva i odliva gotovine iz poslovnih aktivnosti koje su prikazane u konačnom izveštaju, može se reći da direktna metoda ima veću informativnu moć. Ipak, ukoliko se posmatra način utvrđivanja neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti, moglo bi se reći da je reč o složenijoj metodi. Preduzeća koja imaju pravo izbora metode, teže će se odlučiti za direktnu metodu, iako se ona češće preporučuje od strane profesionalnih računovodstvenih organizacija. Rezultati istraživanja koje je sproveo Američki institut ovlašćenih javnih računovođa su pokazali da je od ukupno 600 posmatranih kompanija samo 7 koristilo direktnu metodu za sastavljanje izveštaja o tokovima gotovine.<sup>60</sup>

Sastavljanje izveštaja o novčanim tokovima korišćenjem direktne metode je komplikovanije, što ne znači da je iskazna moć izveštaja bolja u svakom smislu. Uzroke razlika između neto dobitka i neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti je teško sagledati iz izveštaja koji je pripremljen direktnom metodom, što se može smatrati nedostatkom direktne u odnosu na indirektnu metodu. Korišćenjem indirektna metode, do novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti se dolazi indirektno tako što se neto dobitak kao početna pozicija izveštaja koriguje za negotovinske pozicije koje su uključene u obračun rezultata, kao i za promene stanja obrtnih sredstava i tekućih poslovnih

---

<sup>60</sup> White, G.I., Sondhi, A.C., Fried, D., *The Analysis and Use of Financial Statements*, John Wiley & Sons Inc, Hoboken, New Jersey, 2003, str. 76.

obaveza. Navedene karakteristike pokazuju da indirektna metoda koristi dodatne pozicije i samim tim pruža drugačije informacije u odnosu na direktnu metodu. Troškovi amortizacije, druge negotovinske stavke i promene pozicija neto obrtnih sredstava su relevantne informacije koje menadžment i drugi stejkholderi mogu koristiti u analizi likvidnosti, promena u tokovima gotovine i izvora promena, razlika neto dobitka i neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti. Nedostatak indirektna u odnosu na direktnu metodu je činjenica da ne olakšava analizu i poređenje pojedinačnih priliva i odliva gotovine iz poslovnih aktivnosti, s jedne i povezanih prihoda i rashoda s druge strane.

#### 2.2.4. Preporuke profesionalnih institucija o načinu izveštavanja

Klasifikacija novčanih tokova na poslovne, investicione i finansijske tokove gotovine je opšteprihvaćena u računovodstvenoj teoriji i praksi, ali je način sastavljanja poslovnog dela izveštaja o novčanim tokovima različito interpretiran. Američki, međunarodni i odbor za računovodstvene standarde Velike Britanije preporučuju korišćenje direktne metode za izveštavanje o novčanim tokovima iz poslovnih aktivnosti. Pored toga što je kod kreatora standarda izražena sklonost prema korišćenju direktne metode, kompanijama je dozvoljena primena indirektna kao alternativne metode. Preporuka američkog odbora za standarde finansijskog računovodstva za izbor direktne metode, rezultat je mišljenja da je direktna metoda informativnija. Interesantan je podatak da veliki broj kompanija bira mogućnost korišćenja indirektna metode, zanemarujući preporuke Odbora. *Meigs* i *Meigs*<sup>61</sup> ističu da je ovakav trend među američkim kompanijama zabeležen od 1989. godine, a kao važan razlog se navodi činjenica da je Odbor opteretio kompanije koje koriste direktnu metodu dodatnim obavezama vezanim za izveštavanje. Preduzeća koje koriste direktnu metodu imaju obavezu objavljivanja dopunskih beleški, koje ilustruju postupak izračunavanja neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti indirektnom metodom<sup>62</sup>. Kompanije koje u svojim izveštajima o novčanim tokovima koriste indirektnu metodu, nemaju obavezu dopunskog obelodanjivanja. Nametanjem ovakvih obaveza kompanijama, napori odbora za podsticanje korišćenja direktne metode ozbiljno slabe.

Odbor za računovodstvene standarde Velike Britanije (*ASB*) dozvoljava primenu direktne ili indirektna metode za sastavljanje i prikazivanje izveštaja o novčanim tokovima. Odredbama standarda *FRS 1*<sup>63</sup> zahteva se posebno prikazivanje usklađivanja neto dobitka i neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti ukoliko se izveštaj prikazuje po direktnoj metodi. Odbor za međunarodne računovodstvene standarde u okviru *MRS 7 – Izveštaj o tokovima gotovine*<sup>64</sup> pruža mogućnost za izveštavanje o tokovima gotovine iz poslovnih aktivnosti koristeći direktnu ili indirektnu metodu, pri čemu se podstiče izveštavanje primenom direktne metode. Obrazloženje preporuke je u činjenici da direktna metoda pruža informacije koje mogu biti korisne u proceni budućih tokova gotovine, što se ujedno navodi i kao nedostatak indirektna metode.

---

<sup>61</sup> Meigs, R.F., Meigs, W.B., op. cit., str. 897.

<sup>62</sup> Financial Accounting Standards Board, op. cit., paragraf 30.

<sup>63</sup> Accounting Standards Board, Financial Reporting Standard 1 - Cash Flow Statements, 1996, paragraf 58.

<sup>64</sup> Odbor za međunarodne računovodstvene standarde, Međunarodni računovodstveni standard 7 – Izveštaj o tokovima gotovine, op. cit., paragraf 19.

Kreatori računovodstvenih standarda zagovaraju mišljenje da je direktna metoda bolja po pitanju predviđanje budućih novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti, što se često ističe i u stručnoj literaturi. Ipak, računovodstvena praksa pokazuje da indirektna metoda zahvaljujući njenim karakteristikama nekada omogućava bolju procenu budućih poslovnih novčanih tokova. Rezultati istraživanja sprovedenog među kineskim kompanijama<sup>65</sup> pokazuju da indirektna metoda omogućava bolju predvidivost budućih novčanih tokova od direktne metode. Prednost indirektna metode autori istraživanja vezuju za dinamične ekonomije koje pokazuju manje stabilan rast. Indirektna metoda takođe pokazuje veću sposobnost u predviđanju budućih novčanih tokova kod kompanija sa nestabilnim poslovanjem, odnosno velikom varijabilnošću rasta prodaje. Ipak, brojne američke i australijske studije su pokazale da je procena budućih novčanih tokova bolja primenom direktne metode, što se prema mišljenju autora *Ding, Jeanjean i Stolowy* može povezati sa nivoom privrednog razvoja navedenih ekonomija.

Američka, engleska i međunarodna računovodstvena regulativa ohrabruju kompanije da koriste direktnu metodu za prezentovanje informacija o novčanim tokovima, ali ih ne obavezuju. Obavezno korišćenje direktne metode za sastavljanje izveštaja o novčanim tokovima, praksa je u sistemu finansijskog izveštavanja Kine (*Accounting Standards for Enterprises No. 31 - Cash Flow Statements*<sup>66</sup>), pri čemu se propisuje i naknadno obelodanjivanje usklađivanja neto dobitka i neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti. Kineske kompanije čije se hartije od vrednosti kotiraju na berzi imaju obavezu da novčane tokove po osnovu poslovnih aktivnosti obelodanjuju po direktnoj i indirektnoj metodi istovremeno. Obaveznom primenom obe metode, regulatorne institucije nastoje da investitorima pruže pomoć u procesu procene budućih performansi kompanije.

Obavezna praksa izveštavanja o novčanim tokovima direktnom metodom je bila zastupljena i u Australiji do 2007. godine, kada je australijski odbor za računovodstvene standarde (*Australian Accounting Standards Board – AASB*) izmenama i dopunama standarda *AASB 107 - Cash Flow Statements*<sup>67</sup> uskladio način izveštavanja o novčanim tokovima sa zahtevima međunarodnog standarda MRS 7. Mnogi korisnici finansijskih izveštaja, pre svega kreditori, zahtevaju korišćenje direktne metode za prezentovanje informacija o novčanim tokovima, što se argumentuje činjenicom da je direktna metoda konzistentnija sa ciljem izveštavanja o novčanim tokovima i obezbeđuje detaljne informacija o prilivima i odlivima gotovine.

Indirektna metoda je obavezujuća metoda sastavljanja izveštaja o novčanim tokovima u Španiji i Italiji. Ostale zemlje članice Evropske unije uglavnom imaju mogućnost izbora između direktne i indirektna metode, pri čemu praksa pokazuje da je indirektna metoda prisutnija. Regulativa Norveške i Švajcarske takođe omogućava pravo izbora metode izveštavanja o novčanim tokovima iz poslovanja.<sup>68</sup>

---

<sup>65</sup> Ding, Y., Jeanjean, T., Stolowy, H., *Usefulness of Disclosing Both Direct and Indirect Cash Flows: An Empirical Study*, Workshop Comptabilite Audit Publication, IAE Paris, 2006, str. 14.

<sup>66</sup> Ministarstvo finansija Republike Kine, *Accounting Standards for Enterprises No. 31 - Cash Flow Statements*, 2006, paragraf 8.

<sup>67</sup> Australian Accounting Standards Board, *Australian Accounting Standards Board No. 107 - Cash Flow Statements*, 2007, paragraf 18.

<sup>68</sup> Accounting Advisory Forum of European Union, op.cit., str. 80.

## II ANALIZA NOVČANIH TOKOVA U FUNKCIJI PROCENE PERFORMANSI PREDUZEĆA

Korisnici finansijskih izveštaja su suočeni sa nemogućnošću da računovodstveni sistem zadovolji sve informacione potrebe, ali i sa ograničenjima koja su vezana za kvalitet finansijskih informacija. Potreba procene kvaliteta informacija koje su sadržane u finansijskim izveštajima se odnosi pre svega na procenu kvaliteta dobitka i finansijske strukture preduzeća. Kvalitet je prisutan u meri u kojoj dobitne i finansijsko-strukturne performanse odgovaraju ekonomskoj realnosti. Informacije o novčanim tokovima mogu imati značajnu ulogu u proceni performansi preduzeća i analizi kvaliteta pokazatelja koji su zasnovani na informacijama iz drugih finansijskih izveštaja.

Proizvod razvoja računovodstvene profesije u SAD-u jeste upotreba racio pokazatelja u cilju analize finansijskih izveštaja. Finansijski pokazatelji u čijoj osnovi se nalazi otkrivanje korelacionih veza između logički povezanih delova finansijskih izveštaja, predstavljaju centralni deo finansijske analize preduzeća. Obračun pokazatelja i interpretacija dobijenih vrednosti predstavlja osnovu za ocenu i projekciju finansijskog položaja i zarađivačke sposobnosti preduzeća. Pokazatelj tekuće likvidnost je prvi finansijski pokazatelj zabeležen u stručnoj literaturi. Pojavljivanje pokazatelja likvidnosti se vezuje za kraj XIX veka kada je korišćen u cilju kreditne analize prilikom odobravanja kratkoročnih pozajmica. Tokom istorije analitičari u teoriji i praksi su razvili veliki broj pokazatelja čija je upotreba široko rasprostranjena.

Početak pedesetih godina XX veka, analiza novčanih tokova je korišćena u cilju procene hartija od vrednosti američkih kompanija za proizvodnju i preradu nafte.<sup>69</sup> Zahvaljujući sve većoj zastupljenosti u stručnoj literaturi i finansijskoj štampi, upotreba koncepta novčanih tokova za procenu prinosa i finansijske snage se proširila i u Evropi. Imajući u vidu informacioni značaj novčanih tokova za stejkholdere preduzeća, analiza finansijskih izveštaja postaje efektivna samo ukoliko uključuje i pokazatelje zasnovane na novčanim tokovima. U suprotnom analitičari ne analiziraju raspoložive informacije adekvatno. Cash flow pokazatelji imaju potencijal koji povećava korisnost finansijskog izveštavanja i analize. Prvobitno su korišćeni isključivo tradicionalni cash flow pokazatelji zasnovani na obračunskim kategorijama bilansa uspeha. Dobitak pre kamata, poreza i amortizacije (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization – EBITDA*) se najčešće u literaturi i praksi koristi kao merilo poslovnog novčanog toka preduzeća. Odlivi po osnovu plaćenih kamata i poreza umanjuju vrednost poslovnog novčanog toka koji se utvrđuje na osnovu izveštaja o novčanim tokovima, a dobitak je iskazan pre kamata, poreza i amortizacije, tako da se *EBITDA* može smatrati precenjenim merilom neto toka gotovine iz poslovanja.

Uključivanjem izveštaja o novčanim tokovima u set finansijskih izveštaja analitičarima su na raspolaganju nove korisne informacije za finansijsku analizu. Mnogi autori ističu značaj uključivanja cash flow pokazatelja zasnovanih na informacijama iz izveštaja o tokovima gotovine. Poslovni novčani tok kao merilo performansi je manje podložan

---

<sup>69</sup> Istraživanje Perry Masson-a navedeno prema: Ranković, J., *Upravljanje finansijama preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1997, str. 163.



uobičajavanju nego dobitak.<sup>70</sup> S obzirom da obračun pojedinih komponenti neto dobitka podrazumeva računovodstvene procene, vrednovanje, razgraničavanja i alokacije, može se reći da utvrđivanje neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti prati manji stepen subjektivnosti.

Finansijski pokazatelji danas predstavljaju široko zastupljene analitičke instrumente koji se koriste u proceni performansi preduzeća. U zavisnosti od toga koje performanse mere, finansijski pokazatelji se mogu grupisati u pokazatelje likvidnosti, profitabilnosti, efikasnosti, finansijskog leveridža i tržišne pokazatelje. Reč je o opšteprihvaćenoj podeli finansijskih pokazatelja, ali se pojedinačna merila i predstavnici pomenutih grupa mogu razlikovati u zavisnosti od preferencija korisnika i shvatanja njihove korisnosti u konkretnoj analizi.

Sa aspekta elemenata koji ih determinišu pokazatelji se mogu klasifikovati kao pokazatelji zasnovani na novčanim tokovima i ostali finansijski pokazatelji. Sve češće se u istraživanjima koja se bave analizom korisnosti finansijskih pokazatelja nastoji istražiti važnost pokazatelja zasnovanih na novčanim tokovima i posmatrajući ih kao posebnu grupu indikatora, iako bi se oni pojedinačno mogli grupisati u druge grupe. *Mulford* i *Comiskey*<sup>71</sup> novčane tokove posmatraju kao svetionik koji investitore, kreditore i ostale stejkholdere preduzeća vodi kroz rizične vode moderne finansijske analize. *Giacomino* i *Mielke* su odmah nakon usvajanja SFAS 95 uveli cash flow pokazatelje u procenu performansi preduzeća. U publikaciji iz 1993<sup>72</sup> predlažu korišćenje devet pokazatelja koji su zasnovani na novčanim tokovima, koristeći pre svega novčane tokove po osnovu poslovnih aktivnosti. Pokazatelji se koriste za procenu dovoljnosti (*Sufficiency*) i efikasnosti (*Efficiency*). Sposobnost preduzeća da odgovori na sopstvene potrebe za novčanim sredstvima i ocena u kom obimu preduzeće generiše neto novčani tok iz poslovanja u posmatranom periodu se koriste u cilju procene performansi preduzeća relativno u odnosu na druga preduzeća ili tokom određenog perioda.

## 1. PROCENA PRINOSNE POZICIJE PREDUZEĆA

Koncept novčanih tokova je u svetu bio zastupljen i u početnoj fazi razvoja finansijske analize. Velika Britanija je primer zemlje u kojoj<sup>73</sup> se cash flow koncept nije koristio u svrhu procene finansijske i prinოსne snage preduzeća. Smatralo se da izuzetno dobri propisi za polaganje računa omogućavaju korišćenje prikazanog rezultata kao prikladnog sredstva procene prinოსne snage preduzeća. Postojanje kvalitetnih pravila bilansiranja i njihova efikasna primena opredeljuje ekonomsku realnost iskazanih performansi preduzeća. Ipak, u vreme sve većih informacionih zahteva, finansijskih

---

<sup>70</sup> Sloan, G.R., Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?, *The Accounting Review*, vol. 71, br. 3./1996, str. 291.

<sup>71</sup> Mulford, C.W., Comiskey, E.E., *Creative Cash Flow Reporting: Uncovering Sustainable Financial Performance*, op. cit., str. 1.

<sup>72</sup> Giacomino, D.E., Mielke, D.E., Cash Flows: Another Approach to Ratio Analysis, *Journal of Accountancy*, br. 3/1993, str. 55.

<sup>73</sup> Ranković, J., *Upravljanje finansijama preduzeća*, op. cit., str. 164.

prevara i zastupljene prakse kreativnog finansijskog izveštavanja koncept novčanih tokova postaje sve više zastupljen i koristi se uporedo sa konceptom dobitka.

Profitabilnost preduzeća se može sagledati sa raznih aspekata, tako da pokazatelji profitabilnosti prihoda, profitabilnosti ukupne imovine i vlasničkog kapitala predstavljaju važne instrumente procene prinosne snage preduzeća. Dobitna ostvarenja predstavljaju polaznu osnovu za procenu prinosne snage preduzeća. Da bi periodični rezultat bio upotrebljiv u svrhe procene prinosne snage preduzeća, neophodno je da realno prikazuje zarađivačku sposobnost preduzeća. Potcenjivanje i precenjivanje determinanti poslovnog rezultata narušava njegovu upotrebnu vrednost, što svakako utiče na kvalitet odluka investitora i ostalih stejkholdera preduzeća. Nepoverenje u periodične rezultate uslovljeno mogućim potcenjivanjima i precenjivanjima u granicama važećih principa bilansiranja, glavni je razlog korišćenja novčanih tokova kao instrumenta za procenu zarađivačke sposobnosti preduzeća.

Pokazatelji zasnovani na novčanim tokovima se ne mogu koristiti kao supstituti pokazatelja zasnovanih na tokovima rentabiliteta, već kao dopunski instrumenti analize. Za stvaranje potpune slike uspešnosti preduzeća, najbolje je istovremeno analizirati performanse zasnovane na dobitku i novčanim tokovima. Dobitak iz poslovanja stejkholderima preduzeća pruža sigurnost da preduzeće uspešno posluje i da mogu očekivati namirenje sopstvenih potraživanja. Analiza novčanih tokova može da potvrdi procenjenju prinosnu snagu preduzeća. Poređenjem poslovnog dobitka sa novčanim tokom iz poslovanja, zaključak o iskazanoj profitabilnosti je merodavniji. Rast poslovnih prihoda i poslovnog dobitka tokom perioda, praćen rastom neto novčanog toka iz poslovanja, najbolje pokazuje da se radi o realno iskazanoj i uglavnom zadovoljavajućoj meri profitabilnosti preduzeća. Neuobičajeno odstupanje poslovnih prihoda i rashoda od priliva i odliva po istom osnovu, upućuje na ispitivanje zapaženih trendova i, u skladu sa dodatnim informacijama, ocenjivanje stvarnih performansi preduzeća. Odnos i promene odnosa pokazatelja prinosne snage koji su zasnovani na dobitku i cash flow pokazatelja prinosne snage mogu unaprediti ocenu i analizu sposobnosti preduzeća da ostvari prinose za vlasnike, ali i da zadovolji ciljeve ostalih stejkholdera preduzeća.

### **1.1. Profitna i gotovinska marža**

Profitna marža predstavlja često korišćeno merilo profitabilnosti od strane investitora i poverilaca preduzeća. Veća vrednost profitne marže ukazuju na povećanje zarađivačke sposobnosti preduzeća. Odnos između dobitka i prihoda od prodaje pokazuje i efikasnost upravljanja troškovima u odnosu na prihode od prodaje. Za potrebe utvrđivanja profitne marže najčešće se u literaturi koristi dobitak pre kamata i poreza (*Earnings Before Interest and Taxes - EBIT*). Prilagođeno domaćoj praksi finansijskog izveštavanja, reč je o neto dobitku koji je uvećan za troškove kamata korigovane za poreske uštede. Odbijanjem kamata i poreza od neto dobitka izuzima se uticaj koji razlike u strukturi kapitala i oporezivanja mogu imati na dobitak. Profitne marže se mogu utvrđivati i na osnovu drugih oblika dobitka kao što su poslovni dobitak, dobitak pre odbitka kamata, poreza i amortizacije, zatim dobitak pre odbitka poreza ili neto dobitak posle oporezivanja. Analiza dobitnosti prihoda (*Return on Sale*) najčešće

podrazumeva utvrđivanje stope neto dobitka (*Profit Margin*) i stope poslovnog dobitka (*Operating Margin*).

Preduzeća čiji prihodi od prodaje rastu iz perioda u period, kao i profitabilnost merena profitnom maržom, potvrdu dobitnosti prihoda dobijaju i u pozitivnom trendu neto novčanog toka iz poslovanja. Negativan iznos neto gotovine iz poslovanja ne mora značiti da je profitabilnost preduzeća ugrožena. Ukoliko se radi o kratkoročno većim odlivima gotovine u odnosu na prilive iz poslovanja moguće je da se preduzeće nalazi u početnoj fazi rasta. Važno je ispitati razloge nezadovoljavajuće pozitivnog ili negativnog neto novčanog toka iz poslovanja. U tom ispitivanju značajnu ulogu ima poređenje kategorija profitabilnosti i cash flow veličina. Ocena profitabilnosti preduzeća može biti upotpunjena korišćenjem Gotovinske marže (*Cash Gross Margin*) koja predstavlja odnos novčanog toka iz poslovanja i prihoda od prodaje. Upotrebna vrednost pokazatelja se povećava dekomponovanjem dobitka i novčanog toka na pojedinačne determinante. *White, Sondhi i Fried*<sup>74</sup> osim gotovinske marže predlažu i upotrebu pokazatelja kvaliteta prihoda (*Cash Collections/Sales Ratio*), kao i pokazatelja koji je zasnovan na odnosu gotovinskih inputa i troškova prodatih proizvoda (*Cash Inputs/COGS Ratio*).

Poređenjem trenda profitne i gotovinske marže, posmatranjem kretanja stepena učešća priliva od prodaje u prihodima od prodaje i učešća odliva po osnovu proizvodnje prodatih proizvoda u troškovima prodatih proizvoda, mogu se otkriti razlozi odstupanja i pronaći način da se odstupanja i negativni trendovi zaustave. Nizak stepen naplate u odnosu na iskazane prihode od prodaje može ukazati na problem naplativosti koji će uticati na nižu vrednost gotovinske marže u odnosu na profitnu maržu. Visoka vrednost gotovinske marže može biti rezultat procentualno visoke naplate potraživanja po osnovu prodaje, ali i smanjenja isplata dobavljačima.

Iako neki autori često ističu da cash flow pokazatelje prinosne snage treba koristiti oprezno, uspešne kompanije u svetu već dugo prate trend novčanih tokova i ispituju ključne pokretače tih tokova. Investitori su zainteresovani za profitabilne i rastuće kompanije, ali i za sposobnost generisanja slobodnog novčanog toka. Posebno se ističe značaj neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti i slobodnog novčanog toka kao pouzdanih merila finansijskih performansi preduzeća. Slobodnim se smatra neto novčani tok iz poslovanja umanjen za preferencijalne dividende i neto kapitalne izdatke. Marža slobodnog novčanog toka (*Free Cash Margin Index*) je instrument analize koji u svojim izveštajima koristi nezavisna istraživačka organizacija pod nazivom *The Georgia Tech Financial Analysis Lab*<sup>75</sup>. Unapređenje slobodne gotovinske marže se prati na nivou grupe kompanija, po industrijskim granama i za pojedinačna preduzeća. Indikator po kome se slobodan novčani tok posmatra kao procenat ostvarenih prihoda od prodaje pokazuje koji deo prihoda od prodaje ostaje vlasnicima kapitala u obliku slobodnog novčanog toka. Raspodela tog dela prihoda u obliku slobodnog novčanog toka ne ugrožava sposobnost preduzeća da generiše buduću neto novčani tok. Prihodi, neto profitna marža, bruto profitna marža, period vezivanja zaliha, potraživanja i obaveze iz poslovanja, porez na dobit i neto kapitalni izdaci su faktori koji se prate

---

<sup>74</sup> White, G.I., Sondhi, A.C., Fried, op. cit., str. 134.

<sup>75</sup> Cash Flow Trends and Their Fundamental Drivers: Comprehensive Industry Review, [www.mgt.gatech.edu/finlab](http://www.mgt.gatech.edu/finlab).

tokom perioda procentualno u odnosu na prihode od prodaje i njihov trend opredeljuje kretanje i vrednost *Free Cash Flow* marže.

## 1.2. Prinos na imovinu

Investitori, kreditori i ostali poverioci preduzeća sopstvena sredstva plasiraju u preduzeće očekujući sigurnost plasmana i zadovoljavajući prinos na uložena sredstva. Prinose je najčešće neopravdano očekivati ukoliko menadžment preduzeća ne uspeva da, aktivnostima koje sprovodi, ostvari prinos na raspoloživu imovinu. Koncept prinosa na investicije je univerzalan, ali su metode njegovog merenja veoma raznolike u zavisnosti od kategorije profita koja se koristi i od investiranog kapitala. Ukoliko se želi pratiti poslovna efikasnost preduzeća u celini, utvrđuje se prinos na ukupnu aktivu. Prinos se može utvrđivati u odnosu na ukupno investirani kapital, vlasnički kapital ili samo na kapital koji su investirali akcionari.

Stopu prinosa na ukupnu imovinu (*Return on Assets – ROA*) analitičari tradicionalno posmatraju kao ključni indikator prinorsne snage preduzeća. Stopa pokazuje sposobnost ostvarivanja zarade na ukupnu imovinu. Profitabilnost preduzeća se najbolje sagledava istovremenim uvažavanjem efekata profitne marže i obrta imovine u toku posmatranog perioda, jer je tako utvrđena stopa korisnija za donošenje odluka. Visina ekonomičnosti merena stopom dobitnosti prihoda i efikasnost upravljanja imovinom uslovljavaju visinu stope prinosa na ukupno uloženi kapital. Prinos na ukupan kapital se može posmatrati na bruto i neto osnovi<sup>76</sup>. Bruto prinos na ukupno uloženi kapital zavisi od stope prinosa poslovnih prihoda i efikasnosti sredstava. Neto prinos na ukupno uloženi kapital se razlikuje u činjenici da se profitna marža utvrđuje na osnovu neto dobitka uvećanog za troškove kamata koji su korigovani za poreske uštede.

Razlaganje stope prinosa na imovinu na pojedinačne determinante je važno kako bi se utvrdilo na koji način preduzeće postiže profitabilnost. Niže i opadajuće vrednosti stope prinosa na ukupnu imovinu mogu pokazivati da preduzeće ima problem sa neefikasnim upravljanjem imovinom od strane menadžmenta ili je profitna marža na nezadovoljavajućem nivou usled niže vrednosti dobitka. Stepem efikasnosti imovine pojačava uticaj povećanja profitne marže ili ublažava uticaj smanjenja marže na profitabilnost. Preduzeća sa visokim kapitalnim ulaganjima čije se zalihe, potraživanja i stalna imovina obrću mali broj puta u toku posmatranog perioda, za ostvarivanje profitabilnosti težište stavljaju na dobitak i veću maržu. Kod maloprodajnih preduzeća koja karakteriše brz obrt imovine, prinos je moguće ostvariti i uz nižu profitnu maržu. Proizvodna preduzeća mogu imati značajno različite pokazatelje obrta imovine, tako da građevinska preduzeća karakteriše niža vrednost pokazatelja obrta u odnosu na proizvođače hrane<sup>77</sup>.

Sposobnost preduzeća da generiše neto gotovinu iz poslovanja korišćenjem ukupne imovine može se pratiti pomoću pokazatelja Novčani prinos na imovinu (*Cash flow ROA Ratio – CFROA*). Jak novčani prinos na imovinu može pomoći u generisanju

---

<sup>76</sup> Rodić, J., Vukelić, G., Andrić, M., *Teorija, politika i analiza bilansa*, op. cit., str. 207.

<sup>77</sup> White, G.I., Sondhi, A.C., Fried, op. cit., str. 147.

budućih investicija. Pozitivan odnos i povoljan trend obe stope prinosa na imovinu poveriocima pružaju sigurnost da preduzeće uspeva da ostvari prinos na imovinu korišćenu u poslovanju. Znatno niža ili opadajuća vrednost novčanog prinosa na imovinu u odnosu na stopu prinosa na ukupnu imovinu, rezultat je odstupanja neto novčanog toka iz poslovanja u odnosu na dobitak, što može biti uzrokovano povećanjem potraživanja ili zaliha neproporcionalno sa kretanjem prihoda od prodaje, smanjenjem obaveza ili je rezultat izmanipulisanog dobitka. Korisnost *CFROA* stope može biti veća ukoliko se poredi sa pokazateljem reinvestiranja. Često niža stopa novčanog prinosa može biti rezultat većeg obima reinvestiranja u imovinu preduzeća, odnosno povećanja obima poslovanja, što je bitna informacija prilikom tumačenja visine i trenda stope prinosa.

Prinosni položaj preduzeća u budućim periodima poslovanja zavisi od dosadašnjih ostvarenja po pitanju oplodnje imovine preduzeća i stope generisanja neto gotovine iz poslovanja. Upravo iz tog razloga je važno ispitati da li se faktori stopa prinosa, na postojećem zavidnom nivou, mogu posmatrati kao izvor povoljne stope prinosa i u narednim periodima. To zavisi od toga da li su faktori koji utiču na stopu prinosa na imovinu i stopu novčanog prinosa na imovinu održivi ili tranzitorni. Kvalitet tekuće stope prinosa na imovinu preduzeća opredeljuje buduću prinosnu snagu imovine, a kvalitet zavisi od udela održivih i prolaznih elemenata u ukupno iskazanom dobitku preduzeća. Ukoliko je tranzitorni deo veći od održivog dela stope, kvalitet prikazane stope prinosa je narušen, tako da prikazana profitabilnost ne može biti pouzdana osnova za procenu budućeg prinosa imovine preduzeća.<sup>78</sup> U tom slučaju je za projektovanje budućih performansi poželjno koristiti samo održivu stopu prinosa na imovinu.

Po istom principu se može posmatrati upotrebna vrednost stope novčanog prinosa na imovinu u zavisnosti od njene strukture. Neto novčani tok iz poslovanja za posmatrani period je prikazan u izveštaju o novčanim tokovima, ali ne znači da su prikazani izvori i način upotrebe gotovine održivi i u narednim periodima. Rastući i stabilan neto novčani tok iz poslovanja je dobra pretpostavka rastuće stope novčanog prinosa na imovinu i profitabilnosti u budućnosti. Ukoliko je povoljan neto novčani tok iz poslovanja rezultat privremenih priliva i trenutno manjih odliva gotovine, interno generisana neto gotovina ne može biti realan parametar procene budućih ostvarenja preduzeća. Najbolje je jednokratne prilive i odlive gotovine isključiti prilikom utvrđivanja poslovnog novčanog toka. Za novčane tokove koji se pojavljuju redovno i sa promenljivim iznosima, poželjno je uprosečavanje tokom perioda. Odlivi po osnovu restrukturiranja, otpremnina, povećanih izdvajanja za penzione planove, poravnanja za sudske postupke, prilivi ili odlivi po osnovu poslovanja koje se obustavlja, prilivi po osnovu povraćaja poreza i poreske uštede po osnovu privremenih troškova, primeri<sup>79</sup> su novčanih tokova koje treba identifikovati i isključiti iz osnove za predviđanje budućih ostvarenja preduzeća.

---

<sup>78</sup> Malinić, D., Prepoznavanje bilansnih rizika, *Ekonomika preduzeća*, specijalni broj Tajne bilansa: menadžerski pristup, Savez ekonomista Srbije, Beograd, 2009, str. 171.

<sup>79</sup> Malinić, D., *Cash Flow kao instrument otkrivanja poslovno - finansijskih rizika*, zbornik radova *Četrdeset godina računovodstva i poslovnih finansija – dometi i perspektive*, XL simpozijum, Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, 2009, str. 59.

Uspešna nemačka hemijska i farmaceutska kompanija *Bayer Health Care*<sup>80</sup> kao merila prinorne snage koristi pokazatelje zasnovane na novčanim tokovima. Među prvima u Nemačkoj su započeli razvoj sistema menadžment vrednosti (*Value Management System*) koji se koristi za planiranje, kontrolu i nadzor preduzeća. Za merenje prinorne snage kompanija koristi novčani prinos na imovinu (*Cash Flow Return on Investment - CFROI*), bruto novčani tok (*Gross Cash Flow*), neto novčani tok (*Net Cash Flow*) i pokazatelj dodate vrednosti (*Cash Value Added – CVA*). Želeći da zadovolje interese akcionara, menadžeri nastoje da povećaju vrednost vlasnicima kapitala, što znači da moraju razumeti pokretače vrednosti u kompaniji kojom upravljaju i pronaći sopstvena merila vrednosti. Prema mišljenju Damodarana<sup>81</sup>, sve češće se među konsultantskim preduzećima u SAD-u kao merila vrednosti koriste novčani prinos na imovinu i ekonomska dodata vrednost.

### 1.3. Prinos na kapital

Prinos na kapital se može posmatrati sa aspekta ukupnog sopstvenog kapitala, sa aspekta akcionarskog kapitala ili u odnosu na ukupno investirani kapital. Prinos na vlasnički kapital pokazuje profitabilnost i poslovnu efikasnost u korist vlasnika kapitala. Profitabilnost neto imovine preduzeća se može meriti stopom prinosa na sopstveni kapital (*Return on Equity – ROE*). Stopa pokazuje odnos neto dobitka i prosečne knjigovodstvene vrednosti sopstvenog kapitala. Uticaj neto profitne marže i brzine obrta vlasničkog kapitala na prinos vlasničkog kapitala je nezaobilazan, a promene su proporcionalne kretanju stope prinosa na sopstveni kapital. Zadovoljavajuća stopa prinosa i pozitivan trend stope može biti rezultat prihvatanja profitabilnih investicionih projekata i uspešno upravljanje troškovima. Takođe može biti i rezultat visokog stepena zaduženosti preduzeća. Prinos na kapital je ključna karakteristika kompanija i ukupne tržišne ekonomije jer podstiče investicije u industriju, rast bruto domaćeg proizvoda, zapošljavanje, državni prihod od poreza itd.<sup>82</sup>

Novčani prinos na kapital (*Cash Flow ROE*) pokazuje sposobnost preduzeća da iz ostvarenog neto novčanog toka iz poslovanja izvrši povraćaj investiranog vlasničkog kapitala. Visoka vrednost *ROE* pokazatelja uzrokovana profitabilnim ulaganjima, najčešće za rezultat ima i zadovoljavajuću vrednost novčanog prinosa na sopstveni kapital. Smanjenje profitne stope prinosa uz smanjenje novčanog prinosa izražava pogoršanje zarađivačke sposobnosti preduzeća. Stabilna stopa prinosa na sopstveni kapital tekućeg perioda i predviđena povoljna stopa za naredne periode, uz neodržive neto tokove gotovine iz poslovanja dovodi u pitanje ostvarenje prinosa u meri u kojoj je to predviđeno. Niža trenutna stopa prinosa na sopstveni kapital uz stabilan rast neto novčanog toka iz poslovanja i novčanog prinosa na sopstveni kapital, značila bi da su prinosi na vlasnički kapital u narednom periodu izvesniji. Smanjenje *ROE* praćeno rastom novčanog prinosa može biti posledica pojačanog stvaranja latentnih rezervi, a ne opadanja prinorne snage.

---

<sup>80</sup> Bayer Group, Godišnji finansijski izveštaji kompanija, [www.annualreport2013.bayer.com](http://www.annualreport2013.bayer.com).

<sup>81</sup> Damodaran, A., *Damodaran o valuaciji - Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne finansije*, Mate d.o.o., Zagreb, 2010, str. 22.

<sup>82</sup> Kothari, J., Barone, E., op. cit., str. 299.

Ocena tekuće i buduće profitabilnosti preduzeća koja se zasniva na korišćenju stopa prinosa, zavisi od visine i trenda *ROA* i *ROE* stope pojedinačno i njihovog odnosa tokom posmatranog perioda. Zaostajanje *ROA* i *ROE* stope u odnosu na konkurentska preduzeća ili u odnosu na prosečna ostvarenja u grani, približavanje *ROA* nivou *ROE* i pad *ROA* ispod nivoa kamatne stope, primeri su upozoravajućih signala da je profitabilnost, a samim tim i tržišna vrednost preduzeća ugrožena<sup>83</sup>. Negativno odstupanje stope prinosa na ukupnu imovine i/ili stope prinosa na vlasnički kapital, od predviđenih vrednosti na nivou preduzeća ili od prosečnih vrednosti karakterističnih za posmatranu granu, ukazuje na problem preduzeća sa ostvarenjem profitabilnosti. Analizom stopa prinosa, kroz ispitivanje profitabilnosti dobitka, obrta imovine i obrta sopstvenog kapitala, mogu se naslutiti i identifikovati uzročnici nepovoljne profitabilnosti. Potrebno je detaljno analizirati promene prihoda i rashoda preduzeća i brzinu obrta pojedinačno za ključne kategorije imovine.

Prinos na ukupno investirani kapital je indikator sposobnosti preduzeća da stvori prinos za sve investitore. Pod investiranim kapitalom<sup>84</sup> se podrazumevaju sopstveni i dugoročni pozajmljeni kapital. Novčani prinos na investirani kapital prati sposobnost generisanja poslovnog novčanog toka posmatrano sa aspekta ukupno investiranog dugoročnog kapitala. Praćenje novčanih prinosa tokom perioda i u odnosu na prosek grane se može posmatrati kao vodič koji pomaže da se i ubuduće generiše povoljan novčani prinos za investitore i kreditore.

## **2. PROCENA INVESTICIONIH MOGUĆNOSTI PREDUZEĆA**

### **2.1. Merila investicionih mogućnosti preduzeća**

Dugoročan razvoj i stabilnost preduzeća zahteva ulaganje u poslovanje, kapitalna i ostala investiciona ulaganja. Normalno funkcionisanje preduzeća podrazumeva reinvestiranje u obrtna sredstva i stalnu imovinu i obezbeđivanje izvora finansiranja poslovnih i investicionih potreba. Svako povećanje obima poslovanja, tehnološki rast i razvoj uslovljavaju rast potreba za dodatnim investiranjem, što u velikoj meri zavisi od investicionih mogućnosti preduzeća.

Investiciona mogućnost preduzeća između ostalog zavisi od novčanih tokova raspoloživih za investiranje. Brojni su pokazatelji koji imaju za cilj procenu investicionih mogućnosti preduzeća, ali se razlikuju po načinu definisanja raspoloživih novčanih tokova i oblika investiranja.

Reinvestiranje u neto obrtna sredstva i stalnu imovinu u cilju ostvarenja postojećeg nivoa poslovanja podrazumeva sposobnost internog generisanja novčanih tokova. U kojoj meri preduzeće reinvestiranje finansira iz interno generisanih izvora može se

---

<sup>83</sup> Malinić, D., *Prepoznavanje bilansnih rizika*, op. cit., str. 170.

<sup>84</sup> Rodić, J., Vukelić, G., Andrić, M., *Teorija, politika i analiza bilansa*, op. cit., str. 212.

utvrditi na osnovu pokazatelja reinvestiranja gotovine (*Cash Reinvestment Ratio*)<sup>85</sup>. Za utvrđivanje pokazatelja se koristi neto tok gotovine koji se zadržava u preduzeću u cilju održavanja poslovnih kapaciteta preduzeća, tako da se neto gotovina iz poslovanja umanjuje za izdatke po osnovu dividendi.

Najčešće korišćeno merilo investicionih mogućnosti preduzeća jeste pokriće kapitalnih izdataka neto gotovinom iz poslovanja. Sa aspekta finansijske sigurnosti, poželjna je vrednost pokazatelja viša od 1 što ukazuje na sposobnost preduzeća da iz internih izvora podmiri i deo finansijskih izdataka. Vrednost pokazatelja niža od 1 pokazuje nemogućnost preduzeća da kapitalne izdatke u celini finansira iz internih izvora gotovine. Delimično finansiranje kroz eksterne izvore finansiranja ne mora ugroziti finansijsku fleksibilnost preduzeća imajući u vidu da pozitivni efekti značajnijih kapitalnih ulaganja kroz generisan novčani tok iz poslovanja mogu biti evidentni tek u budućim periodima.

Stepen pokrića kapitalnih izdataka je moguće meriti na osnovu neto novčanog toka iz poslovanja u celini. Postoji i mogućnost da se poslovni neto novčani tokovi koriguju na niže za iznos plaćenih dividend ili na više za neto novčani tok po osnovu finansijskih aktivnosti. Ne treba zanemariti ni prilive iz investicionih aktivnosti kao izvor za finansiranje investicija preduzeća. Iako preduzeće može koristiti gotovinu generisanu po osnovu investicionih i finansijskih aktivnosti za finansiranje poslovnih, investicionih i finansijskih potreba, važno je naglasiti da su novčani tokovi po osnovu poslovnih aktivnosti najvažniji izvor finansiranja. Merilo kapitalnih izdataka mogu biti novčani odlivi po osnovu ulaganja u nekretnine, postrojenja i opremu, ukupni investicioni odlivi ili investicioni neto novčani tok. Prilivi iz investicionih aktivnosti mogu biti korektivna stavka visine bruto kapitalnih izdataka. U zavisnosti od izabranih izvora finansiranja pokrića i načina definisanja kapitalnih izdataka može se obračunati nekoliko varijanti pokazatelja.

S obzirom na informacioni i vrednosni značaj dividendi koje se isplaćuju akcionarima, izdaci po osnovu dividendi se smatraju prioritetom u odnosu na investicione izdatke i mogu činiti determinantu pokazatelja investicionih mogućnosti bilo na strani brojilaca ili imenioca. Izvor pokrića kapitalnih izdataka može biti neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti umanjen za isplaćene dividende. U cilju procene sposobnosti preduzeća da generiše iznos neto gotovine iz poslovnih aktivnosti koji je dovoljan za pokriće kapitalnih izdataka i isplatu dividendi, utvrđuje se pokazatelj cash flow adekvatnosti (*Cash Flow Adequacy Ratio*). Elementi pokazatelja se obično posmatraju zbirno za više godina, kako bi se eliminisao uticaj događaja sezonskog karaktera i ostalih jednokratnih dešavanja. Pokazatelj vrednosti 1 i iznad, pokazuje da preduzeće pokriva navedene potrebe za gotovinom bez dodatnog eksternog zaduživanja, a sve preko toga može koristiti za izmirenje nastalih dugova. Vrednost pokazatelja ispod 1 ukazuje da su interni izvori gotovine nedovoljni za plaćanje dividendi i održavanje postojećeg obima poslovanja.

Postoje i druge varijante pokazatelja koji adekvatnost mere kao pokriće kapitalnih ulaganja, dividendi i dospelog duga iz interno generisanih novčanih tokova. S obzirom na relevantnost sva tri elementa pojedinačno, investitori i kreditori su zainteresovani za

---

<sup>85</sup> Wild, J., Subramanyam, K., Halsey, R., op. cit., str. 391.



rezultate pojedinačnih pokazatelja reinvestiranja (*Reinvestment Ratio*), plaćanja dividendi (*Dividend Payout*) i otplatu dugoročnog duga (*Long-Term Debt Payment*).

Tehničko i tehnološko usavršavanje preduzeća podrazumeva kontinuirana ulaganja, tako da utvrđivanje nivoa investicionih ulaganja u odnosu na ukupne odlive gotovine preduzeća u posmatranom periodu, može biti značajan instrument analize investicionih mogućnosti preduzeća. Pokazatelj učešća investicionih odliva u ukupnim odlivima gotovine i njegov trend tokom posmatranih perioda ukazuje na udeo i kretanje potreba preduzeća za investiranjem u odnosu na ukupne potrebe za gotovinom.

Način finansiranja investicionih izdataka se može pratiti na osnovu pokazatelja koji prate odnos investicionih izdataka sa jedne strane i novčanog toka iz poslovanja i finansiranja sa druge strane. U stručnoj literaturi se mera u kojoj se internim i finansijskim izvorima gotovine pokrivaju investicione potrebe preduzeća naziva marginom sigurnosti preduzeća. Vrednost pokazatelja viša od 1 govori o većoj margini sigurnosti kada je u pitanju zadovoljenje investicionih potreba. Negativna vrednost pokazatelja i niža od 1 pokazuje da preduzeće za finansiranje investicionih potreba koristi i gotovinu iz prethodnih perioda.

Ocena investicionih mogućnosti u tekućem i prethodnim obračunskim periodima se vrši na osnovu informacija u finansijskim izveštajima. Napomene uz finansijske izveštaje informaciono odgovornih kompanija već sadrže determinante neto kapitalnih ulaganja, odnosno stanje materijalne stalne imovine i akumuliranu amortizaciju. Za ocenu prošlih i predviđanje budućih kapitalnih izdataka se koristi neto vrednost koja podrazumeva umanjeње kapitalnih izdataka za iznos amortizacije. Amortizacija se oduzima od kapitalnih izdataka jer se smatra da pozitivni novčani tokovi od amortizacije plaćaju deo kapitalnih izdataka, a samo višak predstavlja odliv novčanih tokova preduzeća.

Za razliku od ocene prošlih i tekućih investicionih mogućnosti, predviđanje kapitalnih izdataka za buduće periode i izvora finansiranja je kompleksniji proces koji podrazumeva sastavljanje planova kapitalnih izdataka i planova finansiranja. Planovi kapitalnih izdataka<sup>86</sup> pružaju uvid u buduće investicione potrebe za održavanje postojeće imovine i investiciona ulaganja u novu imovinu i projekte. Kapitalne investicije, njihova vrednost i vremenski raspored predstavljaju deo plana kapitalnih ulaganja koji je determinisan mogućnostima preduzeća da podnese investicione izdatke. U cilju predviđanja neto kapitalnih ulaganja zajedno sa istorijskim podacima o visini kapitalnih izdataka i akumuliranom amortizacijom imovine pojedinačno, projektuju se nova ulaganja u nekretnine, postrojenja i opremu, vrednost prodaje i tekuća amortizacija.

S obzirom da se u preduzeću smenjuju periodi sa visokim i relativno malim kapitalnim izdacima, ocena tekućih i prognoziranje budućih investicionih mogućnosti na osnovu poslednje godine ne mora prikazati stvarne potrebe za kapitalnim izdacima već će oni vrlo verovatno biti precenjeni ili potcenjeni. Često se pribegava tehnici normalizacije koja se zasniva na uprosečavanju kapitalnih izdataka brojem godina, što ima određene nedostatke i nije primenjivo za sva preduzeća. Na ovaj način utvrđeni kapitalni izdaci ne

---

<sup>86</sup> Ruth, G., op. cit., str. 23.

odražavaju rast preduzeća stoga *Damodaran*<sup>87</sup> smatra da je za uprosečavanje bolje koristiti neto kapitalne izdatke kao procenat prihoda, poslovnog dobitka, amortizacije ili ukupne imovine za nekoliko perioda i na osnovu prosečne stope predviđati kapitalne izdatke u budućim periodima. *Stickney, Brown i Wahlen*<sup>88</sup> smatraju da važna determinanta projektovanja kapitalnih ulaganja može biti procenat prihoda od prodaje, tako da se u budućim periodima može određeni procenat prihoda izdvajati u cilju povećanja kapitalnih ulaganja.

Procena pokriva kapitalnih izdataka interno generisanim novčanim tokovima je važna i kao indikator mogućnosti investiranja preduzeća u finansijske plasmane. Osim kapitalnih izdataka strukturu investiranog kapitala prema mišljenju *Rodić, Vukelić i Andrić*<sup>89</sup> čine investicione nekretnine, učešća u kapitalu drugih pravnih lica, plasirani dugoročni krediti, dugoročne hartije od vrednosti, otkupljene sopstvene akcije i drugi dugoročni plasmani. S obzirom da svaki od navedenih oblika investiranja donosi prinose u obliku prihoda, važno je razmotriti da li i u kojoj meri preduzeće može plasirati slobodna novčana sredstva u finansijske plasmane. Slobodna novčana sredstva mogu biti upotrebljena za nove investicije ili za otplatu duga bez opasnosti narušavanja finansijske ravnoteže. Analiza mogućnosti ulaganja na bazi novčanih tokova treba da bude praćena i analizom neto obrtnog kapitala koji prema mišljenju *Rankovića*<sup>90</sup> ima prednost kao pokazatelj mogućnosti ulaganja. Ukoliko je neto obrtni kapital ostao nepromenjen ili čak smanjen usled povećanja zaliha i potraživanja, ulaganja u nove investicije utiču na pogoršanje finansijske strukture i ugrožavaju likvidnost preduzeća.

## 2.2. Slobodan novčani tok i investicione mogućnosti preduzeća

Koncept slobodni novčani tok upotrebnu vrednost ima i u proceni investicionih mogućnosti. Inicijalni izvor slobodnog novčanog toka je neto novčani tok generisan od strane postojeće poslovne imovine. Neto novčani tok iz poslovanja se umanjuje za investicione izdatke na ime održavanja imovine na postojećem nivou, a u nekim slučajevima se može umanjiti i za planirane nove investicione izdatke. Ukupne investicione izdatke čine izdaci neophodni za održavanje imovine na postojećem nivou i potencijalni novi investicioni izdaci. Visina novih investicionih izdataka zavisi od viška novčanog toka nakon zadovoljavanja postojećih investicionih potreba. Preduzeća često planiraju nove profitabilne investicione projekte, ali se u slučaju viška slobodnog novčanog toka može pribeći i neplaniranim investicionim izdacima, tako da novi investicioni izdaci mogu biti očekivani i neočekivani.

Ukoliko slobodan novčani tok posmatramo kao višak novčanog toka koji je preduzeću na raspolaganju nakon izdataka na ime održavanja imovine na postojećem nivou i finansiranja novih očekivanih investicija, investicione mogućnosti preduzeća su različite. Prema *Richardson-u*<sup>91</sup>, slobodni novčani tokovi se mogu koristiti za

---

<sup>87</sup> Damodaran, A., *Damodaran o valuaciji - Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne finansije*, op. cit., str. 102.

<sup>88</sup> Stickney, C., Brown, P., Wahlen, J., op. cit., str. 1071.

<sup>89</sup> Rodić, J., Vukelić, G., Andrić, M., *Teorija, politika i analiza bilansa*, op. cit., str. 268.

<sup>90</sup> Ranković, J., *Upravljanje finansijama preduzeća*, op. cit., str. 170.

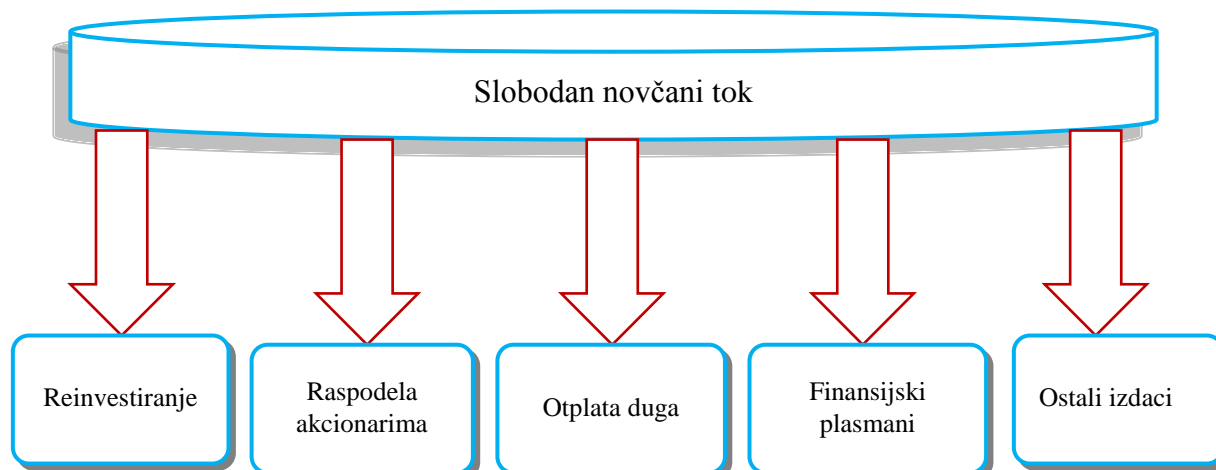
<sup>91</sup> Richardson, S., *Over-investment of Free Cash Flow*, *Review of Accounting Studies*, br. 11/2006, str.166.

investiranje (*Over-investment*), za raspodelu vlasnicima kapitala (*Net Payments to Shareholders*), pokriće obaveza prema kreditorima (*Net Principal Payments to Debt-holders*), neto finansijska ulaganja (*Net Change in Financial Assets*) i u ostale investicione svrhe. Slikoviti prikaz upotrebe slobodnog novčanog toka je predstavljen na slici 3.

Vlasnici kapitala su najviše zainteresovani za visinu reinvestiranja (*Over-investment*) s obzirom na značajne agencijske troškove koji oni izazivaju. Agencijski problem ima za posledicu situacije u kojima se menadžment kompanije opredeljuje za korišćenje interno generisanih novčanih tokova za projekte koji su iz perspektive menadžera korisni, ali su skupi sa stanovišta vlasnika kapitala.

Sa aspekta korporativnih finansija izraz *Over-investment*<sup>92</sup> se vezuje za menadžere koji kompanijom ne upravljaju u skladu sa interesima vlasnika kapitala, jer previše investiraju i najčešće u projekte sa potencijalno negativnom neto sadašnjom vrednošću. Prema empirijskim istraživanjima, preduzeća sa viškom gotovine imaju veće kapitalne izdatke, više izdvajaju za akvizicije, čak i kada investicione mogućnosti nisu povoljne.

Slika 3. Upotreba slobodnog novčanog toka



Izvor: Richardson, S., 2006, str.166.

*Richardson*<sup>93</sup> je istraživao *Over-investment* slobodnog novčanog toka kao sistemski fenomen i zajednički problem američkih kompanija čijim se hartijama od vrednosti javno trguje. Rezultati istraživanja pokazuju da su kompanije u proseku reinvestirale 20% pozitivnog slobodnog novčanog toka, dok je 41% zadržano u obliku gotovine ili kratkoročnih finansijskih plasmana tako da postoji mogućnost reinvestiranja u budućim periodima. Američke kompanije na ime neto odliva vlasnicima kapitala u proseku izdvajaju 13% ukupnog slobodnog novčanog toka, a kreditorima 15%. Kada su u pitanju kompanije sa negativnim slobodnim novčanim tokovima koje investicione projekte finansiraju iz eksternih izvora, verovatnoća rasipanja i realizacije neisplativih

<sup>92</sup> Tumačenje izraza *Over-investment* prikazano na osnovu: <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Overinvestment>.

<sup>93</sup> Preuređeno prema: Richardson, S., op. cit., str. 178.

ulaganja je znatno manja. Rezultati istraživanja pokazuju da kompanije sa negativnim neto novčanim tokom nedostatak interno generisanog novčanog toka nadoknađuju u proseku 37% od investitora, a 31% iz pozajmljenih izvora finansiranja. Kompanije sa negativnim slobodnim novčanim tokom propuštaju niskorizične investicije koje su sa aspekta zaštite interesa kreditora sigurnije i koje bi doprinele povećanju vrednosti kompanije. Neadekvatno zadovoljenje investicionih potreba u tekućem periodu slabi potencijal za generisanje budućeg poslovnog novčanog toka. *Under-investment* fenomen može biti štetan po kompaniju kao i investiranje u neprofitabilne i visoko rizične projekte.

### 3. PROCENA FINANSIJSKE SIGURNOSTI PREDUZEĆA

Dobitne performanse i finansijska sigurnost preduslovi su za uspešno poslovanje preduzeća u dinamičnom tržišnom ambijentu. Uspeh preduzeća, uz prisutnu neizvesnost i rizike, posmatra se kroz sposobnost i veštine menadžmenta da obezbedi i očuva tekuću sposobnost plaćanja i stvori dobre pretpostavke za dugoročno profitabilno poslovanje. S obzirom na prisutne finansijske i poslovne rizike, menadžment ima zadatak da kroz strukturu imovine i način njenog finansiranja, doprinese jačanju dugoročne sigurnosti i stvaranju stabilne osnove za buduće poslovanje.

Finansijska sigurnost preduzeća zavisi od likvidnosti, uslova za održavanje likvidnosti, ali i od stepena zaduženosti preduzeća. Finansijska sigurnost se može ocenjivati na kratak rok ili dugoročno. Kratkoročna finansijska ravnoteža se postiže finansiranjem likvidnih i kratkoročno vezanih sredstava kratkoročnim izvorima finansiranja. Dugoročna finansijska ravnoteža podrazumeva finansiranje dugoročno vezanih sredstava trajnim i dugoročnim pozajmljenim izvorima i obezbeđuje uslove da se likvidnost permanentno održava. Jednačine kratkoročne i dugoročne finansijske ravnoteže odgovaraju zlatnim bilansnim pravilima finansiranja. I pored toga što obezbeđuje uslove za održavanje likvidnosti, stvarno održavanje likvidnosti ne zavisi samo od dugoročne finansijske ravnoteže, već od usklađenosti rokova mobilizacije kratkoročno vezanih sredstava i rokova dospeća kratkoročnih obaveza.

Sposobnost preduzeća da servisira obaveze iz poslovanja i finansijske obaveze, ključni je indikator dobrog finansijskog stanja. Finansijsko zdravlje preduzeća je osnovna briga kreditora, ali i investitora koji svoja potraživanja od preduzeća mogu namiriti samo ukoliko ima dovoljno sredstava za servisiranje duga preduzeća. Finansijski izveštaji pojedinačno ne mogu pružiti potpune informacije o sposobnosti izmirenja dospelih kratkoročnih obaveza. Bilans stanja pruža informacije od koristi za ocenu finansijske ravnoteže i efikasnosti upravljanja imovinom i kapitalom preduzeća. Visina potrebnih i raspoloživih novčanih sredstava se utvrđuje na osnovu informacija iz izveštaja o tokovima gotovine. Pokazatelji pokrića predstavljaju važan instrument analize finansijske sigurnosti preduzeća s obzirom da mogu da prate odnos između računovodstvenih kategorija koje su sadržane u različitim finansijskim izveštajima.

### 3.1. Održavanje kratkoročne finansijske sigurnosti

Sposobnost preduzeća da posluje po *going concern* principu zavisi od sposobnosti izmirenja dospelih kratkoročnih obaveza i finansijske sigurnosti preduzeća na dugi rok. Likvidnim se smatra preduzeće koje je u mogućnosti da obezbedi dovoljno novčanih sredstava za kontinuirano poslovanje i izmirenje dospelih obaveza. Preduzeće sa nižim stepenom rizika likvidnosti ima veću sposobnost održavanja kratkoročne finansijske sigurnosti.

Kontrola odnosa gotovine, hartija od vrednosti i kratkoročnih potraživanja sa jedne strane i kratkoročnih obaveza sa druge strane predstavlja kontrolu likvidnosti. Pokazatelj redukovane likvidnosti, poznat i pod nazivom pokazatelj ubrzane likvidnosti (*Quick Ratio*), kao elemente obrtne imovine posmatra likvidnu imovinu koja se u gotovinu konvertuje u jednom koraku. U skladu sa *acid test* pravilom finansiranja 1:1, smatra se da likvidno preduzeće treba da ima vrednost imovine koju čine gotovina, gotovinski ekvivalenti i kratkoročna potraživanja podjednaku vrednosti obaveza koje dospevaju u kratkom roku.

Pokazatelj ubrzane likvidnosti se smatra strožijim i pouzdanijim merilom likvidnosti u odnosu na pokazatelj tekuće likvidnosti jer isključuje vrednost zaliha. Gotovinska naplata po osnovu zaliha sledi tek nakon završetka proizvodnje i realizacije prodaje. Pokazatelj tekuće likvidnosti upoređuje vrednost obrtne imovine preduzeća i visinu kratkoročnih obaveza, pokazujući sa koliko je obrtnih sredstava pokriven svaki dinar kratkoročnih obaveza. S obzirom da se za utvrđivanje pokazatelja posmatra obrtna imovina u celini, u skladu sa pravilom finansiranja 2:1, smatra se da je za zadovoljavajuću likvidnost potrebno duplo veća vrednost navedene imovine od iznosa kratkoročnih obaveza.

Sposobnost plaćanja kratkoročnih obaveza se može meriti na osnovu odnosa gotovine i gotovinskih ekvivalenata sa jedne strane i kratkoročnih obaveza sa druge strane. Značaj koeficijenta trenutne likvidnosti<sup>94</sup> se naročito vezuje za preduzeća čija se naplativost potraživanja dovodi u pitanje, tako da se na ovaj način pokušava izbeći pogrešna ocena likvidnosti. Upotrebna vrednost pokazatelja trenutne likvidnosti je najčešće povezana sa dnevnom proverom likvidnosti. Potrebne su informacije o stanju gotovine i visini obaveza koje dospevaju na dan merenja likvidnosti, tako da se pokazatelj utvrđuje na osnovu detaljnijih knjigovodstvenih podataka. Ukoliko je koeficijent 1 ili veći od 1 preduzeće je likvidno na posmatrani dan. Koeficijent manji od jedan ukazuje na dnevnu nelikvidnost.

U literature i praksi postoje primeri da se sposobnost plaćanja tekućih obaveza meri i na osnovu stanja gotovine i kratkoročnih obaveza na dan bilansa (*Cash Ratio*). Vrednost pokazatelja ispod 25% treba prihvatiti kao upozoravajući signal da je sposobnost servisiranja tekućih obaveza možda ugrožena, što upućuje na dublju analizu likvidnosti. Vrednost pokazatelja sposobnosti plaćanja tekućih obaveza je u kompanijama *Enron* (4,5%) i *WorldCom* (17,3%) bila značajno ispod referentne vrednosti od 25%.<sup>95</sup>

---

<sup>94</sup> Rodić, J., Vukelić, G., Andrić, M., *Teorija, politika i analiza bilansa*, op. cit., str. 279.

<sup>95</sup> Malinić, D., *Prepoznavanje bilansnih rizika*, op. cit., str. 169.

Na osnovu likvidne imovine i kratkoročnih obaveza koje dospevaju za plaćanje u periodu za koji se meri likvidnost, moguće je utvrditi koeficijent buduće likvidnosti. Gotovina, gotovinski ekvivalenti i kratkoročna potraživanja na postojećem nivou se uvećavaju za prava i potraživanja koja će se unovčiti u toku perioda za koji se likvidnost meri. Da bi se preduzeće u budućem periodu smatralo likvidnim, pokazatelj buduće likvidnosti bi trebao biti veći od 1. Polazi se od pretpostavke da se neće sva potraživanja i hartije od vrednosti naplatiti u nominalnom iznosu. Za potrebe utvrđivanja koeficijenta optimalne likvidnosti kao mere koliko treba da iznosi pokazatelj buduće likvidnosti *Braut*<sup>96</sup> predlaže procenu rizika unovčenja hartija od vrednosti, potraživanja od kupaca i kratkoročnih finansijskih plasmana. Ocena kratkoročne finansijske sigurnosti na osnovu pokazatelja buduće i optimalne likvidnosti može biti pouzdana samo za kratak vremenski interval.

Upotrebna vrednost pokazatelja likvidnosti posmatranog preduzeća se povećava ukoliko se prati trend tokom perioda i ukoliko se vrši poređenje sa prosečnim pokazateljima grane kojoj preduzeće pripada. Utvrđivanjem pokazatelja likvidnosti na osnovu prosečnih vrednosti bilansnih pozicija za vremenske periode kraće od godinu dana, dobija se realnija slika likvidnosti. Struktura obrtne imovine i period konverzije u gotovinu mogu povoljnije ili manje povoljno uticati na likvidnost preduzeća. Preduzeća mogu biti likvidna iako postoje značajne razlike u pokazateljima likvidnosti, jer se bave različitim delatnostima. Ispitivanjem specifičnosti preduzeća po pitanju delatnosti, izbegava se pogrešna ocena likvidnosti zasnovana samo na pokazateljima likvidnosti. *Meigs* i *Meigs*<sup>97</sup> navode primer prosečne vrednosti pokazatelja tekuće likvidnosti za nekoliko delatnosti. Telekomunikacije i aerotransport beleže pokazatelje u proseku 0,9 i 1 respektivno. Proizvodnja računarske opreme i veleprodaja opreme beleže nešto više vrednosti pokazatelja na nivou od 1,5 i 1,7 respektivno. Maloprodaja beleži najviše prosečne pokazatelje tekuće likvidnosti koji u slučaju maloprodaje opšte trgovačke robe iznosi 2,1, dok kod maloprodaje specijalne ženske odeće iznosi čak 3,3.

Procena stepena pokrića kratkoročnih obaveza preduzeća obrtnom, likvidnom imovinom ili gotovinom nije dovoljno za konačnu ocenu kratkoročne sigurnosti poverilaca. Utvrđivanje pokazatelja likvidnosti zasnovanih na pozicijama bilansa stanja može se smatrati tek početkom analize likvidnosti preduzeća. Adekvatno upravljanjem likvidnošću podrazumeva praćenje i usklađivanje ročne strukture sredstava i izvora finansiranja, ocenu efikasnosti upravljanja imovinom i obavezama preduzeća, kao i projekciju priliva i odliva gotovine u narednom periodu.

Ocena strukture, kvaliteta obrtne imovine i ročnosti kratkoročnih obaveza pokazuje dobre ili loše pretpostavke za održavanje kratkoročne finansijske sigurnosti preduzeća. S obzirom da pokazatelji obrta ukazuju na efikasnost upravljanja imovinom i kapitalom preduzeća i prosečno vreme koje je potrebno da se imovina realizuje i naplati, pokazatelji aktivnosti<sup>98</sup> se mogu posmatrati i kao indikatori likvidnosti. Značaj transakcija nabavke i prodaje u poslovnom ciklusu preduzeća i njihova povezanost sa novčanim tokovima, razlog je što su na slici 4 prikazani faktori likvidnosti<sup>99</sup> vezani za

---

<sup>96</sup> Rodić, J., Vukelić, G., Andrić, M., *Teorija, politika i analiza bilansa*, op. cit., str. 281.

<sup>97</sup> Meigs, R.F., Meigs, W.B., op. cit., str. 240.

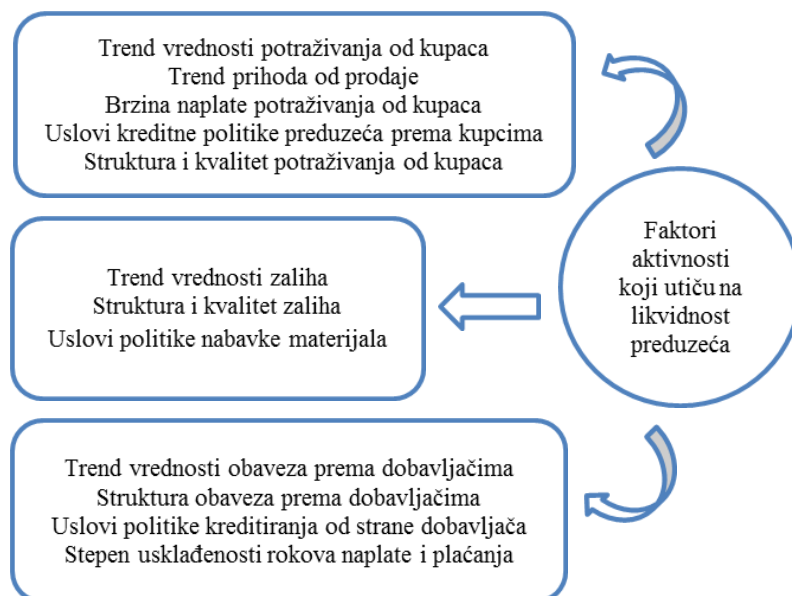
<sup>98</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V., op. cit., str. 130.

<sup>99</sup> Preuređeno prema: Stevanović, S., Belopavlović, G., *Merenje pokazatelja finansijske sigurnosti preduzeća*, *Računovodstvo*, br. 7-8/2011, Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, str. 70.

efikasnost upravljanja potraživanjima od kupaca, zalihama i obavezama prema dobavljačima.

Vrednost zaliha, potraživanja i obaveza prema dobavljačima i period vezivanja pokazuju da li je gotovina generisana blagovremeno za izmirenje dospelih obaveza. Obrtna imovina preduzeća visokog kvaliteta, u obliku zaliha koje imaju svoje mesto na tržištu, kratkoročnih potraživanja koja su naplativa i visoko likvidnih kratkoročnih plasmana, pružaju dodatnu sigurnost da je preduzeće likvidno. Aktivnosti menadžmenta preduzeća koje utiču na skraćenje vremena vezivanja zaliha, skraćenje perioda naplate potraživanja od kupaca i prolongiranje plaćanja obaveza prema dobavljačima, u meri koja neće ugroziti proizvodnju, prodaju i saradnju sa poslovnim partnerima preduzeća, dovode do poboljšanja brzine obrta imovine, ali i likvidnosti preduzeća.

Slika 4. Faktori aktivnosti koji utiču na likvidnost preduzeća



Izvor: Stevanović, S., Belopavlović, G., 2011, str. 70.

Upravljanje likvidnošću podrazumeva upravljanje novčanim tokovima. Sposobnost preduzeća da izmiruje kratkoročne obaveze o rokovima dospeća, postiže se stalnom usklađenošću novčanih priliva i odliva. Menadžment efikasno upravlja likvidnošću preduzeća ukoliko uspeva da generiše ili na drugi način obezbedi novčana sredstva koja su potrebna u trenucima dospeća kratkoročnih obaveza. Visina potrebnih novčanih sredstava se utvrđuje na osnovu informacija iz izveštaja o tokovima gotovine. S obzirom da isplata većine obaveza podrazumeva postojanje gotovine, konačna ocena likvidnosti preduzeća podrazumeva analizu novčanih tokova i korišćenje pokazatelja koji su zasnovani na novčanom toku iz poslovanja.

Pokazatelj pokriva kratkoročnih obaveza neto novčanim tokom iz poslovnih aktivnosti se može smatrati relevantnim instrumentom analize kratkoročne finansijske sigurnosti preduzeća. Prednost pokazatelja koji ukazuje na sposobnost izmirenja kratkoročnih obaveza je u činjenici da je fokusiran na sposobnost generisanja gotovine, a ne na

trenutno stanje gotovine ili ostalih oblika obrtne imovine preduzeća. Za potrebe merenja stepena pokrića duga preduzeća, osim neto novčanog toka iz poslovanja kao izvor se može uključiti i stanje gotovine i gotovinskih ekvivalenata, s obzirom da su i ta sredstva na raspolaganju za servisiranje duga.

### 3.2. Održavanje dugoročne finansijske sigurnosti

Dugoročna finansijska sigurnost je pretpostavka za održavanje finansijske sigurnosti na kratak rok i zavisi od nekoliko faktora. Vrednost i struktura imovine i izvora finansiranja preduzeća određuju finansijsku sigurnost investitora i dugoročnih poverilaca. Finansijski rizik zavisi od učešća obrtnih i stalnih sredstava u strukturi imovine kojom preduzeće raspolaže, od načina finansiranja imovine, ali pre svega od prinodne snage preduzeća. Preduzeće koje ima visoku stopu prinosa na imovinu neće imati problema sa dugoročnom finansijskom sigurnošću jer je u mogućnosti da lakše privuče dodatni kapital, kako sopstveni tako i pozajmljeni. Uspešno može biti preduzeće koje ostvaruje pozitivan finansijski rezultat i koje aktivno upravlja tokovima gotovine<sup>100</sup>, jer je ostvareni dobitak pouzdano merilo uspešnosti kompanije, a novčani tokovi krvotok kompanije<sup>101</sup>.

Kontrola odnosa dugoročno vezane imovine i dugoročnog kapitala predstavlja kontrolu uslova za održavanje likvidnosti. Dugoročno vezana sredstva koja obuhvataju osnovna sredstva, investicione nekretnine, dugoročne finansijske plasmane i stalne zalihe se eventualno koriguju za iznos gubitka iznad visine kapitala. Dugoročna finansijska ravnoteža podrazumeva finansiranje dugoročno vezane imovine dugoročnim kapitalom koji osim sopstvenog kapitala obuhvata i dugoročna rezervisanja i dugoročne obaveze. Ukoliko se deo dugoročno vezane imovine pokriva iz kratkoročnih izvora finansiranja, po pravilu je održavanje likvidnosti ugroženo, jer kratkoročne obaveze dospevaju za plaćanje ranije nego što će se izvršiti mobilizacija dugoročno vezanih sredstava. Jedina mogućnost za održavanje likvidnosti pri ovakvoj dugoročnoj finansijskoj ravnoteži jeste da se mobilizacija kratkoročno vezanih sredstava vrši brže od dospeća kratkoročnih obaveza. Iskorišćenje te mogućnosti zavisi od položaja gotovih proizvoda na tržištu i likvidnosti kupaca sa jedne strane i položaja na tržištu materijala i spremnosti dobavljača da prodaju na duže rokove plaćanja.<sup>102</sup>

Dugoročna finansijska ravnoteža je povezana sa finansijskom stabilnošću kao jednim od načela finansijske politike. Finansijska sigurnost se može pratiti na osnovu koeficijenta dugoročne finansijske stabilnosti koji prati odnos dugoročno vezane imovine i dugoročnog kapitala. U skladu sa opšteprihvaćenim pravilima finansiranja orijentaciona normala koeficijenta jeste jedan, što podrazumeva pokriće realne imovine dugoročnim kapitalom. Koeficijent po kome je dugoročno vezana imovina brojilac, a iznos kapitala i dugoročnih obaveza imenilac treba biti niži od jedan, kako bi se stvorila sigurnost za održavanje likvidnosti. Pokazatelj dugoročne finansijske stabilnosti veći od jedan ukazuje na ugroženo održavanje likvidnosti, a ugroženost je izraženija što je pokazatelj

---

<sup>100</sup> Kothari, J., Barone, E., op. cit., str. 235.

<sup>101</sup> Kieso, D.E., Weygandt, J.J., Warfield, T.D., *Intermediate Accounting*, IFRS edition, John Wiley & Sons, 2010, str. 344.

<sup>102</sup> Rodić, J., Vukelić, G., Andrić, M., *Teorija, politika i analiza bilansa*, op. cit., str. 284



udaljeniji od jedinice. U literaturi postoje i drugačije varijante utvrđivanja pokazatelja finansijske sigurnosti, pri čemu se tumačenje suštinski bitno ne menja.

Način finansiranja imovine preduzeća je jedan od faktora koji utiču na dugoročnu finansijsku sigurnost. Struktura pasive koja sadrži sopstveni i pozajmljeni kapital odgovara ocenjivanju zaduženosti sa stanovišta tradicionalnog pravila finansiranja po kome je za preduzeće prihvatljivo da učešće sopstvenog kapitala u ukupnim izvorima finansiranja iznosi 50% i da druga polovina kapitala potiče iz pozajmljenih izvora finansiranja. Prihvatljivu strukturu pasive sa aspekta vlasništva opredeljuju struktura imovine, stopa inflacije, rentabilnost i likvidnost<sup>103</sup>. Odstupanja od teorijskog pravila 1:1 u praksi postoje i zavise od pomenutih faktora ali i od efikasnost upravljanja imovinom i kapitalom preduzeća.<sup>104</sup> Preduzeće ne mora nužno biti izloženo dugoročnoj finansijskog nesigurnosti i sa dominantnim učešćem pozajmljenog kapitala ukoliko je reč o profitabilnom preduzeću koje efikasno upravlja imovinom i kapitalom. Prema mišljenju *Hanberga*<sup>105</sup>, prilikom ocenjivanja zaduženosti, iz pasive treba isključiti pasivna vremenska razgraničenja koja predstavljaju tranzitornu pasivu i neraspoređeni dobitak koji sadrži i obaveze prema eksternim učesnicima u raspodeli.

Pokazatelj zaduženosti koji meri stepen opterećenosti vlasničkog kapitala ukupnim obavezama predstavlja jedan od najčešće korišćenih pokazatelja finansijskog leveridža preduzeća. Pokazatelji zaduženosti mere sigurnost koju kapital pruža, ali i rizik koji snose poverioci u slučaju likvidacije preduzeća.

Pored pokazatelja koji prate odnos pojedinih delova aktive i pasive i pokazatelja zaduženosti, izloženost preduzeća dugoročnim finansijskim rizicima se može sagledati i na osnovu pokazatelja koji su zasnovani na novčanim tokovima. Pokazatelj pokrića ukupnih obaveza iz neto novčanog toka iz poslovanja je najčešće korišćen pokazatelj koji ukazuje na izloženost preduzeća dugoročnim finansijskim rizicima, i koristan je u predviđanju finansijskih teškoća preduzeća. Visok indeks pokrića duga novčanim tokom iz poslovanja (*External Financing Index*)<sup>106</sup> oslikava veću sigurnost i solventnost, što je pretpostavka uspešnog poslovanja preduzeća. Preduzeće koje je u mogućnosti da najmanje 20% obaveza finansira novčanim sredstvima obezbeđenim iz poslovnih aktivnosti, može se smatrati finansijski zdravim preduzećem<sup>107</sup>. Standardna mera pokrića obaveza slobodnim novčanim tokom iznosi 20% i prema pokazatelju finansijske snage koji je inkorporiran u BEX indeks<sup>108</sup> (*Business Excellence Index - BEX*). Za potrebe utvrđivanja BEX indeksa, finansijska snaga se meri na osnovu teorijskog slobodnog novčanog toka, odnosno dobitka uvećanog za amortizaciju.

Ukoliko je pokazatelj pokrića ukupnih obaveza preduzeća neto novčanim tokom iz poslovanja na zadovoljavajućem nivou, povećanje zaduženosti ne mora značiti i nepovoljan finansijski položaj preduzeća. Niža vrednost pokazatelja ukazuje na manju finansijsku fleksibilnost i ukoliko eksterni izvori finansiranja postanu ograničeni ili

---

<sup>103</sup> Ibid, str. 295.

<sup>104</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V., op. cit., str. 127.

<sup>105</sup> Rodić, J., Vukelić, G., Andrić, M., *Teorija, politika i analiza bilansa*, op. cit., str. 295.

<sup>106</sup> Rujoub, M.A., Cook, D.M., Hay, L.E., *Using Cash Flow Ratios To Predict Business Failures*, *Journal of Managerial Issues*, vol. 7, br. 1/1995, str. 77.

<sup>107</sup> Stickney, C., Brown, P., Wahlen, J., op. cit., str. 299.

<sup>108</sup> Alihodžić, A., Plakalović, N., *Savremeno upravljanje finansijama – sa primjenom u MS Excel-u*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, 2013, str. 239.

preskupi, velika je verovatnoća da će se u narednim periodima preduzeće suočiti sa finansijskim problemima. Dugoročni poverioci preduzeća mogu biti zainteresovani za vrednost pokazatelja koji poredi nivo isplate gotovine na ime servisiranja dugoročnih obaveza i prilive po osnovu novog zaduženja na dugi rok (*Long Term Debt Payment Ratio*)<sup>109</sup>. Visok nivo pokazatelja ukazuje na povoljne okolnosti za namirenje dospelog duga ali i na sposobnost preduzeća da dug servisira i ubuduće.

Odnos ukupnog duga i poslovnog novčanog toka (*Debt Cover*) pokazuje period otplate duga, odnosno koliko je godina potrebno da bi se sa neto novčanim tokom generisanim na postojećem nivou otplatili dugovi preduzeća. Na ovaj način utvrđen pokazatelj se može posmatrati kao determinanta buduće solventnosti preduzeća. *Kralicek*<sup>110</sup> je na uzorku evropskih preduzeća razvio pokazatelj za identifikovanje krize u preduzeću. Jedna od varijabli ovog pokazatelja jeste pokrivenost ukupnih obaveza poslovnim novčanim tokom. Prema Kralicekovom *quick* testu najpoželjnije za preduzeće je da period otplate duga bude ispod 3 godine. Pokazatelj između 5 i 12 godina se smatra vrlo dobrim, odnosno dobrim. Period otplate duga koji iznosi do 30 godina može ukazivati na lošu finansijsku sigurnost, dok period otplate preko 30 godina ukazuje na opasnost od insolventnosti.

Investitori i kreditori su zainteresovani za vrednosti koeficijenta pokrivenosti koji pokazuju da li su i u kojoj meri preduzeću potrebni eksterni izvori finansiranja, kako bi se zadovoljile kritične potrebe za gotovinom. Osim pokrivenosti kratkoročnih obaveza, u literaturi i praksi se kao *Critical Need Coverage* pokazatelji koriste pojedinačni pokazatelji pokrivenosti tekućeg dospeća dugoročnog duga, kamata i isplaćenih dividendi ili kao zbirni pokazatelj pokrivenosti navedenih obaveza. Često se posebno prati i pokrivenost finansijskih obaveza, poslovnih i/ili obaveza po osnovu lizinga. U pitanju su različite varijante koje stejkholderima preduzeća mogu unaprediti finansijsku analizu i olakšati donošenje odluka.

Pokazatelj pokrivenosti tekućeg dospeća dugoročnog duga (*Cash Debt Coverage Ratio*) pokazuje koliko je neto dobitka ili novčanog toka iz poslovanja potrebno za servisiranje otplate glavnice dugoročnog duga u sledećoj godini. Marža sigurnosti poverilaca je manja što je vrednost pokazatelja manji. Prema Rutu<sup>111</sup> većina kreditora zahteva pokazatelj pokrivenosti duga neto dobitkom i negotovinskim rashodima od 1,25 ili veći. Na ovaj način postavljena marža sigurnosti preduzeću ostavlja mogućnost da se neto dobitak smanji, a da se ne ugrozi sposobnost finansiranja tekućeg dospeća dugoročnih obaveza. U tekuće dospeće dugoročnog duga mogu biti uključene i kapitalizovane obaveze po osnovu lizinga.

Analitičari mogu za potrebe procene finansijske sigurnosti preduzeća koristiti poslovni novčani tok umanjen za dividende. Kreditori često prilikom utvrđivanja novčanog toka iz poslovanja izuzimaju redovne isplate dividendi vlasnicima kapitala, jer smatraju da je neosnovano računati na taj deo kao na izvor gotovine za finansiranje dospelih obaveza preduzeća. Korekcija je opravdana jer je reč o odlivu gotovine koji je izvestan i zavisi od odluke menadžmenta. Kao ograničenje kreditori mogu uvesti mogućnost isplate dividendi samo ukoliko preduzeće posluje sa dobitkom.

---

<sup>109</sup> Rujoub, M.A., Cook, D.M., Hay, L.E., op. cit., str. 77.

<sup>110</sup> Alihodžić, A., Plakalović, N., op. cit., str. 243.

<sup>111</sup> Ruth, G., op. cit., str. 154.

Indikator finansijske sigurnosti jeste i ocena sposobnosti izmirenja ugovorne obaveze po osnovu kamata. Pokriće kamata neto dobitkom pokazuje koliko puta se mogu pokriti kamate iz neto dobitka. Veći iznos pokazatelja ukazuje na manji rizik da preduzeće neće moći da servisira dospele obaveze po osnovu kamata, a samim tim i manji rizik da preduzeće zapadne u finansijske teškoće. Prosek najuspešnijih preduzeća za pokazatelj pokrića kamata u SAD iznosi 10,9 puta, dok se u Velikoj Britaniji kamate u proseku mogu pokriti 5,5 puta dobitkom kompanije.<sup>112</sup> Sposobnost preduzeća da servisira dospele finansijske obaveze se posebno može pratiti u odnosu na kamate ili po osnovu ukupnih rashoda finansiranja u koje osim kamata spadaju kursne razlike, naknade i razne provizije vezane za proces kreditiranja.

Kao pokazatelj komplementaran pokazatelju pokrića kamata neto dobitkom može se koristiti pokriće neto novčanim tokom iz poslovanja. Vrednost pokazatelja pokrića kamata poslovnim novčanim tokom govori koliko puta se izdaci na ime kamata mogu pokriti raspoloživim novčanim tokom iz poslovanja. Ovo je važna informacija investitorima i kreditorima kako bi znali u kojoj meri novčani tokovi mogu biti smanjeni, a da ne bude ugrožena sposobnost plaćanja kamata. *Carlsaw i Mills*<sup>113</sup> predlažu uvećanje neto novčanog toka iz poslovanja za iznos kamata i poreza za potrebe utvrđivanja pokazatelja. Uvećanje se vrši ukoliko su odlivi po osnovu plaćenih kamata i poreza već deo poslovnog neto novčanog toka. *Figlewicz i Zeller*<sup>114</sup> takođe predlažu korigovanje poslovnog novčanog toka za potrebe utvrđivanja pokazatelja pokrića kamata. Osim izdataka po osnovu kamata koje treba dodati poslovnom novčanom toku, oni predlažu i umanjenje za iznos dospelih tekućih obaveza. Sposobnost plaćanja kamata se može oceniti i na osnovu odnosa rashoda kamata i stanja gotovine i gotovinskih ekvivalenata. Vrednost pokazatelja ispod 50%<sup>115</sup> je za analitičare upozoravajući signal da kretanje odnosa ne ide u prilog finansijske sigurnosti preduzeća.

Sposobnost preduzeća da servisira otplatu kredita i kamate, ključni je indikator dobrog finansijskog stanja. Stepenom pokrića kamata i glavnice po osnovu nastalog duga iz interno generisanih izvora gotovine može se meriti nivo sigurnosti poverilaca preduzeća. Interes kreditora i ostalih poverilaca je u namirenju ukupnih potraživanja koja imaju prema preduzeću, bez obzira po kom osnovu su potraživanja nastala, pa otuda i potreba za utvrđivanjem ovog pokazatelja.

Pokazatelj pokrića fiksnih izdataka na ime finansiranja posmatra izdatke finansiranja u širem kontekstu u odnosu na troškove kamata. Pod fiksnim troškovima finansiranja se prema *Wild, Subramanyam i Halsey*<sup>116</sup> mogu posmatrati kamate na obaveze po osnovu kredita, kamate na obaveze po osnovu lizinga, preferencijalne dividende subsidijara u većinskom vlasništvu preduzeća, dugoročne obaveze po osnovu glavnica duga i sl. Izvori pokrića fiksnih izdataka po osnovu finansiranja mogu biti dobitak (*Earnings to*

---

<sup>112</sup> Alihodžić, A., Plakalović, N., op. cit., str. 203.

<sup>113</sup> Carlsaw, C.A., Mills, J.R., Developing Ratios for Effective Cash Flow Statement Analysis, *Journal of Accountancy*, br. 11/1991, str. 63.

<sup>114</sup> Figlewicz, R.E., Zeller, T.I., An Analysis of Performance, Liquidity, Coverage and Capital Ratios from the Statement of Cash Flow, *Acron Business and Economic Review*, vol. 22, br. 1/1991, str. 72.

<sup>115</sup> Malinić, D., *Prepoznavanje bilansnih rizika*, op. cit., str. 169.

<sup>116</sup> Wild, J., Subramanyam, K., Halsey, R., op. cit., str. 529-534.

*Fixed Charges Ratio*) ili neto novčani tok iz poslovanja (*Cash Flow to Fixed Charges Ratio*) koji su najčešće korigovani za stavke kamata i poreza.

Novčani tok iz poslovanja je najpoželjniji izvor gotovine sa aspekta finansijske sigurnosti preduzeća, stoga je i najčešće korišćen u finansijskoj analizi. Ipak se kao merilo finansijske snage preduzeća može koristiti i novčani tok po osnovu finansijskih aktivnosti, kako iz pozajmljenih tako i iz sopstvenih izvora. Poređenjem finansijskog novčanog toka sa ukupnim neto tokom gotovine (*Cash Sources Component Percentages*) dobija se pokazatelj na osnovu koga se može ocenjivati finansijska pozicija preduzeća. Niža vrednost pokazatelja ukazuje na bolju finansijsku poziciju, jer se preduzeće u manjoj meri oslanja na pozajmljene izvore nego na interno generisane prilive po osnovu poslovnih i investicionih aktivnosti. Ocena finansijske politike preduzeća se može vršiti i poređenjem neto novčanog toka po osnovu finansiranja sa ukupnom imovinom preduzeća (*Financing Policies Ratio*). Visoka vrednost pokazatelja može biti indikator da preduzeće ne koristi efektivno raspoloživa sredstva, čime se dovodi u pitanje sposobnost servisiranja dospelih obaveza po osnovu kamata i glavnice duga.<sup>117</sup>

#### 4. ANALIZA KVALITETA PERFORMANSI PREDUZEĆA

Menadžeri koriste diskreciono pravo odlučivanja o računovodstvenim politikama i metodama procene kako bi uticali na finansijske izveštaje preduzeća. Način klasifikacije sredstava, procena po knjigovodstvenoj ili fer vrednosti, procena veka trajanja stalne imovine, izbor metode amortizacije i obračuna zaliha, obelodanjivanje informacija o potencijalnim obavezama, samo su neki od primera područja koja menadžerima nude mogućnost prosuđivanja i pravo izbora. Konačan izbor i eventualne skrivene namere menadžera, svakako imaju uticaja na realnost iskazanih performansi preduzeća. Svaka računovodstvena praksa koja je sračunata na prevaru i obmanu stejkholdera preduzeća, smatra se kreativnim finansijskim izveštavanjem. Performanse zasnovane na nerealno iskazanom dobitku šalju pogrešne informacije, tako da se korisnici izveštaja dovode u zabludu i navode na pogrešne zaključke i odluke.

Merama koje se koriste u okviru kreativnog računovodstva menadžment može uticati na visinu iskazane dobiti, neto imovine, čak i na iskazan neto novčani tok iz poslovanja. Brojni su ciljevi zbog kojih menadžment pribegava raznim oblicima kreativne računovodstvene prakse. Bez obzira da li cilj pridobijanje i održanje poverenja investitora, ostvarenje bonusa, priprema za preuzimanje ili odbrana od neprijateljskog preuzimanja, menadžment želi da putem finansijskih izveštaja preduzeće predstavi kao uspešno vođeno preduzeće sa dobrim dobitnim performansama, rastom cena akcija i tržišne vrednosti i dobrim kreditnim rejtingom. Odlaganje poreza na dobit na buduće periode ili čak izbegavanje plaćanja poreza su najstariji motivi kreativne

---

<sup>117</sup> Rujoub, M.A., Cook, D.M., Hay, L.E., op. cit., str. 77.

računovodstvene prakse.<sup>118</sup> Izbor mera kreativnog finansijskog izveštavanja zavisi od postavljenih ciljeva i signala koji se žele poslati javnosti.

Neto novčani tok iz poslovanja se koristi kao relevantan instrument u procesu otkrivanja nerealno iskazanih performansi preduzeća. Korigovani novčani tok iz poslovanja koji sadrži prilive i odlive održive prirode ima veću upotrebnu vrednost u procesu otkrivanja agresivne računovodstvene prakse, narušavanja opšteprihvaćenih računovodstvenih principa ili lažnog finansijskog izveštavanja.

#### **4.1. Efekti primenjenih računovodstvenih politika na kvalitet performansi**

Slika profitabilnosti preduzeća koja se prikazuje stejkholderima putem finansijskih izveštaja zavisi od izabranih računovodstvenih politika koje preduzeće vodi. Računovodstvene politike predstavljaju instrument kreativne računovodstvene prakse ukoliko se njihov izbor i promene vrše u cilju oblikovanja visine iskazanog dobitka. Politika vrednovanja zaliha i otpisivanja do neto prodajne vrednosti, usklađivanje vrednosti potraživanja od prodaje, visina rezervisanja, način amortizacije stalne imovine i politika kapitalizacije rashoda u rukama menadžmenta preduzeća mogu biti instrumenti za ostvarenje unapred željenog prinostnog i finansijskog položaja preduzeća.

Izveštavanje i analiza novčanih tokovima može pomoći u otkrivanju efekata primenjenih računovodstvenih politika na kvalitet performansi preduzeća. Najčešće nerealno povećanje ili smanjenje dobitka nije praćeno stvarnim prilivima i odlivima gotovine, što izveštaj o novčanim tokovima čini značajnim instrumentom analize kvaliteta performansi preduzeća. Stvarni novčani tokovi će usled promene računovodstvenih politika izostati ili će se menjati umerenije ili suprotno u odnosu na dobitak. Analizom odnosa dobitka i novčanih tokova, efekti računovodstvenih politika na vrednost imovine, kapitala i visinu iskazanog dobitka mogu biti lakše uočljivi.

##### **4.1.1. Analiza novčanih tokova u uslovima realno iskazanog finansijskog rezultata**

Dobitak i poslovni neto novčani tok u preduzeću se razlikuju zbog uticaja velikog broja faktora. Vremensko nepodudaranje priznavanja prihoda i rashoda i sa njima povezanih novčanih tokova je jedan od razloga odstupanja poslovnog dobitka u odnosu na poslovni novčani tok. Primanje i davanje avansa, uzimanje i vraćanje kredita, isplata dividendi i dodatna ulaganja vlasnika preduzeća su primeri transakcija koje prate prilivi i odlivi gotovine pri čemu efekti transakcija na tokove rentabiliteta izostaju. Troškovi amortizacije i rezervisanja kao negotovinski rashodi utiču na iskazani rezultat, ali su bez uticaja na novčane tokove. Relativno stabilan odnos novčanih i tokova rentabiliteta tokom perioda je dobra pretpostavka da su iskazana dobitna ostvarenja preduzeća u skladu sa ekonomskom realnošću.

---

<sup>118</sup> Škarić-Jovanović, K., *Kreativno računovodstvo – motivi, instrumenti i posledice*, zbornik radova *Mjesto i uloga računovodstva, revizije i finansija u novom korporativnom okruženju*, XI Kongres, Savez računovođa i revizora Republike Srpske, 2007. godine, str. 4.

Mogući efekti primenjenih računovodstvenih politika na odnos dobitka i poslovnog novčanog toka će biti prikazani na primeru amortizacije i kapitalizacije rashoda. Politika amortizacije i politika kapitalizacije rashoda donete u skladu sa opšteprihvaćenim računovodstvenim principima omogućavaju iskazivanje ekonomski realnih vrednosti imovine, obaveza, kapitala i stvarno nastalih rashoda i prihoda tokom obračunskih perioda. Troškovi amortizacije kao negotovinski rashodi predstavljaju bitan faktor koji utiče na odstupanje poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka. Novčani odlivi po osnovu stalne imovine nastaju i prikazuju se u periodu kupovine imovine i kasnije prilikom njene eventualne zamene. Troškovi amortizacije čine deo poslovnih rashoda koji se alociraju i iskazuju u periodu iskazivanja prihoda čijem su nastanku doprineli. U periodu iskazivanja troškova amortizacije novčani tokovi po osnovu iste imovine izostaju. Visina troškova amortizacije zavisi od metode obračuna i procenjenog veka trajanja imovine koja se amortizuje. MRS 16 Nekretnine, postrojenja i oprema dozvoljava mogućnost izbora između linearnog, degresivnog ili funkcionalnog metoda otpisa. Različite vrste imovine imaju različit tretman kada je u pitanju način i dinamika otpisivanja.

Preduzeće bira metode otpisivanja koje najvernije odražavaju očekivanu dinamiku trošenja budućih ekonomskih koristi sadržanih u imovini. Metode vremenskog otpisivanja polaze od pretpostavke da amortizacija zavisi od veka trajanja imovine u okviru koga je korišćenje sredstva ekonomski opravdano. Procena korisnog veka se zasniva na prethodnom iskustvu sa sličnim sredstvima, kao i na anticipiranom tehničkom razvoju i promenama na koje utiče veliki broj ekonomskih i industrijskih faktora. Kod korišćenja funkcionalne metode amortizacije, dinamika otpisivanja je determinisana ostvarenim i očekivanim učincima koje sredstva mogu pružiti. Pravilan izbor između linearne, aritmetičko-degresivne, geometrijsko-degresivne ili funkcionalne metode otpisa imovine ima za cilj adekvatnu alokaciju troškova na obračunske periode i iskazivanje rezultata poslovanja u skladu sa ekonomskom realnošću. Intenzitet trošenja i ekonomskog zastarevanja, odnosno očekivana dinamika trošenja budućih ekonomskih koristi sadržanih u nekretninama, postrojenjima, opremi i nematerijalnoj imovini, treba da budu presudni faktori u izboru metoda amortizacije. Konzistentna primena metoda amortizacije omogućava uporedivost informacija iskazanih u finansijskim izveštajima. Promene metoda amortizacije su moguće ukoliko su ekonomski opravdane. Adekvatno obelodanjene u napomenama uz finansijske izveštaje je neophodno kako bi korisnici finansijskih izveštaja mogli pratiti efekte promena na rezultat poslovanja.

Amortizacijski indeks skrivene dobiti i indeks skrivenog gubitka predstavljaju pokazatelje koji se prema preporuci Belaka<sup>119</sup> mogu koristiti kao zelena ili crvena zastavica prilikom ocene uticaja politike otpisivanja na realnost iskazanog rezultata poslovanja preduzeća. Način utvrđivanja i determinante amortizacijskog indeksa skrivene dobiti su prikazani u formuli 4.

$$\text{Amortizacijski indeks skrivene dobiti} = \frac{\frac{\text{Amortizacija}_t}{\text{Nabavna vrednost dugotrajne imovine}_t}}{\frac{\text{Amortizacija}_{t-1}}{\text{Nabavna vrednost dugotrajne imovine}_{t-1}}} \quad (4)$$

<sup>119</sup> Belak, V., *Poslovna forenzika i forenzičko računovodstvo – borba protiv prijevare*, Belak Excellens d.o.o., Zagreb, 2011, str. 215.

Konzistentna politika amortizovanja stalne imovine podrazumeva nepostojanje značajnih promena u odnosu amortizacije i nabavne vrednosti dugotrajne imovine u dva uzastopna perioda, i u tom slučaju je amortizacijski indeks jednak jedinici. Beznačajna odstupanja ne ukazuju na manipulacije sa obračunom amortizacije, ali ukoliko je indeks skrivene dobiti značajno veći od jedan, u tekućoj godini se obračunava veća amortizacija u odnosu na prethodnu godinu. Rast amortizacije u odnosu na nabavnu vrednost imovine može ukazivati na ubrzanje amortizacije u cilju povećanja poslovnih rashoda i potcenjivanja finansijskog rezultata preduzeća. Indeks čija je visina značajno ispod jedinice pokazuje da je u tekućoj godini obračunata značajno manja amortizacija u odnosu na prethodnu godinu što može ukazivati na produženje veka upotrebe imovine i usporavanje amortizacije.

Politika kapitalizacije rashoda koju preduzeće vodi utiče na iznose pojedinih pozicija u finansijskim izveštajima. Izdaci po osnovu kapitalnih i nematerijalnih ulaganja mogu biti predmet kapitalizacije ili kao rashodi perioda terete periodični rezultat tekućeg perioda. Kapitalizacija rashoda je dozvoljena ukoliko se izdaci mogu neposredno pripisati sticanju, izgradnji ili izradi sredstva koje se osposobljava za upotrebu, kada je verovatno da će rashodi doneti preduzeću buduće ekonomske koristi i ukoliko mogu pouzdano da se izmere. Računovodstveni tretman naknadnih ulaganja u nekretnine, postrojenja i opremu zavisi od toga da li su ispunjeni osnovni uslovi za priznavanje u bilansu stanja i da li izdaci doprinose produženju korisnog veka upotrebe sredstva, povećanju kapaciteta, poboljšanju kvaliteta proizvoda ili usvajaju novih proizvodnih procesa koji omogućavaju značajnije smanjenje troškova. Troškovi tekućeg održavanja ne uvećavaju knjigovodstvenu vrednost sredstava i u skladu sa međunarodnim standardima se iskazuju kao troškovi perioda u kome su nastali.

Kapitalizacija troškova pozajmljivanja je dopuštena ukoliko su zadovoljeni osnovni uslovi za priznavanje i aktiviranje. Kada se kamate i drugi troškovi pozajmljivanja neposredno mogu pripisati sticanju, izgradnji ili izradi sredstva koje se osposobljava za upotrebu i ukoliko je plaćanje stalne imovine odloženo na period koji prevazilazi uobičajene rokove plaćanja, odredbama MRS 16<sup>120</sup> je dozvoljeno da preduzeće uključi troškove kamata u nabavnu vrednost sredstva u skladu sa MRS 23 Troškovi pozajmljivanja. Ukoliko uslovi za kapitalizaciju nisu ispunjeni, troškovi pozajmljivanja se priznaju kao rashod u periodu u kome su nastali.

#### **4.1.2. Analiza novčanih tokova u uslovima precenjenog finansijskog rezultata**

Problem precenjenog ili potcenjenog finansijskog rezultata se javlja u situacijama kada menadžment preduzeća koristi politiku kapitalizacije rashoda i politiku amortizacije kao instrumente kreativnog izveštavanja o isposlovanom dobitku. Pogrešno kapitalizovanje rashoda i neadekvatan izbor metode amortizacije, kao i nerealna procena veka trajanja ili očekivanih učinaka imovine za rezultat imaju narušavanje kvaliteta iskazanog dobitka. Ocena performansi preduzeća zasnovana na nerealno iskazanom dobitku

---

<sup>120</sup> Odbor za međunarodne računovodstvene standarde, Međunarodni računovodstveni standard 16 – Nekretnine, postrojenja i oprema, 2005, paragraf 22.

korisnike finansijskih izveštaja dovodi u zabludu, što za rezultat može imati donošenje pogrešnih odluka.

Rezultati istraživanja primene praktičnih postupaka kreativnog računovodstva u 185 najvažnijih britanskih kompanija su pokazali da se najviše manipuliralo rezervisanjima, zatim prihodima i rashodima mimo poslovnih i finansijskih aktivnosti i penzijskim fondovima. Kapitalizacija troškova je sa 27% peti po zastupljenosti tip manipulacija. Slede snižavanje poreskih troškova, vanbilansne obaveze, amortizacija, kursne razlike, brendovi i smanjivanje zarada. Belak<sup>121</sup> smatra da bi u Hrvatskoj rezultati verovatno bili slični ukoliko bi se istraživanja mogla sprovesti. Kao najčešće pojavne oblike manipulacija u finansijskim izveštajima navodi manipulacije rashodima, prihodima, rezervisanjima, kapitalizaciju poslovnih rashoda, agresivnu revalorizaciju, skrivanje obaveza, isisavanje novca iz preduzeća, složene transakcije i krađu gotovine. Navedeni tipovi manipulacija su dati intuitivno i na osnovu iskustava, jer pravih istraživanja tog područja u Hrvatskoj nema.

Troškovi poslovanja mogu biti jedno od područja koje ugrožava kvalitet iskazanog dobitka, ukoliko se vrši njihova pogrešna kapitalizacija. Precenjivanje stalne imovine putem agresivne politike kapitalizacije troškova utiče na precenjivanje zarađivačke sposobnosti preduzeća. Iskazivanje izdataka po osnovu poslovnih rashoda kao novih kapitalnih izdataka ili kao povećanje vrednosti postojeće nekretnine, postrojenja ili opreme, za rezultat ima uvećanje dobitka. Dobitak se uvećava u nedostatku rashoda koji su kapitalizovani. Kapitalizovanje troškova istraživanja i razvoja i troškova pozajmljivanja ima iste efekte na vrednosti pozicija finansijskih izveštaja kao i kapitalizovanje poslovnih rashoda. Tabela 6 pokazuje na koji način i u kojim segmentima finansijskih izveštaja nastaju promene usled precenjene kapitalizacije poslovnih rashoda.

Ekonomski realna kapitalizacija poslovnih rashoda je prikazana u prvoj koloni tabele 6. Priznavanje naknadnih ulaganja u opremu kao rashoda perioda u bilansu uspeha, utiče na smanjenje novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti u trenutku njihovog plaćanja. Pretpostavka je, da preduzeće u 2012. godini pribegava kapitalizaciji rashoda po osnovu ulaganja u opremu u vrednosti od milion dinara, iako se od ulaganja ne mogu očekivati buduće ekonomske koristi. Efekti kapitalizacije poslovnih rashoda na bilans uspeha, bilansa stanja i izveštaja o tokovima gotovine su prikazani u drugoj koloni tabele 6. Aktiviranje rashoda perioda kao opreme utiče na povećanje dobitka tekuće godine, jer se umesto poslovnih rashoda pojavljuje za iznos kapitalizacije uvećana vrednost dela stalne imovine u bilansu stanja.

Pogrešna kapitalizacija poslovnih rashoda ili iznos aktiviranja veći od realno dozvoljenog utiču na strukturu novčanih tokova, pri čemu se neto novčani tok u celini ne menja. U periodu kapitalizacije poslovnih rashoda nastali odlivi gotovine se iskazuju u okviru investicionog dela izveštaja umesto da smanje neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti. Neadekvatnim kapitalizovanjem poslovnih rashoda vrednost neto novčanog toka iz poslovanja je precenjena, a vrednost neto novčanog toka iz aktivnosti investiranja potcenjena.

---

<sup>121</sup> Belak, V., op. cit., str. 150.



S obzirom da izbor metode amortizacije zavisi od računovodstvene politike koju menadžment vodi, postoji mogućnost da željeni iznos dobitka odredi primenjenu metodu amortizacije. Iskazivanje dobitka u većem iznosu nego što je stvarno isposlovan moguće je vođenjem umerene politike amortizacije. Metoda linearnog otpisivanja u odnosu na ostale metode vremenskog otpisivanja omogućava prikazivanje većeg dobitka u početnim godinama otpisa. Korišćenje proporcionalne kao najjednostavnije metode je često među domaćim, ali i kompanijama u svetu. Istraživanje američkog instituta ovlašćenih javnih računovođa<sup>122</sup> je pokazalo je da je više od 90% kompanija koristilo linearnu metodu amortizacije za bar jedan oblik materijalne imovine, a samo oko 21% posmatranih kompanija se odlučilo za degresivnu amortizaciju jednog ili svih oblika materijalne imovine.

Tabela 6. Efekti kapitalizacije poslovnih rashoda

<b>Kapitalizacija poslovnih rashoda u 2012. godini</b>	<b>Realna</b>	<b>Precenjena za 1.000.000</b>
<b>Bilans uspeha</b>		
Poslovni prihodi	28.216.516	28.216.516
Troškovi amortizacije	718.591	718.591
Ostali poslovni rashodi	25.383.281	<b>24.383.281</b>
Poslovni dobitak	2.114.644	<b>3.114.644</b>
Neto dobitak	1.821.745	<b>2.821.745</b>
<b>Bilans stanja</b>		
Nekretnine, postrojenja i oprema	5.378.438	<b>6.378.438</b>
Ostala stalna imovina	3.147.309	3.147.309
Obrtna imovina	5.803.604	5.803.604
Kapital	8.228.940	<b>9.228.940</b>
Dugoročna rezervisanja	142.335	142.335
Kratkoročne obaveze	5.958.076	5.958.076
<b>Izveštaj o tokovima gotovine</b>		
Neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti	3.440.228	<b>4.440.228</b>
Neto novčani tok iz investicionih aktivnosti	-456.263	<b>-1.456.263</b>
Neto novčani tok iz finansijskih aktivnosti	-3.349.093	-3.349.093
Neto novčani tok	-365.128	-365.128

Izvor: Obračun autora na osnovu hipotetičkih pretpostavki

Amortizaciono otpisivanje imovine se vrši po stopama koje su zasnovane na procenjenom korisnom veku upotrebe imovine. Adekvatnost korisnog veka trajanja se preispituje na godišnjem nivou ili kada postoji naznaka da je došlo do značajne promene faktora koji su predstavljali osnov za određivanje prethodnog veka upotrebe. Područje procene veka trajanja otvara prostor za prilagođavanje troškova amortizacije iskazivanju ciljnih rezultata poslovanja. Prvobitna procena dužeg veka trajanja imovine ili naknadno produženje veka dovode do iskazivanja nižih troškova amortizacije. Efekti obračuna i

<sup>122</sup> Meigs, R.F., Meigs, W.B., op. cit., str. 468.

iskazivanja nerealno nižih troškova amortizacije na pozicije finansijskih izveštaja su prikazani u tabeli 7.

Tabela 7. Efekti potcenjivanja troškova amortizacije

Troškovi amortizacije u 2012. godini	Realni	Potcenjeni za 50.000
<b>Bilans uspeha</b>		
Poslovni prihodi	28.216.516	28.216.516
Troškovi amortizacije	718.591	<b>668.591</b>
Ostali poslovni rashodi	25.383.281	25.383.281
Poslovni dobitak	2.114.644	<b>2.164.644</b>
Neto dobitak	1.821.745	<b>1.871.745</b>
<b>Bilans stanja</b>		
Nekretnine postrojenja i oprema	5.378.438	<b>5.428.438</b>
Ostala stalna imovina	3.147.309	3.147.309
Obrtna imovina	5.803.604	5.803.604
Kapital	8.228.940	<b>8.278.940</b>
Dugoročna rezervisanja	142.335	142.335
Kratkoročne obaveze	5.958.076	5.958.076
<b>Izveštaj o tokovima gotovine</b>		
Neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti	3.440.228	3.440.228
Neto novčani tok iz investicionih aktivnosti	-456.263	-456.263
Neto novčani tok iz finansijskih aktivnosti	-3.349.093	-3.349.093
Neto novčani tok	-365.128	-365.128

Izvor: Obračun autora na osnovu hipotetičkih pretpostavki

Pretpostavka je da preduzeće tokom procene vrednosti stalne materijalne imovine, a nakon preispitivanja korisnog veka upotrebe opreme odlučilo da produži period amortizacije postojeće imovine. Produženjem korisnog veka upotrebe i obračunom nižih troškova amortizacije povećava se iskazani periodičan dobitak. Nerealno niže iskazani troškovi amortizacije predstavljaju izvor precenjene opreme, precenjenog dobitka i precenjenog kapitala. Kod korišćenja funkcionalne metode amortizacije, usporavanje dinamike otpisivanja se može sprovoditi precenjivanjem ukupno očekivanih učinaka koje imovina u svom funkcionalnom veku trajanja može pružiti. Efekti na iskazani iznos imovine, kapitala i dobitka su isti kao i u prethodnom primeru.

#### 4.1.3. Analiza novčanih tokova u uslovima potcenjenog finansijskog rezultata

Politika ubrzane amortizacije i umerene kapitalizacije izdataka na ime ulaganja u stalnu imovinu, za rezultat imaju iskazivanje potcenjenog finansijskog rezultata. U cilju potcenjivanja iskazanog dobitka u tekućem periodu, menadžment može pribegavati rashodovanju kapitalnih izdataka u celini ili u meri koja ne odražava pravo ekonomsko

stanje. Rashodovanje kapitalnih izdataka umesto njihovo kapitalizovanje za rezultat ima potcenjivanje imovine, dobitka i vlasničkog kapitala preduzeća. Po ovom osnovu nastali odlivi gotovine smanjuju neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti, umesto neto novčanog toka iz aktivnosti investiranja, tako da je u odnosu na realno stanje poslovni novčani tok potcenjen a investicioni precenjen. Dobitak će u narednim periodima biti precenjen usled neiskazivanja troškova amortizacije.

Donosioci računovodstvenih standarda troškove istraživanja smatraju rashodom perioda, jer ih karakteriše nesigurnost po pitanju pritanja budućih ekonomskih koristi. Protivnici ovakvog stava smatraju da je, time što vrednost imovine koja je kreirana istraživanjem nije vidljiva u finansijskim izveštajima, narušena realna slika o imovinskoj poziciji i prinosnoj snazi preduzeća. Neadekvatnom kapitalizacijom rashoda, *Damodaran*<sup>123</sup> navodi i druge vrste poslovnih rashoda za koje smatra da treba da budu tretirani kao kapitalni izdaci, jer su buduće ekonomske koristi izvesne. Troškovi reklama poznatih kompanija, troškovi obučavanja i usavršavanja zaposlenih u konsultantskim firmama i troškovi prodaje u kompanijama koje se bave elektronskom prodajom su kreirani u cilju povećanja svesti o robnoj marki i privlačenja novih kupaca. S obzirom da doprinose povećanju vrednosti robne marke kompanija, zagovornici kapitalizacije smatraju da deo navedenih troškova treba posmatrati kao nematerijalnu imovinu preduzeća.

Preterana kapitalizacija rashoda koji se mogu aktivirati i kapitalizacija rashoda od kojih se ne očekuju buduće ekonomske koristi stvara skrivene gubitke koji dovode do precenjivanja dobitka, stalne imovine i sopstvenog kapitala. U periodu nakon kapitalizacije, efekti pogrešne kapitalizacije su vidljivi u precenjenoj imovini i kapitalu preduzeća. Novi efekti na dobitak nastaju usled obračuna amortizacije na prethodno aktiviranu imovinu. Na koji način je narušen kvalitet finansijskih izveštaja u periodima koji slede nakon pogrešne kapitalizacije poslovnih rashoda, može se videti u tabeli 8.

Nerealno priznata imovina je u periodu nakon kapitalizacije poslovnih rashoda predmet amortizacije. Dobitak je u 2013. godini potcenjen za iznos amortizacije. Precenjeni troškovi amortizacije utiču i na vrednost opreme i visinu kapitala u posmatranoj godini, pri čemu se prepliću efekti precenjene imovine i kapitala iz prethodne godine i potcenjivanja iz tekućeg perioda. Novčani tokovi se u ovom slučaju ne menjaju, ali je odstupanje poslovnog dobitka i novčanog toka iz poslovanja povećano. Ukoliko bi se kapitalizacija poslovnih rashoda nastavila i u ovom i u narednim periodima, amortizacija kapitalizovanih rashoda prethodnog perioda bi ublažila rast dobitka, dok bi se neto novčani tok iz poslovanja povećavao za novi iznos kapitalizacije<sup>124</sup>.

Koristan vek trajanja stalne imovine je područje u kojem je stepen procene značajan, a samim i tim efekat na iznose koji su priznati u finansijskim izveštajima društva. Agresivna politika otpisa usled procenjenog kraćeg veka trajanja imovine ili naknadnog skraćivanja veka za posledicu ima niži iznos iskazanog od stvarno isposlovanog dobitka. Degresivne metode otpisivanja imovine, naročito geometrijsko-degresivnu, primenjuje menadžment preduzeća koji želi voditi agresivnu politiku otpisa. Potcenjivanjem

---

<sup>123</sup> Damodaran, A., *Damodaran o valuaciji - Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne finansije*, op. cit., str. 85.

<sup>124</sup> Mulford, C.W., Comiskey, E.E., *Creative Cash Flow Reporting: Uncovering Sustainable Financial Performance*, op. cit., str. 21.

očekivanih učinaka koje sredstva amortizovana funkcionalnom metodom mogu pružiti, dinamika otpisivanja se ubrzava. Ubrzana amortizacija za rezultat ima veće iskazane troškove amortizacije u početnim periodima upotrebe imovine i opreznije iskazivanje visine periodičnog rezultata. Precenjena amortizacija doprinosi stvaranju skrivenih dobitaka koji se kriju u nerealno niže iskazanom dobitku, imovini i kapitalu preduzeća.

Tabela 8. Efekti amortizacije pogrešno kapitalizovane imovine

<b>Kapitalizacija poslovnih rashoda u 2013. godini</b>	<b>Realna</b>	<b>Precenjena</b>
<b>Troškovi amortizacije u 2013. godini</b>	<b>Realni</b>	<b>Precenjeni</b>
		<b>za 100.000</b>
<b>Bilans uspeha</b>		
Poslovni prihodi	29.291.127	29.291.127
Troškovi amortizacije	730.339	<b>830.339</b>
Ostali poslovni rashodi	26.128.546	26.128.546
Poslovni dobitak	2.432.242	<b>2.332.242</b>
Neto dobitak	2.224.989	<b>2.124.989</b>
<b>Bilans stanja</b>		
Nekretnine, postrojenja i oprema	5.041.694	<b>5.941.694</b>
Ostala stalna imovina	3.781.125	3.781.125
Obrtna imovina	5.758.337	5.758.337
Kapital	8.995.958	<b>9.895.958</b>
Dugoročna rezervisanja	149.838	149.838
Kratkoročne obaveze	5.435.360	5.411.552
<b>Izveštaj o tokovima gotovine</b>		
Neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti	3.011.148	3.011.148
Neto novčani tok iz investicionih aktivnosti	-350.476	-350.476
Neto novčani tok iz finansijskih aktivnosti	-2.284.773	-2.284.773
Neto novčani tok	375.899	375.899

Izvor: Obračun autora na osnovu hipotetičkih pretpostavki

Efekti potcenjivanja troškova amortizacije, pogrešne politike kapitalizacija poslovnih rashoda, i efekti amortizacije pogrešno kapitalizovane imovine su prikazani u prethodnim tabelama pojedinačno. S obzirom da finansijski izveštaji preduzeća često oslikavaju efekte više računovodstvenih politika, u tabeli 9 su predstavljene pozicije finansijskih izveštaja u dve posmatrane godine, sa jedne strane u realnim iznosima i sa druge strane pod uticajem aktivnosti koje dovode do precenjivanja, odnosno potcenjivanja elemenata bilansa uspeha, bilansa stanja i izveštaja o novčanim tokovima.

Pogrešno kapitalizovanje poslovnih rashoda je u 2012. godini iskazano preko pozicije bilansa uspeha Ostali poslovni rashodi, a potcenjeni troškovi amortizacije u okviru istoimene pozicije poslovnih rashoda. Poslovni i neto dobitak su precenjeni pod uticajem prethodno navedenih aktivnosti, kao i vrednost kapitala koji uključuje interno generisane tokove rentabiliteta u obliku periodičnog dobitak. Vrednost nekretnina, postrojenja i opreme je precenjena za deo veće kapitalizacije, ali i usled manjeg stepena

amortizacionog otpisa opreme u tekućoj godini. Promene dobitka nastale pod uticajem manjih troškova amortizacije nisu praćene promenama u visini i strukturi novčanih tokova. Precenjene vrednosti poslovnog novčanog toka i potcenjen neto novčani tok iz investicionih aktivnosti su rezultat za 1.000.000 dinara veće kapitalizacije troškova u odnosu na realne vrednosti.

Tabela 9. Ukupni efekti pogrešnog kapitalizovanja i amortizacije

	Realne vrednosti		Precenjene / potcenjene vrednosti	
	2012	2013	2012	2013
<b>Bilans uspeha</b>				
Poslovni prihodi	28.216.516	29.291.127	28.216.516	29.291.127
Troškovi amortizacije	718.591	730.339	<b>668.591</b>	<b>780.339</b>
Ostali poslovni rashodi	25.383.281	26.128.546	<b>24.383.281</b>	26.128.546
Poslovni dobitak	2.114.644	2.432.242	<b>3.164.644</b>	<b>2.382.242</b>
Neto dobitak	1.821.745	2.224.989	<b>2.871.745</b>	<b>2.174.989</b>
<b>Bilans stanja</b>				
Nekretnine, postrojenja i oprema	5.378.438	5.041.694	<b>6.428.438</b>	<b>5.991.694</b>
Ostala stalna imovina	3.147.309	3.781.125	3.147.309	3.781.125
Obrtna imovina	5.803.604	5.758.337	5.803.604	5.758.337
Kapital	8.228.940	8.995.958	<b>9.278.940</b>	<b>9.945.958</b>
Dugoročna rezervisanja	142.335	149.838	142.335	149.838
Kratkoročne obaveze	5.958.076	5.435.360	5.958.076	5.435.360
<b>Izveštaj o tokovima gotovine</b>				
Neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti	3.440.228	3.011.148	<b>4.440.228</b>	3.011.148
Neto novčani tok iz investicionih aktivnosti	-456.263	-350.476	<b>-1.456.263</b>	-350.476
Neto novčani tok iz finansijskih aktivnosti	-3.349.093	-2.284.773	-3.349.093	-2.284.773
Neto novčani tok	-365.128	375.899	-365.128	375.899

Izvor: Obračun autora na osnovu hipotetičkih pretpostavki

Efekti produženja korisnog veka upotrebe opreme u 2012. godini su vidljivi u finansijskim izveštajima i u 2013. godini. Na ovaj način obračunati manji troškovi amortizacije se prepliću sa precenjenim troškovima amortizacije nastalim kao rezultat amortizacije prethodno kapitalizovane imovine. S obzirom da kao rezultat umerene politike amortizacije opreme u troškovi amortizacije manji za 50.000 dinara a precenjeni usled amortizacije kapitalizovane imovine za 100.000 dinara, poslovni i neto dobitak u 2013. godini su iskazani za 50.000 dinara manje odnosu na realne vrednosti. Oprema precenjena u 2012. godini figurira i u 2013. ali je vrednost manja za iznos amortizacije od 100.000 dinara. Ukoliko se uzmu u obzir i viša sadašnja vrednost opreme kao rezultat amortizacije niže za 50.000 dinara, ukupna vrednost nekretnina, postrojenja i opreme je precenjena za 950.000 dinara. Novčani tokovi su u 2013. godini nepromenjeni.

## 4.2. Prepoznavanje indikatora koji ukazuju na izloženost preduzeća poslovnim i finansijskim rizicima

Uticaj na visinu iskazane dobiti nije jedini, ali je najčešće korišćen instrument kreativnog finansijskog izveštavanja. Upravljanje dobitkom (*Earnings Management*) od strane menadžmenta preduzeća može biti motivisano povećanjem upotrebne vrednosti računovodstvenih informacija za sve interesne grupe preduzeća. Oblikovanje u granicama opšteprihvaćenih računovodstvenih principa može se posmatrati kao regularna poslovna praksa ukoliko menadžeri koriste pravo izbora računovodstvenih metoda u cilju uravnotežavanja dobitka. U periodu kada su dobitna ostvarenja iznad očekivanih, skrivenim rezervama se dobitak iskazuje manjim nego što realno jeste, da bi se rezerve aktivirale i dobitak uvećao u periodu nezadovoljavajuće uspešnosti i visina iskazane dobiti prilagodila očekivanom dobitku. Stabilan rast dobitka tokom perioda je osnova za vođenje politike stabilnih dividendi. Nestabilan dobitak investitore navodi na preispitivanja i odluke koje mogu negativno da utiču na cenu akcija, tržišnu vrednost i cenu sopstvenog kapitala. Preduzeća mogu planirati ulaganja i prodaju imovine, kako bi se ostvario stabilan rast dobitka tokom perioda. Akumuliranje i neiskazivanje prihoda od prodaje se vrši u cilju aktiviranja prihoda u periodima nestabilnijih dobitnih ostvarenja. Preduzeća ponekad isporučuju proizvode u poslednjim danima obračunskog perioda kada im odgovara prikazivanje prihoda od prodaje. Kapitalizacija rashoda perioda, politika otpisivanja i politika rezervisanja, način vrednovanja finansijskih plasmana su takođe determinante koje utiču na visinu iskazanog dobitka preduzeća.

Uravnoteženje dobitka (*Income Smoothing*) je samo jedna od strategija upravljanja dobitkom. *Wild, Subramanyam i Halsey*<sup>125</sup> govore o povećanju dobitka (*Increasing Income*) i velikom spremanju (*Big Bath*) kao o strategijama upravljanja i oblikovanja rezultata koje za cilj imaju stvaranje pogrešne predstave o performansama preduzeća, što utiče na smanjenje kvaliteta finansijskih izveštaja. Namera iskazivanja uvećanog dobitka je prikazivanje povoljnije prinosne snage preduzeća. Veliko spremanje podrazumeva agresivno otpisivanje imovine u tekućem periodu radi iskazivanja povećanja dobitka u narednim periodima.

Kvalitet dobitka je određen kvalitetom prihoda i rashoda. Uobličavanje dobitka narušavanjem kvaliteta prihoda je često među menadžerima preduzećima koja su sklони kreativnom finansijskom izveštavanju. S obzirom da koristi od manipulacija prihodima mogu biti značajne, pokazalo se da se menadžeri češće odlučuju da na visinu dobitka utiču manipulisanjem prihoda nego rashoda. *Dechow, Ge, Larson i Sloan*<sup>126</sup> su istraživanjima pokazali da je čak 54,6% preduzeća koja su primenjivala kreativnu računovodstvenu praksu koristilo mere koje su povećavale prihode, a 11,5% se fokusiralo na manipulisanje rashodima.

Poslovni rashodi koji su povezani sa potraživanjima po osnovu poreza na dodatu vrednost su ređe predmet kreativne računovodstvene prakse u odnosu na ostale poslovne rashode, iako postoji mogućnost falsifikovanja primljenih faktura radi ostvarivanja prava na povraćaj prethodnog poreza na dodatu vrednost. Prilikom

---

<sup>125</sup> Wild, J., Subramanyam, K., Halsey, R., op. cit., str. 66.

<sup>126</sup> Rezultati istraživanja su navedeni prema: Škarić-Jovanović, K., *Kreativno računovodstvo – motivi, instrumenti i posledice*, op. cit., str. 7.

ispitivanja kvaliteta dobitka, posebnu pažnju treba posvetiti ispitivanju realnosti poslovnih rashoda poput troškova amortizacije, rezervisanja i rashoda po osnovu promene vrednosti imovine. Prihodi i rashodi koji nisu povezani sa novčanim tokovima su lakši za oblikovanje u odnosu na prihode od naplaćenih otpisanih potraživanja ili dobitke i gubitke od prodaje dugoročne materijalne imovine. Iako se prihodi i rashodi ne podudaraju sa novčanim tokovima nastalim po osnovu navedenih tokova rentabiliteta, činjenica je da treba očekivati prilive ili odlive gotovine. Prihodi i rashodi po osnovu otpisa, umanjena vrednosti, viškova i manjkova su primeri neposlovnih elemenata bilansa uspeha koji nisu povezani sa novčanim tokovima.<sup>127</sup>

Brojna istraživanja koja se bave ispitivanjem kvaliteta dobitka se zasnivaju na korišćenju jednog ili skupa merila kvaliteta. *Dechov, Ge i Schrand*<sup>128</sup> su u svom istraživanju došli do zaključka da ne postoji superiorno merilo kvaliteta dobitka i ističu da alternativna merila kvaliteta ne treba koristiti kao supstitute, već kao komplementarna merila. Prema rezultatima istraživanja Udruženja ovlašćenih istražitelja prevara (*Association of Certified Fraud Examiners - ACFE*) prikazanim u Izveštaju nacijama o prevarama i zloupotrebama koje su se dogodile (*Report to the Nations on Occupational Fraud and Abuse*)<sup>129</sup>, u 92% istraženih slučajeva je identifikovana najmanje jedna crvena zastavica (*Red Flag*) pre nego što je prevara otkrivena. To znači da je postojao bar jedan upozoravajući signal da se u preduzeću možda dogodio neki oblik prevare, i da su menadžeri, zaposleni, revizori ili drugi pripadnici interesnih grupa trebali prepoznati znake koji ukazuju na prevaru.

### • Procena kvaliteta prihoda od prodaje

Procena kvalitet poslovnih prihoda predstavlja prvi korak u analizi kvaliteta dobitka. Korisnost informacije o novčanom prilivu od prodaje za procenu kvaliteta prihoda je u činjenici da procenjeni prihodi preduzeća neće biti u istoj meri praćeni povećanjem novčanog priliva. Nakon uvođenja poreza na dodatu vrednost poslovni prihodi na koje se plaća porez su manje podložni manipulacijama nego prihodi koji su oslobođeni poreza. Prilikom analize performansi preduzeća analitičari posebnu pažnju trebaju posvetiti poslovnim prihodima koji nisu povezani sa porezom na dodatu vrednost.<sup>130</sup>

Odnos priliva od prodaje i prihoda od prodaje prikazan u formuli 5 je indikator koji pokazuje stepen odstupanja naplate prodaje u odnosu na iskazane prihode od prodaje. Pokazatelj kvaliteta prihoda je lakše utvrditi ukoliko je izveštaj o novčanim tokovima sastavljen po direktnoj metodi. Do priliva od prodaje je moguće doći indirektno na osnovu prihoda od prodaje koji se koriguju za promene potraživanja od prodaje i pripadajući porez na dodatu vrednost. Ukoliko se prilivi posmatraju zajedno sa primljenim avansima, kao što je slučaj u domaćoj praksi izveštavanja o novčanim tokovima, prethodnoj korekciji treba dodati i promene vrednosti obaveza po osnovu primljenih avansa.

---

<sup>127</sup> Belak, V., op. cit., str. 127.

<sup>128</sup> Dechov, P., Ge, W., Schrand, C., *Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, their Determinants and their Consequences*, 2010, str. 3.

<sup>129</sup> Association of Certified Fraud Examiners, *Report to the Nations on Occupational Fraud and Abuse*, 2014, str. 5.

<sup>130</sup> Belak, V., op. cit., str. 124.

$$\text{Pokazatelj kvaliteta prihoda} = \frac{\text{Prilivi od prodaje}}{\text{Prihodi od prodaje}} \quad (5)$$

Pad pokazatelja kvaliteta prihoda predstavlja značajno upozorenje za finansijske analitičare. Sledi detaljnija analiza koja treba da otkrije da li su odstupanja posledica trenutnih finansijskih problema, nekvalitetnog upravljanja ili je reč o ozbiljnijim poslovnim problemima preduzeća. Smanjenje pokazatelja često ukazuje na povećan rizik naplate prodaje i rizik nelikvidnosti. Rizik po osnovu nelikvidnosti se povećava i usled forsiranja prodaje na kredit ili nedovoljno likvidnim kupcima. Efekti kreativnog izveštavanja i nekvalitetnih odluka na području prodaje se prelamaju na visinu indikatora. Iako je na osnovu pokazatelja teško identifikovati faktore odstupanja, udaljavanje odnosa priliva i prihoda od jedinice svakako ukazuje na smanjenje kvaliteta prihoda.

Nizak priliv od prodaje u odnosu na priznate prihode od prodaje može značiti nemogućnost naplate potraživanja od kupaca, ali i ukazivati na probleme vezane za priznavanje prihoda. Priznavanje prihoda od prodaje podrazumeva postojanje porudžbenice od kupaca, otpremnice proizvoda i izvesnost da će prihodi biti naplaćeni. Neispunjavanje bilo kog od navedenih uslova, trebalo bi uticati na odlaganje priznavanja prihoda, kako bi se ispoštovao princip realizacije. Prevremeno priznavanje prihoda od prodaje se dešava u periodu kada su proizvodi naručeni od strane kupaca, ali još uvek nisu isporučeni. Isporuka proizvoda nastaje u nekom kasnijem periodu kada je realno priznati prihode od prodaje. Iskazivanje viših poslovnih prihoda se može postići precenjivanjem ostvarenih prihoda, uključivanjem neposlovnih u poslovne i iskazivanjem nepostojećih prihoda.

Preuranjeno iskazani prihodi, prihodi sumnjivog kvaliteta i fiktivni prihodi se velikim delom prelivaju na potraživanja, pri čemu prilivi gotovine izostaju. U takvim situacijama se često odustaje od otpisa nenaplativih potraživanja kako se ne bi povećali troškovi, a dobitak umanjio.<sup>131</sup> Priznavanje fiktivnih prihoda od prodaje nastaje u situacijama kada preduzeće lažira porudžbine i/ili isporuke proizvoda već postojećim ili fiktivnim kupcima ili evidentira prihode na osnovu prospekta o prodaji. Prihodi se iskazuju, a transakcije prodaje nisu stvarno ni nastale. U cilju što vernijeg prikazivanja fiktivnih transakcija prodaje kao stvarnih, menadžment pribegava kreiranju lažne dokumentacije. Poslovne transakcije se evidentiraju na osnovu fiktivnih porudžbenica, otpremnica i faktura. Prihodi sumnjivog kvaliteta nastaju prilikom prodaje proizvoda povezanim preduzećima, priznavanjem prihoda po osnovu kompenzacija ili prodajom kupcima koji imaju problem sa održavanjem likvidnosti.

Korišćenjem pokazatelja pokriva priliva prihodima od prodaje na način prikazan u formuli 6 prilikom testiranja kvaliteta prihoda<sup>132</sup>, može se utvrditi stvarni finansijski položaj preduzeća, ali otkriti i sumnja u postojanje fiktivnih prihoda. Prihod koji je lažiran bez porasta potraživanja neće biti pokriven prilivom od prodaje. Ukoliko je rezultat pokriva prihoda prilivima manji od 1, potrebno je detaljno proveriti razloge odstupanja. Što je procenat odstupanja veći, veći je rizik od prevare. Odstupanje može biti posledica prebijanja potraživanja od kupaca i obaveza prema dobavljačima, s tim da

---

<sup>131</sup> Malinić, D., *Prepoznavanje bilansnih rizika*, op. cit., str. 161.

<sup>132</sup> Belak, V., op. cit., str. 131.



su prebijanja za koja postoje realni razlozi potvrđena i dokazana izjavama o prebijanju, ugovorom o cesiji ili asignaciji. Ukoliko dokumenta izostaju, razlika je rezultat greške ili vrlo verovatno manipulacije. Forenzičari proveravaju da li su smanjenja potraživanja od kupaca praćena prilivima na tekućim računima preduzeća. Predmet ispitivanja jesu i odstupanja smanjenja obaveza prema dobavljačima koje nije praćeno smanjenjem na tekućim računima preduzeća, jer postoji sumnja da su obaveze zatvarane bez plaćanja ili su pretvarane u prihode.

$$\text{Pokriće prihoda prilivima od prodaje} = \frac{\text{Prilivi od prodaje}}{(\text{Prihodi od prodaje} + \text{PDV}) - \text{Porast (smanjenje) potraživanja od kupaca}} \quad (6)$$

Mogući indikatori problema po osnovu kreativnog izveštavanja, poslovnih i finansijskih rizika nameću se sagledavanjem trenda rasta prihoda, poređenjem sa rastom potraživanja, kao i analizom perioda kreditiranja kupaca. Problemi mogu nastati u slučajevima bržeg rasta potraživanja u odnosu na rast prihoda i u slučaju značajnijeg povećanja perioda kreditiranja kupaca, naročito ako to povećanje nije praćeno adekvatnim obelodanjivanjima.

Kao indikatore mogućih manipulacija po pitanju kvaliteta prihoda *Beneish*<sup>133</sup> predlaže utvrđivanje indeksa odnosa potraživanja od kupaca i prihoda od prodaje i indeksa porasta prihoda od prodaje. Rezultati istraživanja kvantitativne razlike između kompanija koje su imale manipulacije u finansijskim izveštajima i kompanija bez manipulacija, su pokazali da izveštaji u kojima su postojale manipulacije pokazuju velike razlike između ostalog u odnosu potraživanja od kupaca i prihoda od prodaje, kao i u indeksu porasta prihoda od prodaje. Indeks odnosa potraživanja od kupaca i prihoda od prodaje (*Days Sales in Receivable Index - DSRI*) u odnosu na kontrolnu meru koja iznosi 1,031 pokazuje da li ili ne postoji sumnja u kvalitet prihoda i potraživanja. Prekoračenje kontrolnog iznosa može ukazati na povećanu prodaju na odloženo, otežane naplate potraživanja od kupaca, ali je svakako signal da odstupanje treba detaljnije analizirati. Indeks porasta prihoda od prodaje (*Sales Growth Index - SGI*) koji pokazuje porast prihoda do 13,4% ne ukazuje na moguće manipulacije. Prekoračenje kontrolne mere može biti rezultat legalnih faktora ili lažiranja.

#### • Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka

Analitičari smatraju da visina pokazatelja koji prati odnos novčanog toka iz poslovanja i dobitka može poslužiti u svrhe ocene kvaliteta iskazanog neto dobitka. Kompanije sa većim iznosom pokazatelja imaju kvalitet iskazanog dobitka na višem nivou. Razlika između dobitka i neto novčanog toka preduzeća posmatrano na kratak rok, može se pravdati vremenskim nepodudaranjem tokova rentabiliteta i novčanih tokova. Pokazatelj kvaliteta dobitka bliži jedinici pokazuje da je manja razlika između ostvarenja zasnovanih na gotovinskoj i obračunskoj osnovi. Ubrzano rastući ili ubrzano opadajući trend pokazatelja upozorava na promene u odnosu neto gotovine iz poslovanja i dobitka i pokazuje da je potrebno izvršiti analizu i pronaći razloge zapaženog trenda. Odstupanje takvo da dobitak raste brže od novčanog toka može biti rezultat činjenice da je dobitak vezan za popunjavanje zaliha kako bi se obezbedilo

---

<sup>133</sup> Ibid, str. 242.

potpunije korišćenje kapaciteta u budućnosti. Ukoliko poslovni dobitak zaostaje za rastom poslovnog novčanog toka, to bi moglo da signalizira da preduzeće stvara latentne rezerve za naredne periode.

Neuobičajeno kretanje i odnos pomenutih tokova tokom više perioda, korisnicima finansijskih izveštaja može biti upozoravajući signal da postoji mogućnost oblikovanja ili lažnog prikazivanja finansijskog rezultata. Dugoročno posmatrano nije održiva situacija u kojoj dobitak stalno raste, a neto novčani tok iz poslovanja stagnira. Zbog toga je realno očekivati da će nakon rasta dobitka uslediti, pre ili kasnije, rast novčanog toka iz poslovanja. Ukoliko je rast novčanog toka iz poslovanja iznad stope rasta poslovnog dobitka, realno je očekivati rast dobitka u narednim periodima. U suprotnom će povećanje neto novčanog toka iz poslovanja prestati. Rast jedne od posmatranih kategorija uz smanjenje ili nedovoljan rast druge veličine ukazuje na neodrživost evidentiranog rasta, koji često može biti uslovljen namernim stvaranjem pogrešnog utiska o performansama preduzeća, čime se dovodi u pitanje kvalitet dobitka. Veliki rast novčanog toka iz poslovanja može ukazivati na visok kvalitet dobitka preduzeća, ali pravi kvalitet zavisi od održivosti izvora rasta neto gotovine.

Pokazatelj kvaliteta dobitka se može pojaviti u obliku koji prati odnos poslovnog dobitka i neto novčanog toka iz poslovanja. Rastuća vrednost pokazatelja koja se ubrzano udaljava od jedinice, navodi na zaključak da je poslovni dobitak nerealno iskazan ili je narušena dugoročna finansijska sigurnost preduzeća, jer trend poslovnog dobitka nije istim tempom praćen trendom neto gotovine generisane iz poslovanja. Opadajuća vrednost pokazatelja u umerenim granicama može ukazivati na povećanje sposobnosti internog generisanja gotovine, ali isto tako može biti indikator da nešto nije u redu sa kontinuitetom poslovanja preduzeća i da iz nekog razloga prilivi rastu znatno brže u odnosu na novčane izdatke.

Visok nivo dobitka i nizak nivo novčanog toka iz poslovanja može biti signal da računovodstvene procene i iskazane vrednosti prihoda i rashoda nisu ekonomski realne. Sloan<sup>134</sup> ističe da je slično rezonovanje koristio i FASB kao argument za pridavanje značaja informacijama o novčanim tokovima. Neuobičajena kretanja predstavljaju upozoravajući signali nakon koga sledi ispitivanje odstupanje i pronalaženje eventualnih uzročnika na strani prihoda ili među poslovnim rashodima. U cilju ocenjivanja kvaliteta poslovnih prihoda i rashoda, pokazatelj kvaliteta dobitka se može posmatrati kao razlika pokazatelja koji prati odnos poslovnih prihoda i novčanog toka iz poslovanja s jedne strane i odnosa poslovnih rashoda i poslovnog novčanog toka s druge strane<sup>135</sup>. Na ovaj način je lakše pratiti eventualnu precenjenost odnosno potcenjenost poslovnih prihoda i rashoda, čime se upotrebna vrednost pokazatelja kvaliteta dobitka povećava.

Carlaw i Mills<sup>136</sup> u svojim studijama pokazuju i mogućnost sagledavanja odnosa poslovnog novčanog toka pre odliva po osnovu kamata i poreza i dobitka pre kamata, poreza i amortizacije. Eliminišući razlike po osnovu ključne negotovinske stavke, odstupanje na ovaj način utvrđenih novčanih i tokova rentabiliteta odmah ukazuje na nepravilnosti.

---

<sup>134</sup> Sloan, G.R., op. cit., str. 291.

<sup>135</sup> Malinić, D., *Cash Flow kao instrument otkrivanja poslovno - finansijskih rizika*, op. cit., str. 56.

<sup>136</sup> Carlaw, C.A., Mills, J.R., op. cit., str. 63.

• **Indikator kvaliteta dobitka**

Kvalitet zarada se može pratiti pomoću indikatora kvaliteta dobitka (*Earnings Quality Indicator - EQI*). U pitanju je sveobuhvatniji pokazatelj kvaliteta dobitka u odnosu na prethodne, jer povezuje novčani tok iz poslovanja, poslovni dobitak i prihode od prodaje. Indikator se utvrđuje na način prikazan u formuli 7 tako što se razlika između novčanog toka iz poslovanja i poslovnog dobitka stavlja u odnos sa prihodima od prodaje.

$$\text{Indikator kvaliteta dobitka} = \frac{\text{Poslovni novčani tok} - \text{Poslovni dobitak}}{\text{Prihodi od prodaje}} \quad (7)$$

Isti pokazatelj se u literaturi može pronaći i pod nazivom Višak gotovinske marže (*Excess Cash Margin – ECM*). Sam naziv govori da se posmatra višak gotovinske marže u odnosu na profitnu maržu. Dekomponovanjem pokazatelja kvaliteta utvrđenog na prethodno opisan način dolazi se do formule 8. Gotovinska marža se posmatra kao odnos neto gotovine iz poslovanja i prihoda od prodaje, a profitna marža kao odnos poslovnog dobitka i prihoda od prodaje.<sup>137</sup>

$$\text{Indikator kvaliteta dobitka} = \frac{\text{Poslovni novčani tok}}{\text{Prihodi od prodaje}} - \frac{\text{Poslovni dobitak}}{\text{Prihodi od prodaje}} \quad (8)$$

Indikator kvaliteta dobitka kao razlika gotovinske (*Operating Cash Margin*) i profitne marže (*Operating Profit Margin*) prikazan je u formuli 9.

$$\text{Indikator kvaliteta dobitka} = \text{Gotovinska marža} - \text{Profitna marža} \quad (9)$$

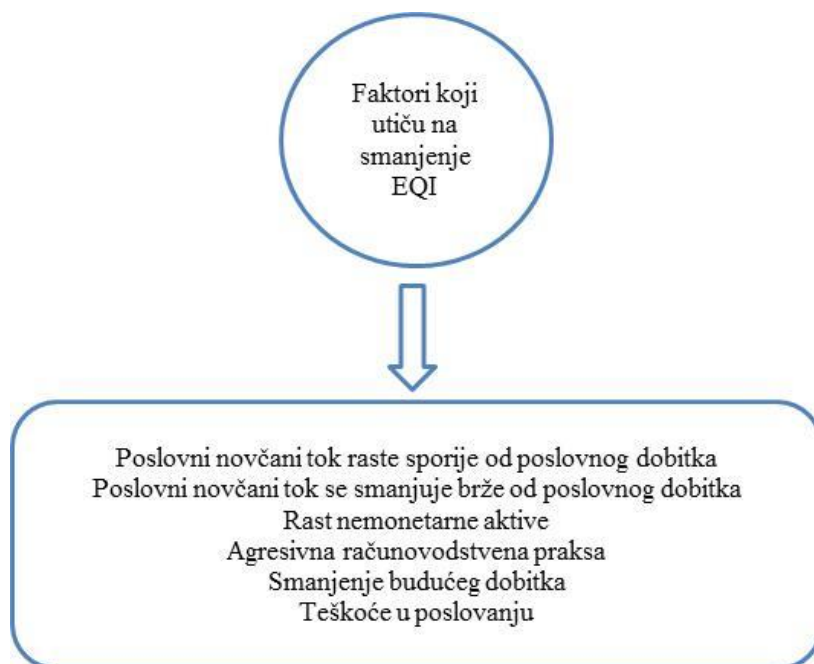
Buduće performanse, zasnovane na dobitku i novčanim tokovima, ne dovode se u pitanje samo u slučaju stabilnih indikatora kvaliteta dobitka. Stabilna vrednost pokazatelja tokom perioda je rezultat stabilne stope rasta poslovnog dobitka, neto gotovine iz poslovanja i prihoda od prodaje, što se očekuje od profitabilnog i finansijski zdravog preduzeća. To znači da će stejkholderi preduzeća odluke donositi na osnovu realnih informacija o performansama preduzeća. Značajnije smanjenje ili povećanje indikatora tokom perioda može biti rezultat više faktora. Faktori koji utiču na smanjenje indikatora kvaliteta dobitka su predstavljeni na slici 5 kao prikaz autora na osnovu brojne stručne literature.

Indikator kvaliteta dobitka koji je tokom posmatranog perioda u padu, generalno posmatrano upućuje na pitanje održivosti budućih dobitnih ostvarenja. Opadajuća vrednost indikatora može biti rezultat bržeg rasta dobitka u odnosu na neto gotovinu, jer preduzeće prelazi iz početne u fazu rasta ili je nakon faze usporene poslovne aktivnosti usledio povećan obim poslovanja. Isti efekat po visinu pokazatelja imaju i ulaganja u tekućem periodu po osnovu kojih se očekuju prilivi u narednim periodima. U pitanju su aktivnosti koje utiču na usporavanje neto gotovine u odnosu na dobitak i smanjenje pokazatelja, što se može pravdati činjenicom da se povećanje neto gotovine tek očekuje.

---

<sup>137</sup> Mulford, C.W., Comiskey, E.E., *Creative Cash Flow Reporting: Uncovering Sustainable Financial Performance*, op. cit., str. 291.

Slika 5. Faktori koji utiču na smanjenje indikatora kvaliteta dobitka



Izvor: Prikaz autora

Postoji mogućnost da je smanjena, često i negativna vrednost pokazatelja rezultat bržeg rasta prihoda i dobitka usled nerealnog povećanja imovine ili smanjenja obaveza. U tom slučaju nije osnovano očekivati povećanje neto novčanog toka iz poslovanja u narednim periodima. *Xerox Corp.*<sup>138</sup> je jedan od primera kompanije koja je tokom više perioda imala rastući trend poslovnog dobitka, dok je u istom periodu višak gotovinske marže bio negativan, što je bilo posledica agresivne računovodstvene prakse koju je kompanija vodila.

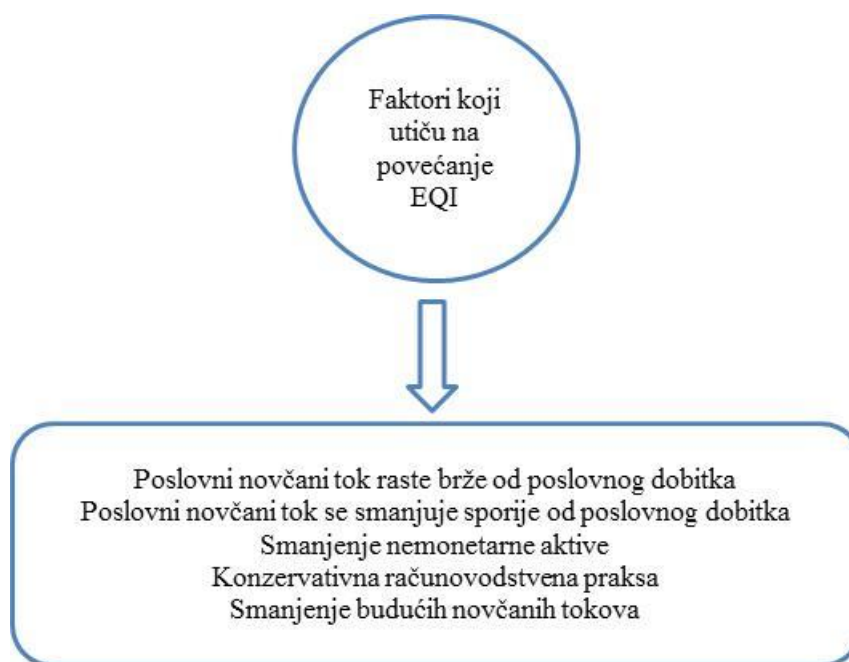
Neznatno povećanje indikatora tokom vremena ne mora da znači da je narušena ravnoteža između novčanog toka iz poslovanja i poslovnog dobitka. Ipak, rastući trend indikatora kvaliteta dobitka usled znatno bržeg rasta neto gotovine iz poslovanja upućuje na dublju analizu i proveru održivosti budućih novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti. Rast neto gotovine bez rasta dobitka ne može biti održiv na duži rok. Faktori koji utiču na povećanje indikatora kvaliteta dobitka su predstavljeni na slici 6 kao prikaz autora na osnovu nekoliko relevantnih stručnih referenci.

Gotovinska marža je jedna od varijabli pokazatelja za identifikovanje krize u preduzeću, koji je Kralicek<sup>139</sup> razvio na uzorku evropskih preduzeća. Vrednost DF pokazatelja koji predstavlja funkciju šest pokazatelja služi kao osnova za ocenu finansijske stabilnosti, koja je najbolja za najviše vrednosti pokazatelja i loša za pokazatelj ispod 1. Početak insolventnosti, umerena insolventnost i izrazita insolventnost su praćeni kritičnim vrednostima DF pokazatelja.

<sup>138</sup> Mulford, C.W., Comiskey, E.E., *Creative Cash Flow Reporting: Uncovering Sustainable Financial Performance*, op. cit., str. 293-298.

<sup>139</sup> Alihodžić, A., Plakalović, N., op. cit., str. 243.

Slika 6. Faktori koji utiču na povećanje indikatora kvaliteta dobitka



Izvor: Prikaz autora

Kralicekov *quick test* na osnovu pokazatelja sopstvenog finansiranja, perioda otplate duga u godinama, procenta rentabilnosti ukupnog kapitala i udela novčanog toka u poslovnom prihodu ocenjuje finansijsku stabilnost preduzeća ocenama od 1 do 5. Koje su referentne vrednosti učešća poslovnog novčanog toka u poslovnom prihodu prihvatljive prema Kralicekovom *quick testu* pokazuje tabela 10.

Tabela 10. Udeo poslovnog novčanog toka u poslovnom prihodu prema Kralicek testu

Odlično	Vrlo dobro	Dobro	Loše	Opasnost od insolventnosti
> 10%	≥ 8%	≥ 5%	< 5%	Negativan rezultat

Izvor: Alihodžić, A., Plakalović, N., 2013, str. 243.

Ocena jedan pokazuje da se radi o preduzeću čija je finansijska stabilnost odlična. Vrlo dobrom se smatra finansijska stabilnost ocenjena sa ocenom dva. Ocena tri ukazuje na dobru, a četiri već pokazuje da preduzeće ima lošu finansijsku stabilnost. Opasnosti od insolventnosti je prema ovom testu izloženo svako preduzeće koje beleži negativnu vrednost učešća novčanog toka u prihodima, odnosno preduzeća sa negativnim poslovnim novčanim tokom. Najpoželjnije je učešće poslovnog novčanog toka u poslovnom prihodu od preko 10%. Preduzeća sa pokazateljem iznad 10% dobijaju jedan kao najbolju ocenu. Vrlo dobrim i dobrim se smatra učešće između 8% i 5%. Marža ispod 5% može biti loša po dugoročnu finansijsku sigurnost preduzeća, dok negativan rezultat pokazatelja ukazuje na opasnost od nesolventnosti.

Vrednost i trend pokazatelja kvaliteta mogu biti od koristi kao signali mogućih problema preduzeća sa zarađivačkom ili sposobnošću sticanja novčanih sredstava. Ukoliko se na ovaj način uočene nepravilnosti detaljnom analizom potvrde kao istinite, na vreme se može reagovati i sprečiti eventualna šteta investitora i poverilaca.

Uključivanjem samo novčanih tokova, prihoda i rashoda održivog karaktera povećava se upotrebna vrednost pokazatelja, jer se eliminišu novčani i tokovi rentabilneta koji se zbog njihove prirode nastanka ne mogu očekivati u budućem periodu.

## **5. PROCENA KVALITETA DOBITNIH PERFORMANSI PREDUZEĆA U SRBIJI**

Procenom performansi na osnovu analize novčanih tokova, mogu se potvrditi ostvarene dobitne performanse preduzeća, ali i naslutiti neregularnosti prilikom izveštavanja o uspešnosti poslovanja preduzeća. Prethodna analiza indikatora koji ukazuju na izloženost preduzeća poslovnim i finansijskim rizicima se upotpunjuje sopstvenim istraživanjem autora, čiji je cilj procena kvaliteta dobitnih performansi odabrane grupe preduzeća u Srbiji. U skladu sa definisanom hipotezom i ciljem izabran je adekvatan uzorak preduzeća na kome je sprovedeno istraživanje i izvršena analiza poslovanja kroz analizu finansijskih izveštaja. Precizne procene mogućih poslovnih, finansijskih i rizika kvaliteta informacija prikazanih u finansijskim izveštajima je neophodno vršiti za svako pojedinačno preduzeće, što je i urađeno za odabranu grupu preduzeća. Rezultati analize finansijskih izveštaja su prikazani u skladu sa fazama istraživanja i zbog obimnosti nisu inkorporirani u celosti u strukturu rada.

Početak istraživanja se odnosi na izbor grupe preduzeća za koja se utvrđuju pojedinačni indikatori kvaliteta dobitka i definisanje načina utvrđivanja odabranih parametara kvaliteta koji su grupisani u tri celine. Na osnovu utvrđene vrednosti pokazatelja za pojedinačna preduzeća iz izabranog uzorka, analizirana je deskriptivna statistika svakog pokazatelja, kako na nivou uzorka, tako i po sektorima u kojima preduzeća posluju. Sledeća faza istraživanja se odnosi na detaljnu kvantitativnu i opisnu analizu kvaliteta dobitka pojedinačnih preduzeća. Odabrana su preduzeća prerađivačke industrije kao najzastupljenija grupa u analiziranom uzorku. Tokom poslednje faze istraživanja došlo se posebnih grupa preduzeća prerađivačke industrije koje se razlikuju po determinantama indikatora kvaliteta.

Prema navedenim fazama istraživanja u nastavku rada su analizirani izvori podataka koji čine osnovu istraživanja, merila kvaliteta dobitka, distribucijske karakteristike analiziranih pokazatelja i detaljna analiza indikatora kvaliteta preduzeća prerađivačke industrije.

### **5.1. Izvori podataka**

Predmet analize kvaliteta dobitnih performansi jeste grupa preduzeća koja posluju u Srbiji, a koja su u 2012. godini činila 100 najprivrednih društva po neto dobitku. Lista najboljih preduzeća sa aspekta uspešnosti poslovanja je preuzeta iz makroekonomskog saopštenja Agencije za privredne registre (APR) Republike Srbije<sup>140</sup>. Odabrani indikatori kvaliteta dobitka su utvrđeni na osnovu podataka koji su preuzeti iz

---

<sup>140</sup> Agencija za privredne registre Republike Srbije, STO NAJ... privrednih društava u Republici Srbiji u 2012. godini, prilog 2.

pojedinačnih finansijskih izveštaja u okviru Registra finansijskih izveštaja APR-a<sup>141</sup>. Analizom je obuhvaćen period od tri ili četiri godine u zavisnosti od vrste indikatora, tako da su pozicije finansijskih izveštaja preduzeća preuzete za 2010., 2011., 2012. i 2013. godinu. Obrada podataka i utvrđivanje osnovnih statističkih parametara su sprovedeni na osnovu funkcija Microsoft Excel aplikacije u okviru Microsoft Office softverskog paketa.

Iz prvobitne analize je isključeno osam preduzeća, a sektorska struktura i razlozi isključenja su navedeni u tabeli 11. U slučaju četiri preduzeća, stečaj je glavni razlog za neuključivanje u analizu. Zbog nedostatka kompletnih finansijskih izveštaja za period 2011-2013. godina tri preduzeća nisu deo procene kvaliteta dobitka. Jedno od preduzeća čija delatnost jesu finansijske usluge je na listi najuspešnijih preduzeća srpske privrede zahvaljujući visokim finansijskim prihodima. Neto novčani tok iz poslovanja i poslovni rezultat su zbog prirode delatnosti negativne veličine, što je i razlog neuključivanja u analizu.

Tabela 11. Preduzeća isključena iz analize kvaliteta dobitka

	<b>Preduzeće</b>	<b>Sektor</b>	<b>Razlog isključenja</b>
1	AFB	K	Finansijske usluge
2	ZČA	C	Nedostatak finansijskih izveštaja
3	DBG	M	Nedostatak finansijskih izveštaja
4	IVB	C	Stečaj
5	ABG	M	Stečaj
6	HNS	C	Stečaj
7	PKL	C	Nedostatak finansijskih izveštaja
8	FNI	A	Stečaj

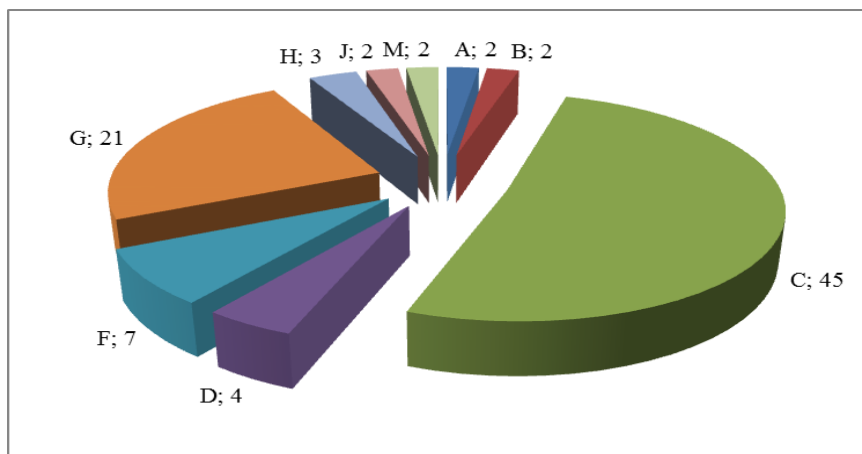
Izvor: Prikaz autora

Posmatrajući sektorsku strukturu analiziranih preduzeća iz grupe 100 naj po neto dobitku, dominiraju preduzeća iz sektora C - Prerađivačka industrija. Broj preduzeća po sektorima je prikazan na grafikonu 1. Među najzastupljenijima su i preduzeća iz sektora G - Trgovina na veliko i trgovina na malo i F - Građevinarstvo. Sektori D – Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija i H – Saobraćaj i skladištenje imaju 4 i 3 predstavnika respektivno, a po 2 preduzeća posluju u okviru sektora A – Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo, B – Rudarstvo, J – Informisanje i komunikacije i M – Stručne, naučne, inovacione i tehničke delatnosti.

Sektori E – Snabdevanje vodom, upravljanje otpadnim vodama, kontrolisanje procesa uklanjanja otpada, I – Usluge smeštaja i ishrane, K - Finansijske delatnosti i delatnost osiguranja, L – Poslovanje nekretninama i R – Umetnost, zabava i rekreacija imaju po jedno preduzeće kao sektorskog predstavnika, što zbog preglednosti nije prikazano na grafikonu 1.

<sup>141</sup> Agencija za privredne registre Republike Srbije, Registar finansijskih izveštaja pravnih lica i preduzetnika, 2011, 2012 i 2013. godina.

Grafikon 1. Sektorska struktura analiziranih preduzeća



Izvor: Prikaz autora

Posmatrajući liste sto preduzeća sa najvećim neto dobitkom u tri uzastopne godine, može se zapaziti izražena fluktuacija. Od 100 naj preduzeća u 2012. godini, 74 preduzeća je zadržalo status naj po neto dobitku koju su stekli u 2011. godini, dok se grupi 100 naj priključilo 36 novih preduzeća. Već se u 2013. godini 50 preduzeća sa liste sto naj u 2012. ne nalazi na listi najuspešnijih sa aspekta visine neto dobitka.

## 5.2. Merila kvaliteta dobitka

Kvalitet dobitnih ostvarenja se ocenjuje na osnovu indikatora koji su zasnovani na novčanim tokovima i njihovog odnosa sa ostalim odabranim pokazateljima. Analiza se vrši po grupama parametara koje se prate za preduzeća pojedinačno i na nivou delatnosti kojoj pripadaju. Odabrani indikatori klasifikovani po grupama parametara su prikazani u tabeli 12.

Tabela 12. Merila kvaliteta dobitka

<b>Prva grupa parametara</b>	
Indikator kvaliteta dobitka	
Gotovinska marža	
Profitna marža	
<b>Druga grupa parametara</b>	
Poslovni novčani tok	
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	
Indikator kvaliteta prihoda	
<b>Treća grupa parametara</b>	
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	
Indeks rasta prihoda od prodaje	

Izvor: Izbor autora



Početak analize se odnosi na utvrđivanje indikatora kvaliteta dobitka kao determinante gotovinske i profitne marže. Način definisanja prve grupe parametara je prikazan u formulama 10, 11 i 12. Pod gotovinskom maržom se podrazumeva marža koja pokazuje udeo poslovnog novčanog toka u prihodima od prodaje. Za potrebe utvrđivanja indikatora kvaliteta je korišćena profitna marža pod kojom se podrazumeva stopa poslovnog dobitka.

$$\text{Indikator kvaliteta dobitka} = \frac{\text{Poslovni novčani tok} - \text{Poslovni dobitak}}{\text{Prihodi od prodaje}} \times 100 \quad (10)$$

$$\text{Gotovinska marža} = \frac{\text{Poslovni novčani tok}}{\text{Prihodi od prodaje}} \times 100 \quad (11)$$

$$\text{Profitna marža} = \frac{\text{Poslovni dobitak}}{\text{Prihodi od prodaje}} \times 100 \quad (12)$$

Ocena sposobnosti generisanja novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti, odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka i kvalitet prihoda od prodaje čine drugu grupu pokazatelja koji se analiziraju za odabranu grupu preduzeća. Formule 13, 14 i 15 pokazuju na koji su način pomenuti pokazatelji mereni.

$$\text{Poslovni novčani tok} = \text{Poslovni prilivi gotovine} - \text{Poslovni odlivi gotovine} \quad (13)$$

$$\text{Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka} = \frac{\text{Poslovni novčani tok}}{\text{Poslovni dobitak}} \quad (14)$$

$$\text{Indikator kvaliteta prihoda} = \frac{\text{Prilivi od prodaje}}{\text{Prihodi od prodaje}} \quad (15)$$

Pokazatelj odnosa potraživanja i prihoda od prodaje, indeks koji meri promenu njihovog odnosa i indeks porasta prihoda od prodaje se utvrđuju na način prikazan u formulama 16, 17 i 18.

$$\text{Odnos potraživanja i prihoda od prodaje} = \frac{\text{Potraživanja od prodaje}}{\text{Prihodi od prodaje}} * 100 \quad (16)$$

$$\text{Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje} = \frac{\text{Potraživanja od prodaje}_t / \text{Prihodi od prodaje}_t}{\text{Potraživanja od prodaje}_{t-1} / \text{Prihodi od prodaje}_{t-1}} \quad (17)$$

$$\text{Indeks rasta prihoda od prodaje} = \frac{\text{Prihodi od prodaje}_t}{\text{Prihodi od prodaje}_{t-1}} \quad (18)$$

Pokazatelji koji se analiziraju u okviru treće grupe parametara su indikatori poslovno-finansijskog rizika zasnovani na trendu i odnosu potraživanja od prodaje i prihoda od prodaje.

### 5.3. Distribucijske karakteristike indikatora

Deskriptivna statistika sprovedenog istraživanja obuhvata prosek, standardnu devijaciju, medijanu, medijalne kvartale, koeficijent kvartilne varijacije, maksimalne, minimalne i postotne vrednosti svakog indikatora. Standardna devijacija kao apsolutna mera disperzije pokazuje prosečno odstupanje od prosečne vrednosti indikatora. Medijana kao pozicioni parametar srednje vrednosti je reprezentativna za poređenje preduzeća u grupi. Za potrebe detaljnije analize, korisne su gornja i donja medijana. Medijana rezultata polovine preduzeća sa najvišim pokazateljima poznata kao treći kvartal (Q3) pokazuje da 25% preduzeća ima vrednost pokazatelja u rasponu od vrednosti Q3 do maksimalne vrednosti a 25% od Q3 do medijane. Medijana rezultata polovine preduzeća sa najnižim pokazateljima je poznata kao prvi kvartal (Q1) i koristi se za grupisanje 25% preduzeća koja imaju najniže vrednosti analiziranog pokazatelja i 25% preduzeća čije vrednosti pokazatelja se kreću u rasponu od Q1 do medijane. S obzirom na izrazito visok stepen varijabiliteta većine pokazatelja meren koeficijentom varijacije, utvrđuje se koeficijent kvartilne varijacije kao relativna mera disperzije centralnih 50% preduzeća. Maksimalne i minimalne vrednosti imaju ograničenu upotrebu, zato su postotne vrednosti 10 i 90 od koristi prilikom prosuđivanja šta je visoka, a šta niska vrednost pokazatelja u grupi. Procentne stope poznate kao percentili mogu biti korisne za određivanje grupe preduzeća koja ima negativne vrednosti pokazatelja. Tabele u nastavku prikazuju zbirnu deskriptivnu statistiku za pojedinačne indikatore kvaliteta.

- **Prva grupa parametara**

Prvu grupu parametara čine gotovinska marža, profitna marža i indikator kvaliteta dobitka kao rezultat razlike između gotovinske i profitne marže. Deskriptivna statistika indikatora za posmatrani trogodišnji period je data u tabeli 13.

Posmatrajući distribucijske karakteristike posmatrane grupe preduzeća, evidentna je negativna prosečna vrednost indikatora kvaliteta dobitka. Negativne su i minimalna vrednost, vrednosti prvog kvartala i medijana u sve tri posmatrane godine. Pozitivna vrednost Q3 kvartala pokazuje da 25% preduzeća ima indikator kvaliteta dobitka u rasponu od 3 do 81,5% što je maksimalna vrednost indikatora u 2012. godini. Analiza statističkih parametara gotovinske i profitne marže kao determinanti indikatora kvaliteta pokazuje pozitivne vrednosti osim u slučaju minimalnih marži. Negativne su i desetopostotne vrednosti za gotovinsku maržu, jer 16,3% preduzeća u 2012. i 13% u 2013. godini beleži negativnu gotovinsku maržu. U 2011. godini je procenat ispod 10%, odnosno 7,6% ukupnog broja analiziranih preduzeća. Minimalna negativna profitna marža u 2012. godini je i jedina negativna profitna marža, pri čemu u 2013. godini dva preduzeća beleže poslovni gubitak i negativne profitne marže. Zaključak je da su negativne medijana, prosečna vrednost i prvi kvartal indikatora kvaliteta dobitka rezultat veće profitne u odnosu na gotovinsku maržu. Koeficijent kvartilne varijacije pokazuje da je varijabilitet profitne marže umereniji od varijabiliteta gotovinske marže.

Trend gotovinske marže, profitne marže i indikatora kvaliteta dobitka u posmatranom trogodišnjem periodu, prikazan na grupisanom grafikonu 2 pokazuje prosečne vrednosti navedenih indikatora za celu grupu preduzeća, kao i za pojedinačne sektore. Sto najuspešnijih preduzeća sa aspekta visine neto dobitka čini 45 preduzeća sektora

prerađivačke industrije, 21 trgovine i 7 preduzeća iz sektora građevinarstva, što je 79% ukupnog broja preduzeća.

Tabela 13. Deskriptivna statistika indikatora kvaliteta dobitka i marži

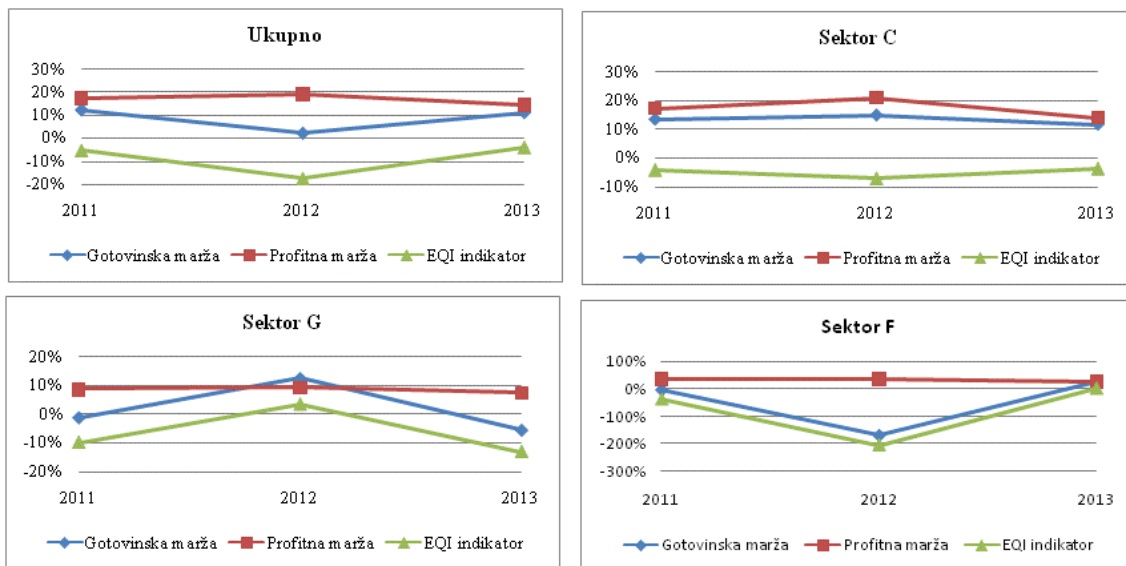
<b>Gotovinska marža</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Mean	12,1	2,1	10,9
Stdevp	28,9	135,1	28,9
Min	-134,4	-1.273,4	-158,1
Percentile 10	-5,3	-3,6	-12,8
Q1	3,5	3,9	1,4
Median	11,2	11,3	8,3
Q3	25,2	26,2	22,9
Percentile 90	37,4	34,3	35,5
Max	91,5	80,2	107,7
Koeficijent Q varijacije	75,4	74,2	88,8
<b>Profitna marža</b>			
Mean	17,3	19,0	14,4
Stdevp	16,0	16,5	14,8
Min	-10,6	-22,9	-27,5
Percentile 10	2,2	4,1	2,0
Q1	8,0	8,8	5,0
Median	13,6	14,5	12,2
Q3	23,0	27,9	19,6
Percentile 90	36,4	38,2	29,8
Max	82,1	79,0	74,8
Koeficijent Q varijacije	48,4	52,2	59,1
<b>Indikator kvaliteta dobitka</b>			
Mean	-5,5	-17,4	-4,1
Stdevp	28,0	138,8	25,6
Min	-152,1	-1.326,9	-142,0
Percentile 10	-22,8	-23,9	-24,8
Q1	-10,9	-9,6	-10,4
Median	-3,2	-3,9	-2,7
Q3	1,3	3,1	6,1
Percentile 90	13,2	9,6	13,8
Max	87,6	81,5	75,8
Koeficijent Q varijacije	-126,6	-193,5	-384,4

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Relativno stabilne profitne marže na nivou grupe analiziranih preduzeća i sa aspekta pojedinačna tri sektora pokazuju da je vrednost indikatora kvaliteta dobitka pre svega određena nestabilnim gotovinskim maržama. Na nivou grupe, indikator je negativan u posmatranom periodu iako su gotovinske marže pozitivne jer su niže od profitnih. U slučaju sektora prerađivačke industrije odnos gotovinske i profitne marže je stabilniji u

posmatranom periodu, ali je takođe indikator negativan zahvaljujući nižoj gotovinskoj u odnosu na profitnu maržu.

Grafikon 2. Trend indikatora kvaliteta dobitka i marži po sektorima



Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Trend gotovinske marže tokom posmatranog perioda u sektoru trgovine i građevinarstva je suprotan. Negativna gotovinska marža sektora trgovine u 2011. godini raste i u 2012. prelazi visinu profitne marže, da bi se u 2013. godini spustila na -6%. U sektoru građevinarstva izrazito negativna gotovinska marža u 2012. godini u proseku raste na 28% u narednoj godini doprinoseći stvaranju pozitivne vrednosti indikatora. Izrazito negativna gotovinska marža u 2012. godini je rezultat visokog neto odliva gotovine iz poslovnih aktivnosti jednog od preduzeća iz sektora građevinarstva.

### • Druga grupa parametara

Deskriptivna statistika odnosa poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka, kao i indikatora kvaliteta prihoda je data u tabelama 14 i 15. Statistički parametri druge grupe analiziranih pokazatelja su prikazani za trogodišnji period.

Analiza Q1 i Q3 vrednosti pokazatelja koji prati odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka pokazuje da polovina preduzeća u 2012. godini ima pokazatelj u rasponu od 0,35 do 1,27 što govori da veliki broj preduzeća ima ekstremne vrednosti pokazatelja. Van granica raspona su i vrednosti pokazatelja tri preduzeća koja se nalaze u top 10 po neto dobitku u toj godini. U 2013. godini je raspon još veći i iznosi 0,16 do 1,52. Minimalne vrednosti pokazatelja u analiziranoj grupi su negativne vrednosti uglavnom zahvaljujući negativnim novčanim tokovima iz poslovanja i nestabilnim poslovnim rezultatima.

Analiza statističkih parametara pokazatelja kvaliteta prihoda prikazanih u tabeli 15 pokazuje da polovina analiziranih preduzeća ima pokazatelj kvaliteta prihoda iznad 1,1 a druga polovina ispod medijane u 2012. godini. Medijana pokazatelja kvaliteta prihoda je niža u prethodnoj, ali i godini koja sledi. Sa aspekta poslovno prihodne strane

rezultata poslovanja, vrednost pokazatelja bliža jedinici je dobra pretpostavka kvaliteta dobitka.

Tabela 14. Deskriptivna statistika odnosa poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka

	2011	2012	2013
Mean	1,19	-0,10	0,80
Stdevp	7,05	7,07	3,57
Min	-44,14	-60,32	-12,18
Percentile 10	-0,41	-0,62	-1,77
Q1	0,46	0,35	0,16
Median	0,81	0,77	0,79
Q3	1,24	1,27	1,52
Percentile 90	2,74	1,65	2,31
Max	35,12	14,64	17,06
Koeficijent Q varijacije	0,46	0,57	0,81

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Posmatrajući donje i gornje medijane pokazatelja, može se zaključiti da 50% preduzeća ima pokazatelj kvaliteta prihoda u rasponu od 0,99 do 1,20 u 2012. godini tako da se njihov kvalitet prihoda ne dovodi u pitanje. Koeficijent kvartilne varijacije pokazuje da je varijabilitet analiziranih preduzeća najmanji u slučaju pokazatelja kvaliteta prihoda posmatrano u odnosu na pokazatelje sve tru grupe parametara, ali i najstabilniji tokom posmatranog perioda. Rezultati grupisanja preduzeća prema visini odnosa priliva od prodaje i prihoda od prodaje su prikazani na grafikonu 3.

Tabela 15. Deskriptivna statistika pokazatelja kvaliteta prihoda

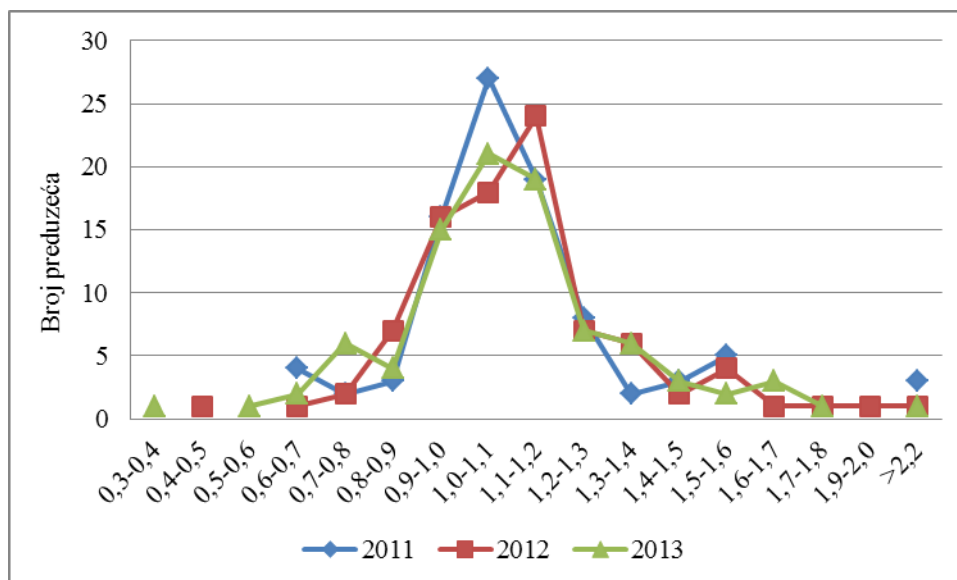
	2011	2012	2013
Mean	1,16	1,12	1,10
Stdevp	0,48	0,25	0,26
Min	0,64	0,45	0,34
Percentile 10	0,90	0,88	0,79
Q1	1,00	0,99	0,99
Median	1,06	1,10	1,07
Q3	1,19	1,20	1,20
Percentile 90	1,43	1,42	1,41
Max	3,82	2,24	2,21
Koeficijent Q varijacije	0,09	0,10	0,10

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Frekvencija preduzeća po pitanju kvaliteta prihoda u posmatranom trogodišnjem periodu je najizraženija u intervalu od 0,9 do 1,2. U 2012. godini 63% posmatranih preduzeća vrednost pokazatelja kvaliteta prihoda ima upravo u navedenom rasponu. Preko 70% preduzeća ima prilive gotovine od prodaje koji su u 2012. godini isti ili veći od prihoda od prodaje, dok taj procenat u 2011. i 2013 godini iznosi oko 72% i 68%

respektivno. Ekstremno niske i ekstremno visoke vrednosti pokazatelja kvaliteta prihoda se odnose na pojedinačne slučajeve preduzeća.

Grafikon 3. Distribucija pokazatelja kvaliteta prihoda



Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

### • Treća grupa parametara

Učešće potraživanja od prodaje u ukupnim prihodima od prodaje, indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje i indeks rasta prihoda čine treću grupu parametara. Deskriptivna statistika pojedinačnih indikatora ove grupe parametara je data u tabeli 16.

Tabela 16. Deskriptivna statistika treće grupe parametara

	Odnos potraživanja i prihoda od prodaje, u %			Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje			Indeks porasta prihoda od prodaje		
	2011	2012	2013	2010/11	2011/12	2012/13	2010/11	2011/12	2012/13
Mean	25,90	23,18	25,77	1,21	0,99	2,91	2,00	1,32	1,02
Stdevp	28,00	29,38	26,34	1,19	0,52	12,18	6,12	0,67	0,33
Min	0,18	0,09	0,02	0,18	0,02	0,00	0,06	0,52	0,21
Percentile 10	6,15	5,89	5,76	0,64	0,48	0,66	0,92	0,98	0,76
Q1	11,36	9,31	11,23	0,83	0,77	0,88	1,02	1,04	0,87
Median	18,40	16,24	18,68	1,01	0,97	1,09	1,12	1,13	1,03
Q3	30,37	25,62	29,77	1,14	1,10	1,42	1,31	1,32	1,12
Percentile 90	44,00	46,38	58,86	1,48	1,29	2,28	1,78	1,67	1,27
Max	165,01	190,09	181,10	8,64	3,60	113,32	57,88	4,64	2,52
Koeficijent Q varijacije	0,46	0,47	0,45	0,16	0,18	0,23	0,12	0,12	0,12

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Prosečne vrednosti pokazatelja su iznad medijana vrednosti kod sva tri pokazatelja, pri čemu je razlika najviše izražena u slučaju učešća potraživanja od prodaje u prihodima

od prodaje. Distribucija pokazatelja koji meri odnos potraživanja i prihoda od prodaje je asimetrična i nakrivljena u desno. Varijabilitet polovine preduzeća sa učešćem potraživanja u rasponu od Q1 do Q3 je ujednačen tokom posmatranog perioda, što je slučaj i kod ostala dva pokazatelja u okviru treće grupe parametara.

#### 5.4. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća prerađivačke industrije

Analiza kvaliteta dobitka preduzeća prerađivačke industrije je poseban deo istraživanja koji za cilj ima kvantitativnu i opisnu analizu kvaliteta dobitka pojedinačnih preduzeća u okviru sektora prerađivačke industrije. Deskriptivna statistika gotovinske marže, profitne marže i indikatora kvaliteta dobitka za grupu preduzeća prerađivačke industrije je data u tabeli 17.

Tabela 17. Deskriptivna statistika indikatora kvaliteta dobitka i marži, sektor C

	Gotovinska marža			Profitna marža			Indikator kvaliteta dobitka		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Mean	13,40	14,89	11,62	17,08	20,78	14,03	-4,11	-6,91	-3,63
Stdevp	16,89	13,50	20,77	13,62	16,16	14,04	12,80	15,06	19,58
Min	-53,28	-9,11	-47,24	-10,57	-22,86	-27,52	-42,71	-82,46	-54,34
Percentile 10	-5,48	0,54	-13,29	2,03	9,68	1,99	-21,89	-19,61	-25,66
Q1	7,38	4,69	4,89	9,62	12,52	8,50	-11,21	-10,85	-13,53
Median	12,96	12,62	10,88	14,60	16,58	13,40	-1,73	-6,02	-3,53
Q3	23,20	25,07	23,09	23,97	27,63	20,52	3,79	1,79	6,65
Percentile 90	31,59	31,76	30,77	33,37	35,97	25,25	10,12	5,12	10,03
Max	56,23	54,85	88,18	62,47	79,01	74,83	20,40	24,87	75,79
Koeficijent Q varijacije	51,75	68,49	65,05	42,73	37,65	41,43	-2,02	-1,40	-2,93

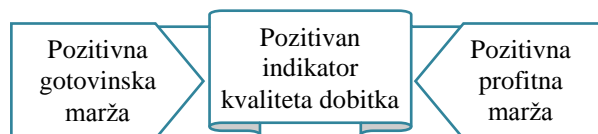
Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Polazeći od prve grupe parametara koja obuhvata analizu indikatora kvaliteta dobitka kao determinantu gotovinske i profitne marže, u istraživanju se došlo do četiri grupe preduzeća iz sektora prerađivačke industrije. Prvu grupu čine preduzeća koja su u posmatranom periodu po poslovnim godinama odbacila pozitivne vrednosti prve grupe parametara, odnosno pozitivne indikatore kvaliteta dobitka i pozitivne marže. Drugu grupu čine preduzeća sa pozitivnim vrednostima gotovinske i profitne marža, ali sa negativnom vrednostima indikatora kvaliteta dobitka u jednoj ili više posmatranih godina. U trećoj grupi su analizirana preduzeća čija je profitna marža pozitivna, ali su gotovinska marža i indikator kvaliteta dobitka negativne veličine. Četvrtu grupu čine preduzeća koja su zabeležila negativne marže i indikator kvaliteta bar u jednoj od posmatranih godina.

#### 5.4.1. Grupa preduzeća sa pozitivnim indikatorom kvaliteta i pozitivnim maržama

Pozitivna vrednost indikatora kvaliteta dobitka je rezultat pozitivnih vrednosti stopa gotovinske i profitne marže i činjenice da je gotovinska marža viša u odnosu na profitnu maržu. Determinante pozitivne vrednosti indikatora kvaliteta dobitka prve grupe preduzeća su prikazane na slici 7.

Slika 7. Determinante pozitivnog indikatora kvaliteta dobitka



Izvor: Prikaz autora

Pozitivna vrednost indikatora u sve tri posmatrane godine je zabeležena kod trinaest preduzeća od ukupnog broja sto naj preduzeća po neto dobitku koja su istraživanjem obuhvaćena. Od tog broja pet preduzeća posluje u sektoru prerađivačke industrije i u nastavku je izvršena detaljna analiza parametara svih pet preduzeća na osnovu informacija u tabelama 18, 19, 20, 21 i 22 kao i dodatnih informacija. Pokazatelji druge i treće grupe parametara analiziranih preduzeća, po utvrđenim vrednostima ne šalju upozoravajuće signale o mogućim informacionim rizicima preduzeća.

Tabela 18. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća AP

	2011	2012	2013
Indikator kvaliteta dobitka (u %)	10,60	10,59	7,07
Novčani tok iz poslovanja (u hiljadama dinara)	5.423.154	6.186.096	4.207.424
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	1,41	1,36	1,29
Indikator kvaliteta prihoda	1,52	1,55	1,61
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	14,77	7,65	4,21
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	1,53	0,52	0,55
Indeks rasta prihoda od prodaje	1,02	1,03	0,88

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Smanjenje indikatora kvaliteta preduzeća AP u poslednjoj posmatranoj godini je rezultat intenzivnijeg smanjenja gotovinske u odnosu na profitnu maržu. Blago pogoršanje dobitnih i cash flow performansi nastaje usled smanjenja prihoda od prodaje, poslovnog dobitka i poslovnog novčanog toka. Kvalitet prihoda se ne dovodi u pitanje, a veći prilivi u odnosu na prihode od prodaje ukazuju na naplativost potraživanja iz ranijih obračunskih perioda, s obzirom da su ispravke vrednosti potraživanja u obe godine približno jednake visine. Primljeni avansi procentualno čine mali deo poslovnih priliva gotovine.

Parametri preduzeća CC navedeni u tabeli 19 ne ukazuju na značajnije informacione, poslovne i finansijske rizike preduzeća. Prihodi od prodaje rastu tokom perioda, ali se beleži smanjenje stope rasta. Relativno stabilna potraživanja od prodaje i prihvatljiv



odnos i indeks potraživanja i prihoda ne upozoravaju na potencijalno skrivene gubitke u potraživanjima.

Tabela 19. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća CC

	2011	2012	2013
Indikator kvaliteta dobitka (u %)	3,79	4,86	2,06
Novčani tok iz poslovanja (u hiljadama dinara)	3.517.895	3.440.228	3.011.148
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	1,28	1,63	1,24
Indikator kvaliteta prihoda	1,43	1,03	1,00
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	15,48	12,17	11,78
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	0,84	0,79	0,97
Indeks rasta prihoda od prodaje	1,25	1,34	1,03

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Preduzeće CC vodi politiku otpisa vrednosti potraživanja tako što vrši ispravke vrednosti za velike kupce koji se nalaze u neočekivano teškoj finansijskoj situaciji, dok starija potraživanja ne otpisuju zbog izvesne naplate u narednoj godini. Veći rast odliva po osnovu isplata dobavljačima u odnosu na rast priliva od prodaje dovodi do blagog smanjenja poslovnog novčanog toka. Isplate su rezultat smanjenja obaveza iz poslovanja, naročito obaveza prema dobavljačima.

Tabela 20. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća CS

	2011	2012	2013
Indikator kvaliteta dobitka (u %)	9,32	3,71	2,37
Novčani tok iz poslovanja (u hiljadama dinara)	1.696.927	1.684.350	476.426
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	1,97	1,29	1,93
Indikator kvaliteta prihoda	1,45	1,42	1,44
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	15,27	15,91	15,78
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	0,98	1,04	0,99
Indeks rasta prihoda od prodaje	1,14	1,14	0,95

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Smanjenje indikatora kvaliteta dobitka preduzeća CS u 2013. godini je rezultat nešto bržeg smanjenja gotovinske u odnosu na profitnu maržu. U pravcu smanjenja se kreću prihodi od prodaje, poslovni dobitak i poslovni novčani tok tako da se kvalitet performansi preduzeća ne dovodi u pitanje. Smanjen obim prodaje je praćen ravnomernim smanjenjem prihoda i potraživanja od prodaje tako da nema sumnje u kvalitet prihoda i potraživanja.

Indikator kvaliteta dobitka preduzeća SK je u porastu s obzirom na brži rast gotovinske u odnosu na profitnu maržu. Odnos potraživanja i prihoda od prodaje značajan u prve dve godine je smanjen u 2013. godini što za rezultat ima i smanjenje indeksa koji prati taj odnos u dve uzastopne godine. Preduzeće SK vodi politiku ispravke vrednosti po kojoj se nenaplaćena potraživanja starija od 120 dana otpisuju indirektno. U slučaju izvesne nemogućnosti naplate koja je adekvatno dokumentovana, preduzeće vrši direktno otpisivanje potraživanja. Rezultat takve politike otpisivanja jeste smanjenje

potraživanja u 2013. godini za 24%. Posmatrajući vrednosti pokazatelja, kvalitet prihoda se ne dovodi u pitanje.

Tabela 21. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća SK

	2011	2012	2013
Indikator kvaliteta dobitka (u %)	2,82	3,50	10,80
Novčani tok iz poslovanja (u hiljadama dinara)	307.749	494.819	639.161
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	1,13	1,13	1,43
Indikator kvaliteta prihoda	1,02	0,99	1,09
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	30,90	30,20	21,63
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	0,97	0,98	0,72
Indeks rasta prihoda od prodaje	1,08	1,30	1,09

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Rast indikatora kvaliteta dobitka preduzeća GR u 2013. godini je rezultat rasta prihoda od prodaje i većeg rasta poslovnog novčanog toka u odnosu na poslovni dobitak. Potraživanja imaju relativno visok udeo u prihodima od prodaje u sve tri godine, pri čemu se indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje smanjuje usled bržeg rasta prihoda prodaje. Ispravka vrednosti potraživanja od kupaca vrednosno čini svega 0,03% ukupnih potraživanja od kupaca u 2013. godini. Posmatrajući i zapažen rast potraživanja, naziru se mogući problemi sa skrivenim gubicima u potraživanjima. Detaljnija analiza strukture potraživanja i rokova dospeća pokazuje da 82% ukupne vrednosti potraživanja od kupaca čine nedospela potraživanja, što navodi na zaključak da je realizacija proizvoda izvršena u poslednjim mesecima prethodne godine.

Tabela 22. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća GR

	2011	2012	2013
Indikator kvaliteta dobitka (u %)	7,03	1,79	6,65
Novčani tok iz poslovanja (u hiljadama dinara)	601.692	442.788	1.418.792
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	2,91	1,43	4,05
Indikator kvaliteta prihoda	1,00	0,92	0,90
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	43,95	47,07	30,98
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	1,23	1,07	0,66
Indeks rasta prihoda od prodaje	0,86	1,32	2,17

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Pojedinačne vrednosti pokazatelja grupe preduzeća koja u sva tri posmatrana obračunska perioda beleže pozitivan indikator kvaliteta dobitka i pozitivne gotovinske i profitne marže su sveobuhvatno prikazane u tabeli 23. Posmatrajući raspon vrednosti indikatora kvaliteta dobitka prve grupe preduzeća prikazan u tabeli 24, može se zaključiti da ova petočlana grupa pripada najvećim delom prvom statističkom stratumu koji čini 25% preduzeća prerađivačke industrije sa najvišim indikatorom. Kada se posmatraju gotovinska i profitna marža, situacija nije tako čista. Pet preduzeća beleži marže koje pripadaju skoro svim statističkim stratumima. Raspon vrednosti indikatora kvaliteta dobitka i marži za sva četiri statistička stratumu je prikazan u tabeli 25.

Tabela 23. Vrednosti pokazatelja preduzeća sa pozitivnim indikatorom kvaliteta i pozitivnim maržama

	Indikator kvaliteta dobitka (u %)			Gotovinska marža			Profitna marža			Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka			Indikator kvaliteta prihoda			Odnos potraživanja i prihoda od prodaje (u %)			Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje			Indeks rasta prihoda od prodaje		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2010/11	2011/12	2012/13	2010/11	2011/12	2012/13
Preduzeće AP	10,6	10,6	7,1	36,3	40,2	31,1	25,7	29,6	24,0	1,4	1,4	1,3	1,5	1,6	1,6	14,8	7,7	4,2	1,5	0,5	0,6	1,0	1,0	0,9
Preduzeće CC	3,8	4,9	2,1	17,3	12,6	10,7	13,6	7,8	8,6	1,3	1,6	1,2	1,4	1,0	1,0	15,5	12,2	11,8	0,8	0,8	1,0	1,3	1,3	1,0
Preduzeće CS	9,3	3,7	2,4	18,9	16,4	4,9	9,6	12,7	2,5	2,0	1,3	1,9	1,5	1,4	1,4	15,3	15,9	15,8	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,0
Preduzeće SK	2,8	3,5	10,8	24,3	30,1	35,8	21,5	26,6	25,0	1,1	1,1	1,4	1,0	1,0	1,1	30,9	30,2	21,6	1,0	1,0	0,7	1,1	1,3	1,1
Preduzeće GR	7,0	1,8	6,7	10,7	6,0	8,8	3,7	4,2	2,2	2,9	1,4	4,1	1,0	0,9	0,9	44,0	47,1	31,0	1,2	1,1	0,7	0,9	1,3	2,2

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Tabela 24. Raspon vrednosti indikatora kvaliteta dobitka i marži prve grupe preduzeća

	Indikator kvaliteta dobitka (u %)			Gotovinska marža			Profitna marža		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Prva grupa preduzeća	Od 2,8 do 10,6	Od 1,8 do 10,6	Od 2,1 do 10,8	Od 10,7 do 36,3	Od 6,0 do 40,2	Od 4,9 do 35,8	Od 3,7 do 25,7	Od 4,2 do 29,6	Od 2,2 do 25,0

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Tabela 25. Raspon vrednosti indikatora kvaliteta dobitka i marži preduzeća prerađivačke industrije po statističkim stratumima

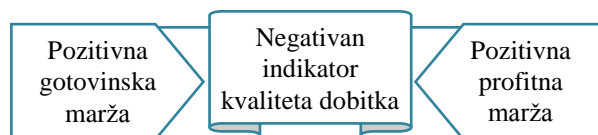
	Indikator kvaliteta dobitka (u %)			Gotovinska marža			Profitna marža		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Prvih 25%	> 3,79	> 1,79	> 6,65	> 23,20	> 25,07	> 23,09	> 23,97	> 27,63	> 20,52
Drugih 25%	od -1,73 do 3,79	od -6,02 do 1,79	od -3,53 do 6,65	Od 12,96 do 23,20	Od 12,62 do 25,07	Od 10,88 do 23,09	Od 14,60 do 23,97	Od 16,58 do 27,63	Od 13,40 do 20,52
Trećih 25%	od -11,21 do -1,73	-10,85 do -6,02	od -13,53 do -3,53	Od 7,38 do 12,96	Od 4,69 do 12,62	Od 4,89 do 10,88	Od 9,62 do 14,60	Od 12,52 do 16,58	Od 8,50 do 13,40
Četvrtih 25%	< -11,21	< -10,85	< -13,53	< 7,38	< 4,69	< 4,89	< 9,62	< 12,52	< 8,50

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

#### 5.4.2. Grupa preduzeća sa negativnim indikatorom kvaliteta i pozitivnim maržama

Negativna vrednost pokazatelja kvaliteta dobitka može biti rezultat veće profitne u odnosu na gotovinsku maržu, što je karakteristika najvećeg broja preduzeća iz posmatrane grupe naj sto po neto dobitku i sektora prerađivačke industrije. Pozitivne vrednosti gotovinske i profitne marža kao determinante negativne vrednosti indikatora slikovito prikazane na slici 8 karakterišu drugu grupu preduzeća koja su u nastavku analizirana.

Slika 8. Determinante negativnog indikatora kvaliteta dobitka, prva varijanta



Izvor: Prikaz autora

Grupa preduzeća sa negativnim indikatorom kvaliteta i pozitivnim maržama je najbrojnija i čine je 22 preduzeća prerađivačke industrije. Karakteristike prikazane na slici 8 su im zajedničke, ali detaljna analiza pokazuje da i među njima postoje razlike. Preduzeća čiji je trend gotovinske i profitne marže ujednačen tokom posmatranog perioda, praćen je očekivanim kretanjima pokazatelja u okviru druge dve grupe parametara, što ne ukazuje na narušavanje kvaliteta iskazanog dobitka. Detaljne informacije o pokazateljima su za odabrana preduzeća prikazane u tabelama koje slede zajedno sa opisnom analizom.

Preduzeća TG i BM beleže rast pokazatelja tokom trogodišnjem perioda, tako da blago negativan indikator kvaliteta dobitka i dalje ukazuje na dobre performanse preduzeća. Preduzeće IM ima blago negativan indikator u početnom periodu analize, koji se ne može negativno protumačiti sa aspekta kvaliteta dobitka. Naprotiv, trend rasta marži u prve dve godine i smanjenja u poslednjoj godini analize je isti u slučaju gotovinske i profitne marže, ali i druge grupe parametara. Kretanje pokazatelja treće grupe parametara je u skladu sa analiziranim dobitnim i cash flow performansama. Trend postepenog pada vrednosti pokazatelja je zabeležen kod preduzeća LF tako da je pad dobitnih praćen padom cash flow performansi.

Tabela 26. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća TG

	2011	2012	2013
Indikator kvaliteta dobitka (u %)	-1,73	2,18	7,29
Novčani tok iz poslovanja (u hiljadama dinara)	2.558.683	3.921.098	7.906.434
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	0,87	1,16	1,34
Indikator kvaliteta prihoda	1,06	1,10	1,14
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	29,54	27,59	20,09
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	0,93	0,93	0,73
Indeks rasta prihoda od prodaje	1,19	1,08	1,12

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Preduzeće u posmatranom periodu karakterišu pozitivne stope gotovinske i profitne marža. Indikator kvaliteta dobitka je u porastu a negativna vrednost u prvoj godini je rezultat više profitne u odnosu na gotovinsku maržu. U trećoj grupi parametara se jedino izdvaja pokazatelj odnosa potraživanja i prihoda od prodaje, pri čemu je i ovaj pokazatelj u opadanju. Potraživanja se smanjuju, a prihodi i prilivi od prodaje rastu što ukazuje na dobru politiku naplate potraživanja.

Tabela 27. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća BM

	2011	2012	2013
Indikator kvaliteta dobitka (u %)	-1,61	-6,72	-4,53
Novčani tok iz poslovanja (u hiljadama dinara)	986.790	1.027.281	1.456.293
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	0,89	0,65	0,78
Indikator kvaliteta prihoda	1,11	1,02	1,07
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	29,46	30,38	29,71
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	0,91	1,03	0,98
Indeks rasta prihoda od prodaje	1,02	1,05	1,12

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Dobre dobitne i cash flow performanse se mogu naslutiti na osnovu relativno stabilne visine stopa profitne i gotovinske marže, rasta prihoda i priliva od prodaje. Indikatori kvaliteta dobitka su negativni zahvaljujući višoj profitnoj marži, a rezultati analize ostalih parametara pokazuju da nema sumnje u kvalitet dobitka i njegovih determinanti. Politika otpisivanja potraživanja koja u 2013. godini iznose 11% eliminiše i sumnju u mogućnost stvaranja skrivenih gubitaka na potraživanjima.

Tabela 28. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća IM

	2011	2012	2013
Indikator kvaliteta dobitka (u %)	-1,64	5,29	0,33
Novčani tok iz poslovanja (u hiljadama dinara)	2.459.975	4.358.644	3.405.059
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	0,89	1,33	1,02
Indikator kvaliteta prihoda	0,99	1,00	0,97
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	18,86	17,79	19,99
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	1,03	0,94	1,12
Indeks rasta prihoda od prodaje	1,04	1,07	1,03

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Preduzeće beleži blago negativan indikator kvaliteta na početku posmatranog perioda, pri čemu ostali analizirani parametri ne ukazuju na mogućnost postojanja finansijskog i informacionog rizika. Negativan indikator kvaliteta u 2011. godini zahvaljujući nešto višoj profitnoj u odnosu na gotovinsku maržu. Već u 2012. godini indikator postaje pozitivan, pri čemu se profitna marža promenila za samo jedan procentni poen za razliku od gotovinske marže koja je porasla zahvaljujući rastu neto novčanog toka iz poslovanja. U 2013. godini su gotovinska i profitna marža ujednačene, što za rezultat ima nivo indikatora kvaliteta nešto iznad nule i odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka jednak jedinici. Prema visini indikatora kvaliteta prihoda, njihov kvalitet se ne dovodi u pitanje. Indeks odnosa potraživanja od prodaje i prihoda od

prodaje pokazuje stabilnost tokom posmatranog perioda, kao i indeks porasta prihoda od prodaje koji vrednostima oko 1 pokazuje da se prihodi od prodaje ne menjaju u značajnijoj meri. Odnos potraživanja i prihoda se nije značajno menjao tokom perioda jer se ni potraživanja koja u proseku čine oko 19% prihoda od prodaje nisu značajnije menjala. Potraživanja preduzeća kod kojih je od dana dospeća za plaćanje na dan obračuna prošlo 90 ili više dana se naknadno procenjuju i na osnovu rezultata procene se vrši ispravka vrednosti. Analiza starosne strukture potraživanja i ispravke vrednosti potraživanja pokazuje da se ukupna ispravka vrednosti koja čini 13% potraživanja dominantno odnosi na potraživanja čiji je docnja od dana dospeća veća od 360 dana.

Tabela 29. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća LF

	2011	2012	2013
Indikator kvaliteta dobitka (u %)	8,48	-2,24	6,63
Novčani tok iz poslovanja (u hiljadama dinara)	3.054.128	2.028.892	1.703.759
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	1,29	0,92	1,37
Indikator kvaliteta prihoda	1,21	1,25	1,30
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	0,78	2,16	5,58
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	1,20	2,78	2,58
Indeks rasta prihoda od prodaje	1,01	0,99	0,87

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Negativan indikator kvaliteta dobitka raste i postaje pozitivan u 2013. godini jer profitna marža opada brže od gotovinske. Analiza determinanti indikatora ukazuje na pad performansi preduzeća. Stope gotovinske i profitne marže postepeno opadaju tokom trogodišnjeg perioda. Isti trend se beleži i za prihode od prodaje, poslovni novčani tok i poslovni dobitak. Rast potraživanja praćen padom prihoda od prodaje za rezultat ima visoke vrednosti indeksa koji prati njihov odnos, a sve to ukazuje na moguće probleme naplate potraživanja ili fleksibilniju politiku kreditiranja kupaca. Rast potraživanja od kupaca se najvećim delom odnosi na povezana pravna lica. Činjenica da preduzeće ima značajnija nenaplaćena potraživanja starosti od 90 do 120 dana i stopu otpisa koja u 2013. godini čini oko 6% ukupne vrednosti potraživanja od kupaca, ukazuje na mogućnost opterećenja potraživanja skrivenim gubicima.

Tabela 30. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća KK

	2011	2012	2013
Indikator kvaliteta dobitka (u %)	-0,60	-5,44	-3,88
Novčani tok iz poslovanja (u hiljadama dinara)	463.892	735.118	787.965
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	0,96	0,73	0,79
Indikator kvaliteta prihoda	0,87	1,03	1,01
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	20,42	16,14	14,36
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	1,58	0,79	0,89
Indeks rasta prihoda od prodaje	1,73	1,58	1,08

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Relativno stabilne stope gotovinske i profitne marže u poslednje dve godine za rezultat imaju stabilnu vrednost indikatora kvaliteta dobitka iako je zbog niže gotovinske marže

negativan. Visoke stope rasta prihoda i potraživanja su vremenom opadale, kao i učešće potraživanja u prihodima od prodaje što za rezultat ima i poboljšanje parametara treće grupe.

Tabela 31. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća GF

	2011	2012	2013
Indikator kvaliteta dobitka (u %)	-5,67	-13,45	18,02
Novčani tok iz poslovanja (u hiljadama dinara)	600.141	398.957	1.393.087
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	0,79	0,49	1,74
Indikator kvaliteta prihoda	0,97	0,99	1,03
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	14,14	13,99	9,76
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	1,02	0,99	0,70
Indeks rasta prihoda od prodaje	1,29	1,06	1,07

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Preduzeće u posmatranom periodu beleži relativno stabilnu bruto profitnu maržu, tako da se izražene oscilacije indikatora kvaliteta mogu pripisati promenljivoj gotovinskoj marži, odnosno promenljivom poslovnom novčanom toku. Odstupanja poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka su značajna, pri čemu se kvalitet prihoda meren korišćenim pokazateljem ne dovodi u pitanje. Indeks odnosa potraživanja i prihoda je u padu u 2013. godini kao rezultat ubrzane naplate potraživanja iz ranijih perioda jer su prihodi od prodaje u stabilnom blagom rastu. Veća naplativost potraživanja iz ranijih perioda u 2013. godini je značajan faktor povećanja poslovnog novčanog toka, dok su u istom periodu odlivi od poslovnih aktivnosti u padu.

Tabela 32. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća RB

	2011	2012	2013
Indikator kvaliteta dobitka (u %)	-23,29	-7,64	-13,97
Novčani tok iz poslovanja (u hiljadama dinara)	220.858	750.368	298.138
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	0,25	0,77	0,45
Indikator kvaliteta prihoda	1,29	1,32	1,31
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	41,57	37,98	42,78
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	1,52	0,91	1,13
Indeks rasta prihoda od prodaje	1,09	1,07	0,87

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Stope indikatora kvaliteta dobitka, gotovinske i profitne marže u posmatranom trogodišnjem periodu prvo beleže rast a potom smanjenje. Isti trend imaju, poslovni dobitak, poslovni novčani tok, prihodi i prilivi od prodaje, kao i pokazatelji zasnovani na ovim pozicijama. Primetno je značajno učešće potraživanja od prodaje u povezanim prihodima. Posle visokog rasta u 2011. godini potraživanja se postepeno smanjuju, ali se njihovo učešće u prihodima ne menja značajnije. Analizirajući politiku otpisa potraživanja koju preduzeće vodi, zapažen je otpis od oko 17% ukupne vrednosti potraživanja od prodaje, što se odnosi samo na potraživanja čija naplata kasni više od 360 dana. Preko 70% ukupne vrednosti potraživanja od prodaje se odnosi na nedospela potraživanja.

Pojedinačne vrednosti pokazatelja grupe preduzeća koja u posmatranom obračunskom periodu beleže negativan indikator kvaliteta dobitka i pozitivne gotovinske i profitne marže su prikazane u tabeli 33. Raspon vrednosti indikatora kvaliteta dobitka i marži druge grupe preduzeća je prikazan u tabeli 34, ali na nešto drugačiji način u odnosu na ostale grupe preduzeća. Prvih osam preduzeća prikazanih u tabeli 33 ima ujednačen trend analiziranih pokazatelja prve grupe parametara i većine ostalih parametara, a raspon vrednosti njihovih indikatora kvaliteta dobitka i marži je prikazan u prvom redu tabele 34. Sledećih osam preduzeća beleži kretanje marži u različitim smerovima tokom posmatranog perioda. Različit trend analiziranih pokazatelja značajnije ne utiče na raspon vrednosti koji je predstavljen u drugom redu tabele 34. Odstupanje poslovnog novčanog toka od poslovnog dobitka je prihvatljivo na kratak rok zbog dejstva brojnih faktora. U slučaju preduzeća kod kojih se gotovinska i profitna marža kreću u različitom smeru tokom prve dve godine, najčešće već u trećoj godini stvari postaju jasnije. Uglavnom gotovinska marža beleži pad tokom trogodišnjeg perioda, ali i profitna marža koja period započinje rastom, u poslednjoj godini beleži pad. Postoje i primeri u kojima se nestabilnost poslovnog novčanog toka odlikuje značajnijim rastom koji nije adekvatno praćen kretanjem profitne marže, što takođe ne može biti održivo na dugi rok. Poslednjih šest u tabeli 33 čine preduzeća čije se vrednosti indikatora kvaliteta dobitka, gotovinske ili profitne marže ekstremno izdvajaju u odnosu na marže ostalih preduzeća iz treće grupe. Preduzeća sa najnižim gotovinskim maržama uglavnom imaju najniže profitne marže u grupi, opadanje stope rasta prihoda ili čak i pad prihoda.



Tabela 33. Vrednosti pokazatelja grupe preduzeća sa negativnim indikatorom kvaliteta i pozitivnim maržama

	Indikator kvaliteta dobitka (u %)			Gotovinska marža			Profitna marža			Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka			Indikator kvaliteta prihoda			Odnos potraživanja i prihoda od prodaje (u %)			Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje			Indeks rasta prihoda od prodaje		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2010/11	2011/12	2012/13	2010/11	2011/12	2012/13
Preduzeće TG	-1,7	2,2	7,3	11,1	15,8	28,5	12,9	13,6	21,2	0,9	1,2	1,3	1,1	1,1	1,1	29,5	27,6	20,1	0,9	0,9	0,7	1,2	1,1	1,1
Preduzeće IM	-1,6	5,3	0,3	13,0	21,4	16,3	14,6	16,1	16,0	0,9	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	18,9	17,8	20,0	1,0	0,9	1,1	1,0	1,1	1,0
Preduzeće LF	8,5	-2,2	6,6	37,9	25,4	24,4	29,4	27,6	17,8	1,3	0,9	1,4	1,2	1,3	1,3	0,8	2,2	5,6	1,2	2,8	2,6	1,0	1,0	0,9
Preduzeće MT	-0,1	-0,4	-3,5	13,7	11,2	6,4	13,9	11,6	9,9	1,0	1,0	0,6	1,1	1,0	1,0	4,9	5,8	6,7	0,9	1,2	1,1	1,3	1,3	1,0
Preduzeće HL	-2,3	3,0	3,1	25,3	32,9	28,3	27,7	29,9	25,2	0,9	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	2,2	2,2	4,0	1,1	1,0	1,8	0,9	1,1	0,8
Preduzeće TT	-11,7	-10,8	-4,4	16,4	10,2	7,3	28,1	21,0	11,7	0,6	0,5	0,6	0,9	1,0	1,0	10,1	12,3	12,0	0,9	1,2	1,0	1,0	1,1	0,9
Preduzeće BM	-1,6	-6,7	-4,5	12,7	12,6	16,0	14,3	19,3	20,5	0,9	0,7	0,8	1,1	1,0	1,1	29,5	30,4	29,7	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1
Preduzeće KK	-0,6	-5,4	-3,9	14,5	14,5	14,4	15,1	19,9	18,3	1,0	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0	20,4	16,1	14,4	1,6	0,8	0,9	1,7	1,6	1,1
Preduzeće TP	4,4	-1,4	-1,9	15,9	14,0	11,5	11,5	15,4	13,4	1,4	0,9	0,9	1,1	1,1	1,0	13,1	11,2	14,8	0,8	0,9	1,3	1,1	1,2	1,0
Preduzeće TC	-0,8	-6,0	0,2	34,0	28,4	30,3	34,8	34,4	30,1	1,0	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	5,2	5,2	7,2	1,1	1,0	1,4	0,9	1,0	0,8
Preduzeće MS	5,0	-3,5	-6,1	27,7	25,2	19,1	22,7	28,7	25,3	1,2	0,9	0,8	1,1	1,1	1,1	21,1	26,0	26,6	1,0	1,2	1,0	1,1	1,0	1,0
Preduzeće HK	-0,5	-7,1	0,6	11,4	3,2	9,1	11,9	10,3	8,5	1,0	0,3	1,1	1,1	1,1	1,1	11,5	14,8	13,1	1,0	1,3	0,9	1,0	1,1	1,1
Preduzeće PŠ	-7,0	4,7	-3,8	10,4	18,5	9,4	17,4	13,9	13,2	0,6	1,3	0,7	1,0	1,0	1,1	24,4	18,3	20,1	1,0	0,8	1,1	1,1	1,2	1,1
Preduzeće FT	-5,7	-13,5	18,0	20,8	13,0	42,3	26,4	26,4	24,3	0,8	0,5	1,7	0,9	1,0	1,2	14,1	14,0	9,8	1,0	1,0	0,7	1,3	1,1	1,1
Preduzeće FS	-3,7	9,2	-6,8	20,3	25,7	9,4	24,0	16,6	16,2	0,9	1,6	0,6	1,0	1,2	1,0	30,2	16,3	19,0	0,9	0,5	1,2	1,4	1,1	1,1
Preduzeće CH	-3,4	-10,9	-6,9	12,3	11,4	11,4	15,7	22,2	18,3	0,8	0,5	0,6	1,0	1,0	1,0	11,6	10,6	15,0	0,8	0,9	1,4	1,1	1,3	1,2
Preduzeće ŠT	-1,3	-2,5	-11,0	7,4	9,6	1,4	8,6	12,1	12,4	0,9	0,8	0,1	1,1	1,0	1,1	46,7	49,6	58,9	1,1	1,1	1,2	1,1	1,2	1,0
Preduzeće BA	12,4	-8,9	-4,0	15,3	1,5	5,9	2,9	10,4	9,9	5,3	0,2	0,6	1,0	1,0	0,6	15,3	19,3	23,3	1,0	1,3	1,2	1,0	1,4	1,0
Preduzeće TE	20,4	-7,9	75,8	37,5	34,3	88,2	17,1	42,2	12,4	2,2	0,8	7,1	1,4	1,0	1,8	10,9	0,8	29,5	0,7	0,1	36,7	1,2	3,4	0,4
Preduzeće RB	-23,3	-7,6	-14,0	7,9	25,1	11,5	31,2	32,7	25,5	0,3	0,8	0,5	1,3	1,3	1,3	41,6	38,0	42,8	1,5	0,9	1,1	1,1	1,1	0,9
Preduzeće SA	-5,2	-8,1	10,5	5,2	1,5	13,4	10,4	9,6	2,9	0,5	0,2	4,7	1,1	1,2	1,4	34,6	40,2	38,4	0,9	1,2	1,0	1,2	1,0	0,8
Preduzeće AL	-6,2	-15,4	-31,3	56,2	54,9	43,5	62,5	70,3	74,8	0,9	0,8	0,6	1,2	0,9	1,2	9,1	10,2	13,2	0,5	1,1	1,3	1,4	1,7	0,8

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Tabela 34. Raspon vrednosti indikatora kvaliteta dobitka i marži druge grupe preduzeća

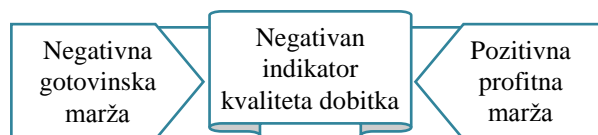
Druga grupa preduzeća	Indikator kvaliteta dobitka (u %)			Gotovinska marža			Profitna marža		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Ujednačen trend pokazatelja	Od -11,7 do 8,5	Od -10,8 do 5,3	Od -4,5 do 7,3	Od 11,1 do 37,9	Od 10,2 do 32,9	Od 6,4 do 28,5	Od 12,9 do 29,4	Od 11,6 do 29,9	Od 9,9 do 25,2
Različit trend pokazatelja	Od -7,0 do 5,1	Od -13,5 do 9,2	Od -6,9 do 18,0	Od 10,4 do 34,0	Od 3,19 do 28,4	Od 9,1 do 42,3	Od 11,5 do 34,8	Od 10,3 do 34,4	Od 8,5 do 30,1
Ekstremne vrednosti pokazatelja	Od -23,3 do 20,4	Od -15,4 do -2,5	Od -31,3 do 75,8	Od 5,3 do 56,2	Od 1,5 do 54,9	Od 1,4 do 88,2	Od 2,9 do 62,5	Od 9,6 do 70,3	Od 2,9 do 74,9

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

### 5.4.3. Grupa preduzeća sa negativnim indikatorom kvaliteta, negativnom gotovinskom i pozitivnom profitnom maržom

Tokom istraživanja i analize preduzeća prerađivačke industrije, došlo se do grupe preduzeća koja je u posmatranom periodu po poslovnim godinama odbacila negativnu vrednost pokazatelja kvaliteta dobitka, koja je posledica negativnog novčanog toka iz poslovanja i negativne gotovinske marže. Negativna vrednost gotovinske marže i pozitivna profitna marža kao determinante negativne vrednosti indikatora kvaliteta dobitka su prikazane na slici 9.

Slika 9. Determinante negativnog indikatora kvaliteta dobitka, druga varijanta



Izvor: Prikaz autora

Činjenica da preduzeće ne pokazuje kontinuiranu sposobnost generisanja neto novčanog toka iz internih izvora, a beleži pozitivne dobitne performanse, upućuje na ispitivanje i pronalaženje indikatora o mogućim poslovnim, finansijskim i informacionim rizicima.

Tabela 35. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća TK

	2011	2012	2013
Indikator kvaliteta dobitka (u %)	-23,03	-13,55	9,34
Novčani tok iz poslovanja (u hiljadama dinara)	-797.956	593.964	4.080.856
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	-0,36	0,22	1,55
Indikator kvaliteta prihoda	0,99	0,97	1,12
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	16,70	21,14	11,39
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	1,24	1,27	0,54
Indeks rasta prihoda od prodaje	1,12	1,16	1,01

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Profitna marža preduzeća je nepromenjena u posmatranom periodu, pri čemu je zabeležen rast prihoda od prodaje i poslovnog dobitka. Gotovinska marža u 2013. godini je negativna zahvaljujući značajnom rastu odliva po osnovu izmirenja obaveza prema dobavljačima i datih avansa. Iako su u narednoj godini prilivi veći od odliva i poslovni novčani tok pozitivan, gotovinska marža je niža od profitne marže, a indikator kvaliteta dobitka negativan. Rastući trend poslovnog novčanog toka utiče na poboljšanje cash flow pokazatelja, što ukazuje na održivost iskazanih dobitnih performansi.

Na početku posmatranog perioda preduzeće AF ostvaruje profitnu maržu, ali je indikator kvaliteta dobitka negativan zbog gotovinske marže. Poslovni novčani tok je negativan jer je priliv od prodaje blago povećan a povećanje odliva po osnovu isplata dobavljačima znatno veće. Sledeće dve godine preduzeće ima stabilan indikator kvaliteta jer je ravnomerno smanjenje poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka.

Tabela 36. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća AF

	2011	2012	2013
Indikator kvaliteta dobitka (u %)	-16,94	6,08	6,73
Novčani tok iz poslovanja (u hiljadama dinara)	-262.972	1.195.989	681.108
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	-0,69	1,26	1,65
Indikator kvaliteta prihoda	1,03	1,18	1,09
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	29,59	19,15	17,20
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	1,06	0,65	0,90
Indeks rasta prihoda od prodaje	1,06	1,07	0,98

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Dobitne i cash flow performanse se kreću opadajućim tempom zbog blagog smanjenja priliva i prihoda i značajnijeg povećanja poslovnih rashoda i novčanih odliva. Pokazatelji treće grupe ne ukazuju na probleme vezane za kvalitet prihoda i potraživanja. Smanjenje potraživanja je rezultat većeg stepena otpisa nenaplativih potraživanja koji u 2013. godini čini oko 27% ukupne vrednosti potraživanja od prodaje.

Tabela 37. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća DM

	2011	2012	2013
Indikator kvaliteta dobitka (u %)	-20,18	-12,49	-20,51
Novčani tok iz poslovanja (u hiljadama dinara)	-1.322.224	470.117	-1.635.908
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	-0,99	0,19	-1,13
Indikator kvaliteta prihoda	0,90	0,96	0,79
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	20,07	14,77	30,17
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	0,74	0,74	2,04
Indeks rasta prihoda od prodaje	1,15	1,22	0,94

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Indikator kvaliteta dobitka preduzeća DM je u posmatranom periodu negativan, jer je poslovni novčani tok negativan i kao što je u 2012. godini slučaj zbog više profitne u odnosu na gotovinsku maržu. Smanjenje poslovnih prihoda je praćeno bržim padom rashoda tako da je u 2013. godini smanjen poslovni dobitak. Politika prodaje na odloženi rok koji u proseku iznosi 60 dana za rezultat ima visoka potraživanja i značajno smanjenje priliva od prodaje. Visok indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje i nizak pokazatelj kvaliteta prihoda navode na dalja ispitivanja. Potraživanja od povezanih pravnih lica su ključni faktor skoro duplog povećanja potraživanja od prodaje 2013. godini.

Gotovinske marže preduzeća SU su niže od profitnih u 2011. i 2012. godini, što za rezultat ima negativan indikator kvaliteta dobitka. Nakon dvogodišnjeg perioda sa stabilnom stopom kvaliteta dobitka, sledi pad poslovnog dobitka. Smanjenje profitne marže je praćeno padom poslovnog novčanog toka koji je u 2013. godini negativan zahvaljujući smanjenju priliva po osnovu prodaje i porastu isplata dobavljačima.

Tabela 38. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća SU

	2011	2012	2013
Indikator kvaliteta dobitka (u %)	-13,41	-13,15	-35,33
Novčani tok iz poslovanja (u hiljadama dinara)	4.563.699	4.184.596	-1.549.641
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	0,63	0,62	-0,27
Indikator kvaliteta prihoda	1,02	0,93	0,70
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	8,39	8,12	18,72
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	1,38	0,97	2,30
Indeks rasta prihoda od prodaje	1,14	0,98	1,08

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Potraživanja od prodaje preduzeća SU rastu brže od prihoda, što uz niži pokazatelj odnosa priliva i prihoda od prodaje može biti upozorenje da preduzeće ima narušen kvalitet prihoda i problem sa naplatom potraživanja.

Tabela 39. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća FT

	2011	2012	2013
Indikator kvaliteta dobitka (u %)	13,76	-16,21	-24,51
Novčani tok iz poslovanja (u hiljadama dinara)	2.149.813	1.977.013	-734.541
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	2,64	0,56	-12,18
Indikator kvaliteta prihoda	1,33	1,03	0,71
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	2,17	7,81	66,76
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	0,18	3,60	8,55
Indeks rasta prihoda od prodaje	1,07	0,99	0,34

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Godina 2011. je za preduzeće FT godina sa pozitivnom profitnom i gotovinskom maržom i pozitivnim indikatorom kvaliteta. Već u 2012. godini je indikator negativan iako su poslovni dobitak i poslovni novčani tok porasli u odnosu na 2011. Preduzeće se u 2013. godini suočava sa teškoćama u prodaji proizvoda tako da prihodi naglo opadaju, stoga je i poslovni dobitak u padu. Prilivi su znatno manji od prihoda a potraživanja u porastu, što za rezultat ima pokazatelj kvaliteta prihoda među najlošijima u celoj grupi i izuzetno visok indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje.

Tabela 40. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća HF

	2011	2012	2013
Indikator kvaliteta dobitka (u %)	-26,06	-1,73	8,38
Novčani tok iz poslovanja (u hiljadama dinara)	-777.270	4.514.522	5.437.379
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	-0,17	0,92	1,57
Indikator kvaliteta prihoda	0,68	0,97	1,12
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	59,40	51,76	30,41
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	0,82	0,87	0,59
Indeks rasta prihoda od prodaje	1,00	1,15	1,02

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Profitne marže preduzeća HF opadaju a gotovinske rastu tokom trogodišnjeg perioda. Situacija u kojoj dobitne i cash flow performanse ne idu u istom pravcu je na duži rok neodrživa. Potraživanja od prodaje su u padu a poslovni novčani tok iako negativan u 2010. manje je negativan u 2011. i postepeno raste u naredne dve godine delom i zahvaljujući naplati potraživanja iz prethodnih perioda. Poslovni dobitak pada jer prihodi blago rastu za razliku od poslovnih rashoda koji su znatno povećani. Kvalitet prihoda se ne dovodi u pitanje, a niže vrednosti indeksa odnosa potraživanja i prihoda od prodaje pokazuju da je odnos potraživanja i prihoda od prodaje u padu tokom perioda, pri čemu je učešće potraživanja u prihodima od prodaje visoko.

Pojedinačne vrednosti pokazatelja grupe preduzeća koja u posmatranom obračunskom periodu beleže negativan indikator kvaliteta dobitka, negativne gotovinske i pozitivne profitne marže su prikazane u tabeli 41. Prvo na listi preduzeće beleži poboljšanje dobitnih i cash flow performansi. U grupi je preduzeća sa negativnim indikatorom kvaliteta dobitka i negativnom gotovinskom maržom zahvaljujući negativnom poslovnom novčanom toku na početku posmatranog perioda. U ovu grupu ulazi i preduzeće sa skromno negativnom gotovinskom maržom koje ima relativno niske obe marže u posmatranom periodu.

Karakteristika treće grupe preduzeća jeste u tome što je indikator kvaliteta prihoda za sva preduzeća relativno dobar u 2012. godini. Kod više od pola preduzeća se kvalitet prihoda dovodi u pitanje u godini koja prethodi ili u narednoj godini. Većina preduzeća čije se gotovinska i profitna marža tokom posmatranog perioda kreću u suprotnom smeru, u početnoj godini imaju relativno nizak pokazatelj kvaliteta prihoda. Kvalitet prihoda se dovodi u pitanje i kod preduzeća čija se gotovinska marža intenzivnije smanjuje u odnosu na stopu profitne marže.

Upotrebna vrednost informacija o novčanim tokovima

Tabela 41. Vrednosti pokazatelja grupe preduzeća sa negativnim indikatorom kvaliteta, negativnom gotovinskom i pozitivnom profitnom maržom

	Indikator kvaliteta dobitka (u %)			Gotovinska marža			Profitna marža			Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka			Indikator kvaliteta prihoda			Odnos potraživanja i prihoda od prodaje (u %)			Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje			Indeks rasta prihoda od prodaje		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2010/11	2011/12	2012/13	2010/11	2011/12	2012/13
Preduzeće TK	-23,0	-13,6	9,3	-6,1	3,9	26,4	17,0	17,4	17,1	-0,4	0,2	1,6	1,0	1,0	1,1	16,7	21,1	11,4	1,2	1,3	0,5	1,1	1,2	1,0
Preduzeće VA	0,5	-1,0	2,5	1,9	-0,1	4,9	1,5	0,9	2,4	1,3	-0,1	2,0	1,6	1,7	1,7	14,6	17,1	15,0	0,6	1,2	0,9	1,1	1,2	1,1
Preduzeće AF	-16,9	6,1	6,7	-10,1	2,9	-10,9	10,1	15,4	9,6	-0,7	1,3	1,7	1,0	1,2	1,1	29,6	19,2	17,2	1,1	0,7	0,9	1,1	1,1	1,0
Preduzeće NI	-19,0	-29,4	-29,4	25,6	8,9	-13,0	44,6	38,4	16,4	0,6	0,2	-0,8	1,2	1,2	1,1	25,6	24,7	22,5	0,7	1,0	0,9	1,2	1,0	1,1
Preduzeće LO	-5,4	-5,5	-18,1	11,0	5,4	-13,5	16,4	10,9	4,6	0,7	0,5	-2,9	0,7	1,1	1,2	61,7	49,6	71,0	0,5	0,8	1,4	4,0	1,1	0,5
Preduzeće SU	-13,4	-13,2	-35,3	23,2	21,7	-7,5	36,6	34,9	27,9	0,6	0,6	-0,3	1,0	0,9	0,7	8,4	8,1	18,7	1,4	1,0	2,3	1,1	1,0	1,1
Preduzeće DM	-20,2	-12,5	-20,5	-6,9	29,5	17,1	10,0	23,4	10,3	-1,0	0,2	-1,1	0,9	1,0	0,8	20,1	14,8	30,2	0,7	0,7	2,0	1,2	1,2	0,9
Preduzeće ŠC	-28,9	24,9	-2,6	-8,4	41,9	10,9	20,5	17,0	13,5	-0,4	2,5	0,8	0,9	1,1	0,8	32,2	16,5	30,9	1,3	0,5	1,9	0,9	1,1	1,0
Preduzeće FT	13,8	-16,2	-24,5	22,1	20,5	-22,7	8,4	36,7	1,9	2,6	0,6	-12,2	1,3	1,0	0,7	2,2	7,8	66,8	0,2	3,6	8,6	1,1	1,0	0,3
Preduzeće HF	-26,1	-1,7	8,4	-3,8	19,5	23,1	22,2	21,2	14,7	-0,2	0,9	1,6	0,7	1,0	1,1	59,4	51,8	30,4	0,8	0,9	0,6	1,0	1,2	1,0
Preduzeće DP	-17,4	-82,5	-18,7	26,1	-3,5	6,5	43,5	79,0	25,2	0,6	0,0	0,3	0,7	1,2	1,7	115,9	119,1	43,0	0,9	1,0	0,4	1,4	0,7	2,5
Preduzeće YC	9,4	-7,8	-24,8	10,9	5,5	-6,3	1,5	13,3	18,5	7,5	0,4	-0,3	0,6	1,1	0,9	51,8	17,2	23,9	0,9	0,3	1,4	4,5	2,6	1,2
Preduzeće CX	-5,2	-23,5	7,2	-4,6	-9,1	18,8	0,6	14,4	11,7	-8,3	-0,6	1,6	1,1	1,1	1,1	20,0	19,0	18,6	1,1	0,9	1,0	1,0	1,2	1,1

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Tabela 42. Raspon vrednosti indikatora kvaliteta dobitka i marži treće grupe preduzeća

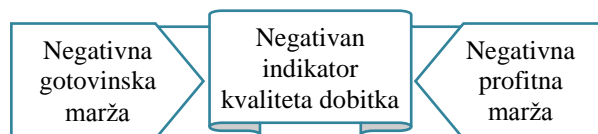
	Indikator kvaliteta dobitka (u %)			Gotovinska marža			Profitna marža		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Treća grupa preduzeća	Od -28,9 do 13,8	Od -82,5 do 24,9	Od -35,3 do 9,3	Od -10,1 do 26,1	Od -9,1 do 41,9	Od -22,7 do 26,4	Od 0,6 do 44,6	Od 0,9 do 79,0	Od 1,9 do 27,9

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

#### 5.4.4. Grupa preduzeća sa negativnim indikatorom kvaliteta i negativnim maržama

Posebnu grupu u ovom delu istraživanja čine preduzeća koja su u posmatranom periodu zabeležila negativan indikator kvaliteta dobitka, ali i negativne gotovinske i profitne marže bar u jednoj od posmatranih godina. Negativne vrednosti gotovinske i profitne marža kao determinante negativne vrednosti indikatora su prikazane na slici 10.

Slika 10. Determinante negativnog indikatora kvaliteta dobitka, treća varijanta



Izvor: Prikaz autora

Preduzeća čije su gotovinska i profitna marža negativne imaju teškoće u poslovanju. Svih pet analiziranih preduzeća prerađivačke industrije iz četvrte grupe se ne nalaze na listi najboljih sa aspekta neto dobitka u 2013. godini, a neka preduzeća čak ostvaruju i neto gubitak. Analiza započinje za preduzeće BP koje u sve tri godine beleži negativnu profitnu maržu, dok su sredini posmatranog perioda kada se preduzeće nalazi na listi naj po neto dobitku istovremeno negativne i profitna i gotovinska marža. Preduzeće jeste na listi naj po neto dobitku u 2012. godini, ali dominantno zahvaljujući ostalim prihodima tranzitornog karaktera. Kontinuiran negativan poslovni gubitak doprinosi eliminisanju preduzeća sa pomenute liste već u 2013. godini. Preduzeće VT na početku analiziranog perioda beleži dobre profitne i još bolje gotovinske performanse. Odnos poslovnog dobitka i poslovnog novčanog toka se već u sledećoj godini menja, što vodi ka negativnim cash flow i dobitnim performansama u narednoj godini. Isti trend indikatora kvaliteta dobitka i njegovih determinanti ima i treće po redu analizirano preduzeće u ovoj grupi. Preduzeće EZ karakterišu izrazito negativne vrednosti indikatora kvaliteta i gotovinske marže, čime se kvalitet ostvarenih pozitivnih marži dovodi u pitanje. Na poslednjem mestu je analizirano preduzeće SP zbog specifičnosti po pitanju determinanti indikatora kvaliteta dobitka. Vrednosti parametara pojedinačnih preduzeća su date u tabelama od 43 do 47, zajedno sa detaljnijom analizom.

Tabela 43. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća BP

	2011	2012	2013
Indikator kvaliteta dobitka (u %)	-8,11	-24,01	-26,21
Novčani tok iz poslovanja (u hiljadama dinara)	21.241	-16.196	18.549
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	-0,15	-0,05	-0,05
Indikator kvaliteta prihoda	1,38	1,44	1,31
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	31,19	10,41	5,60
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	0,67	0,33	0,54
Indeks rasta prihoda od prodaje	1,10	0,98	1,00

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a



Novčani tokovi i tokovi rentabiliteta preduzeća BP nisu usklađeni. Prihodi su stabilni, ali nedovoljni za pokriće poslovnih rashoda tako da preduzeće beleži rastući poslovni gubitak u posmatrane tri godine. Posebno je izraženo povećanje troškova amortizacije, pri čemu je u 2013. godini urađena nova procena amortizacionih stopa nekretnina, postrojenja i opreme od strane ovlašćenih procenitelja. Neto dobitak u 2013. godini je rezultat ostalih prihoda koji se najvećim delom (oko 97%) odnose na otpis obaveza prema ino-partnerima koje su nastale u periodu privatizacije. Poslovni novčani tok je u 2012. godini negativan, u 2013. prilivi i odlivi iz poslovanja opadaju ali zahvaljujući bržem padu odliva preduzeće iskazuje neto prilive gotovine iz poslovnih aktivnosti. Ne treba zanemariti činjenicu da se radi o pozitivnim ali skromnim gotovinskim maržama od svega 1,48% u 2011. i 1,31% u 2013. godini. Potraživanja su smanjena delom usled otpisa koji čini 26% ukupne vrednosti potraživanja od prodaje, ali i usled povećane naplate. Treća grupa parametara ne ukazuje na probleme kvaliteta prihoda i potraživanja, tako da se faktori negativnog poslovnog rezultata mogu tražiti na strani rashoda.

Tabela 44. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća VT

	2011	2012	2013
Indikator kvaliteta dobitka (u %)	18,97	-8,31	-13,53
Novčani tok iz poslovanja (u hiljadama dinara)	4.084.892	795.677	-2.277.485
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	3,09	0,36	-9,20
Indikator kvaliteta prihoda	1,01	1,11	1,00
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	11,06	8,34	13,06
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	0,72	0,75	1,57
Indeks rasta prihoda od prodaje	1,17	1,16	0,88

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Posmatrani cash flow pokazatelji su za preduzeće VT sve lošiji u trogodišnjem periodu. Pad poslovnog novčanog toka u 2012. godini je praćen zapaženim rastom poslovnog dobitka, ali je tu rast zaustavljen. Dobitne performanse preduzeća u 2013. godini takođe idu silaznom putanjom, tako da se beleži poslovni i neto gubitak. Poslovni rashodi su u padu zahvaljujući devedeseto procentnom smanjenju nabavne vrednosti prodate robe i značajnom smanjenju troškova materijala. U 2013. godini prodaja i primljeni avansi su smanjeni znatno brže od poslovnih prihoda, ali i poslovnih odliva što za rezultat ima negativan neto novčani tok iz poslovanja. Potraživanja i prihodi od prodaje se kreću u suprotnom smeru, pri čemu rast potraživanja praćen padom prodaje u 2013. godini za rezultat ima povećan indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje. Pokazatelj kvaliteta prihoda ne ukazuje na moguće probleme, jer se relativno srazmerno kreću prilivi i prihodi od prodaje.

Pad poslovnog novčanog toka preduzeća BH u 2012. godini je praćen zapaženim rastom poslovnog dobitka, dok u 2013. godini novčane i dobitne performanse opadaju, tako da preduzeće beleži poslovni i neto gubitak. Poslovni prihodi opadaju brže od poslovnih rashoda među kojima troškovi rezervisanja značajno rastu i to po osnovu rezervisanja za sudske sporove. Treća grupa parametara na početku perioda pokazuje brži rast potraživanja od prihoda i lošiji indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje, koji se u 2013. godini popravlja zahvaljujući smanjenju potraživanja od prodaje za čak 60%.

Upozoravajuće su i vrednosti pokazatelja kvaliteta prihoda na početku perioda, što navodi na dalja ispitivanja. Smanjenje potraživanja u 2013. nije praćeno rastom priliva od prodaje, već prilivi opadaju.

Tabela 45. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća BH

	2011	2012	2013
Indikator kvaliteta dobitka (u %)	2,64	-6,03	-12,44
Novčani tok iz poslovanja (u hiljadama dinara)	2.216.303	1.088.023	-2.373.772
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	1,28	0,39	-12,14
Indikator kvaliteta prihoda	0,88	0,87	1,01
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	23,50	27,87	18,51
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	1,48	1,19	0,66
Indeks rasta prihoda od prodaje	1,35	1,55	0,62

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Detaljnija analiza preduzeća BH pokazuje da je preduzeće za deo nenaplaćenih potraživanja od prodaje izvršilo kompenzaciju međusobnih potraživanja i obaveza sa komitentom preduzeća. Za smanjenje potraživanja je delom zaslužno prenošenje potraživanja i obaveza prema dobavljačima na novoosnovano preduzeće, kao i direktno isknižavanje potraživanja od kupaca na osnovu odluke o nenaplativosti. Smanjenje potraživanja na ovakav način ne doprinosi poboljšanju cash flow performansi, što se može videti i na osnovu poslovnog novčanog toka.

Tabela 46. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća EZ

	2011	2012	2013
Indikator kvaliteta dobitka (u %)	-42,71	-21,88	-54,34
Novčani tok iz poslovanja (u hiljadama dinara)	-400.186	-251.107	-2.588.172
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	5,04	-0,49	-6,65
Indikator kvaliteta prihoda	0,96	0,70	0,69
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	26,76	9,55	28,56
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	0,43	0,36	2,99
Indeks rasta prihoda od prodaje	57,88	4,62	1,58

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Sposobnost generisanja poslovnog novčanog toka preduzeća EZ se pogoršava tokom perioda. Početak posmatranog perioda osim negativne gotovinske marže karakteriše poslovni gubitak. U narednim periodima profitne marže nisu praćene pozitivnim cash flow performansama, tako da je smanjenje poslovnog dobitka u 2013. godini očekivano. Rast preduzeća od srednjeg u 2011. u veliko u 2012. godini za rezultat ima rast skoro svih elemenata imovine, kapitala i obaveza. Rast prihoda od prodaje je rezultat prodaje proizvoda povezanim pravnim licima koja je započeta u 2011. godini i znatno veće prodaje robe povezanim pravnim licima u odnosu na prethodnu godinu. Rast prihoda i potraživanja se nastavlja i u sledeće dve godine, ali stopa rasta priliva ne prati rast prihoda tako da je pokazatelj kvaliteta prihoda upozoravajući.

Preduzeće SP je grupisano sa ostalim preduzećima koja beleže negativan indikator kvaliteta dobitka i negativne determinante indikatora. Specifičnost u odnosu na ostala preduzeća je u činjenici da preduzeće SP u poslednjem analiziranom periodu ima negativnu profitnu maržu, pri čemu je gotovinska marža pozitivna. Rezultat ovako ostvarenih marži jeste izuzetno visok indikator kvaliteta, što u ovom slučaju ne znači i da se može pozitivno oceniti kvalitet dobitka. Poslovni novčani tok preduzeća SP sa negativne neto vrednosti u 2011. godini raste i u naredne dve godine prilivi po osnovu poslovnih aktivnosti su veći od odliva. Rastući trend poslovnog novčanog toka je praćen nestabilnim odnosom poslovnog novčanog toka i poslovnog rezultata što upozorava na održivost sposobnosti generisanja novčanih tokova iz internih izvora.

Tabela 47. Analiza kvaliteta dobitka preduzeća SP

	2011	2012	2013
Indikator kvaliteta dobitka (u %)	-11,21	-5,12	33,71
Novčani tok iz poslovanja (u hiljadama dinara)	-100.924	1.116.300	2.611.168
Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka	-0,08	0,59	-2,66
Indikator kvaliteta prihoda	1,12	1,05	1,17
Odnos potraživanja i prihoda od prodaje	31,11	25,48	21,15
Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje	1,04	0,82	0,83
Indeks rasta prihoda od prodaje	0,82	1,29	0,71

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Vrednost indikatora u 2013. godini pokazuje da je neophodno detaljnije ispitivanje determinanti indikatora, s obzirom na negativnu vrednost odnosa poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka. Analiza strukture neto novčanog toka to i pokazuje jer su prilivi smanjeni, a isplate dobavljačima i dati avansi još više. Smanjenje odliva po osnovu povećanja obaveza iz poslovanja više od tri puta ne može biti održiv izvor povećanja poslovnog novčanog toka. Rast poslovnih prihoda i dobitka u 2012. godini prerasta u pad u 2013. godini kada preduzeće posluje sa poslovnim gubitkom i neto gubitkom. Poslovni gubitak je rezultat pada poslovnog prihoda i znatno manjeg pada ukupnih poslovnih rashoda. Nabavna vrednost prodate robe je smanjena za 78%, ali su troškovi amortizacije i rezervisanja u porastu, posebno troškovi rezervisanja. Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje ne šalje upozoravajuće signale, a kvalitet prihoda se ne dovodi u pitanje.

Preduzeća sa negativnim indikatorom kvaliteta dobitka praćenim negativnim vrednostima gotovinske i profitne marže su pre svega izložena poslovnim i finansijskim rizicima. Negativan indikator kvaliteta uz istovremeno negativan pokazatelj odnosa poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka je signal koji dodatno upozorava na održivost pozitivnih performansi ukoliko se gotovinska i profitna marža značajno mimoilaze.

Pojedinačne vrednosti pokazatelja grupe preduzeća prerađivačke industrije koja u posmatranom obračunskom periodu beleže negativan indikator kvaliteta dobitka i negativne gotovinske i profitne marže su prikazane u tabeli 48. Posmatrajući raspon vrednosti indikatora kvaliteta dobitka za svih pet preduzeća koja se nalaze u četvrtoj grupi preduzeća prikazan u tabeli 49, može se zaključiti da vrednosti indikatora

pokrivaju sva četiri statistička stratuma definisana na način prikazan u tabeli 25 i da se uglavnom radi o izrazito visokim vrednostima, bilo negativnim bilo pozitivnim. Kada se posmatraju gotovinska i profitna marža, u ovoj grupi se nalaze preduzeća koja beleže minimalne vrednosti marži preduzeća prerađivačke industrije koje su svakako negativne.

Poredeći sa rasponom vrednosti marži po statističkim stratumima, pomenutih pet preduzeća pripada stratumu koji čini 25% preduzeća sa najnižim maržama. Preduzeća koja se u 2012. godini nalaze na listi naj po neto dobitku kao merilu uspešnosti, visinom ostvarenih gotovinskih i profitnih marži ne zaslužuju takvu poziciju. Činjenica da su preduzeća koja imaju ekstremne vrednosti indikatora kvaliteta dobitka sa pozitivnim ili negativnim predznakom izložena poslovnim i finansijskim rizicima, navodi na zaključak da izrazito visoki i niski indikatori kvaliteta dobitka pokazuju loše dobitne i/ili cash flow performanse.

Tabela 48. Vrednosti pokazatelja preduzeća sa negativnim indikatorom kvaliteta i negativnim maržama

	Indikator kvaliteta dobitka (u %)			Gotovinska marža			Profitna marža			Odnos poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka			Indikator kvaliteta prihoda			Odnos potraživanja i prihoda od prodaje (u %)			Indeks odnosa potraživanja i prihoda od prodaje			Indeks rasta prihoda od prodaje		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2010/11	2011/12	2012/13	2010/11	2011/12	2012/13
Preduzeće BP	-8,1	-24,0	-26,2	1,5	-1,2	1,3	-9,6	-22,9	-27,5	-0,2	-0,1	-0,1	1,4	1,4	1,3	31,2	10,4	5,6	0,7	0,3	0,5	1,1	1,0	1,0
Preduzeće VT	19,0	-8,3	-13,5	28,0	4,7	-15,2	9,1	13,0	-1,7	3,1	0,4	-9,2	1,0	1,1	1,0	11,1	8,3	13,1	0,7	0,8	1,6	1,2	1,2	0,9
Preduzeće BH	2,6	-6,0	-12,4	12,1	3,8	-13,6	9,5	9,9	-1,1	1,3	0,4	-12,1	0,9	0,9	1,0	23,5	27,9	18,5	1,5	1,2	0,7	1,4	1,6	0,6
Preduzeće EZ	-42,7	-21,9	-54,3	-53,3	-7,2	-47,2	-10,6	14,7	7,1	5,0	-0,5	-6,7	1,0	0,7	0,7	26,8	9,6	28,6	0,4	0,4	3,0	57,9	4,6	1,6
Preduzeće SP	-11,2	-5,1	33,7	-0,9	7,4	24,5	10,4	12,5	-9,2	-0,1	0,6	-2,7	1,1	1,1	1,2	31,1	25,5	21,2	1,0	0,8	0,8	0,8	1,3	0,7

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Tabela 49. Raspon vrednosti indikatora kvaliteta dobitka i marži četvrte grupe preduzeća

	Indikator kvaliteta dobitka (u %)			Gotovinska marža			Profitna marža		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Četvrta grupa preduzeća	Od -42,7 Do 19,0	Od -5,1 Do -24,0	Od -54,3 Do 33,7	Od -53,3 Do 28,0	Od -7,2 Do 7,4	Od -47,2 Do 24,5	Od -10,6 Do 10,4	Od -22,9 Do 14,7	Od -27,5 Do 7,1

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

## 6. PROCENA KVALITETA IZVEŠTAJA O NOVČANIM TOKOVIMA

Analizom novčanih tokova, u smislu ocene sposobnosti generisanja neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti, opravdanosti neto novčanog toka iz investiranja, sposobnosti finansiranja investicionih i ostalih potreba preduzeća, uz postizanje odgovarajuće strukture neto novčanog toka iz aktivnosti finansiranja, povećava se upotrebna vrednost informacija o novčanim tokovima. U kojoj meri će informacije generisane izveštavanjem i analizom novčanih tokova ispuniti prethodno navedena očekivanja zavisi i od njihovog kvaliteta.

Raspoloživa računovodstvena evidencija preduzeća po pravilu pruža visok stepen pouzdanosti u iskazano stanje novčanih sredstava. U praksi se retko dešavaju situacije da novčana sredstva nisu pravilno iskazana, jer se u blagajni vrši svakodnevno sravnjivanje salda na kraju dana, a na izvodima banke se mogu videti početno i krajnje stanje. Pozicija gotovine je za razliku od ostalih delova imovine oslobođena problema procenjivanja i izbora računovodstvenih opcija, tako da menadžment neće lako pribegavati namernom pogrešnom iskazivanju salda gotovine.

Područja povećanog rizika pogrešnog iskazivanja novčanih sredstava ipak postoje i odnose se na postojanje prelaznih računa sa iskazanim saldima na dan bilansa, knjiženja na novčanim sredstvima koja kao protivstav imaju prihode i rashode, a ne sredstva i obaveze, kursiranje sredstava u stranoj valuti i stanja po platnim karticama<sup>142</sup>. Novčane transakcije ne odražavaju stvarna dešavanja u situacijama kada se isplaćuje obaveza po osnovu nabavke materijala koji stvarno nije primljen, kupcima se ispostavlja faktura po cenama koje su niže od cena definisanih poslovnom politikom kompanije, zaposlenima se obračunava i isplaćuje zarada po osnovu većeg broja časova rada u odnosu na stvarno provedeno vreme, zavisnim preduzećima se isplaćuje kamata po stopama višim od važećih kamatnih stopa, duplo isplaćuje obaveza po fakturi dobavljača i sl<sup>143</sup>. Pronevere novčanih tokova su često praćene malverzacijama sa propratnom dokumentacijom za evidentiranje transakcija.

Menadžment uglavnom izbegava pogrešnom iskazivanju salda gotovine, s tim da precenjivanje i potcenjivanje novčanih priliva i odliva utiče na realnost prikazane strukture novčanih tokova iako je saldo gotovine nepromenjen. Pogrešnim prikazivanjem novčanih tokova se pružaju obmanjujući signali o održivosti finansijskih performansi preduzeća, a korisnici informacija dovode u zabludu. Svesni da korisnici izveštaja mogu otkriti manipulacije dobitka poređenjem novčanih i tokova rentabiliteta, menadžeri mogu pristupiti pogrešnom ili lažnom izveštavanju o novčanim tokovima preduzeća. Prezentovanjem dobrih finansijskih performansi preduzeća žele privući investitore i kreditore. Zato je važno znati da li su veći prilivi nego odlivi gotovine iz poslovnih aktivnosti znak stvarne sposobnosti preduzeća da generiše gotovinu iz poslovnih izvora ili su rezultat pogrešne klasifikacije i ostalih manipulacija novčanim sredstvima.

---

<sup>142</sup> Andrić, M., Krsmanović, B., Jakšić, D., op. cit., str. 232.

<sup>143</sup> Milojević, D., *Revizija finansijskih izveštaja*, Fakultet za trgovinu i bankarstvo, Beogradska bankarska akademija, Beograd, 2006, str. 364.

### • Precenjeni novčani tokovi iz poslovanja

Kreativno cash flow izveštavanje podrazumeva postupke koje menadžment preduzeća preduzima u cilju stvaranja pogrešnog utiska o novčanim tokovima. Manipulacije novčanim tokovima koje idu u prilog povećanja neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti se najčešće sprovode. Poslovni novčani tok investitorima i kreditorima pokazuje sposobnost generisanja gotovine u poslovnoj sferi koja služi za servisiranje tekućih poslovnih obaveza, finansiranje kapitalnih izdataka, otplatu duga i plaćanje dividendi. Javnosti se žele poslati signali da je preduzeće sposobno da generiše gotovinu i gotovinske ekvivalente, iako izvori iz poslovnih aktivnosti nisu održivi.

Odlaganje gotovinskih isplata i forsiranje novčanih naplata koje nastaju po osnovu poslovnih aktivnosti, dovodi do povećanja poslovnog neto novčanog toka tokom posmatranog na teret budućih perioda. Preduzeće će ukoliko je moguće odložiti plaćanje obaveza prema dobavljačima, državi, menadžmentu i ostalim zaposlenima, povećati iznos avansne naplate od kupaca, čak i uz odobrene finansijske diskonte. Menadžment preduzeća pored precenjivanja dobitka nekada pribegava i iskazivanju precenjenih novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti, kako bi se izbegla sumnja u realnost iskazanog dobitka.

Problem nerealnog iskazivanja neto toka iz poslovanja može nastati forsiranjem avansnog plaćanja od strane kupaca. Manipulisanje transakcijama sa povezanim pravnim licima često za rezultat ima precenjenost tokova gotovine iz poslovanja. Povezana pravna lica kompanije Enron<sup>144</sup> su se zaduživala kod banaka i avansno plaćala matičnoj kompaniji za nabavku nafte. Umesto priliva gotovine po osnovu finansijskih aktivnosti, u matičnoj kompaniji su iskazani primljeni avansi kao poslovni prilivi gotovine, čime je poslovni neto novčani tok precenjen, a neto novčani tok iz finansijskih aktivnosti potcenjen.

Iskazivanje fiktivne prodaje, uvođenje nepostojećih kupaca i fiktivnih potraživanja dovodi do precenjivanja iskazanog dobitka preduzeća. Analiza tokova gotovine može pomoći u otkrivanju lažnih transakcija, ali nekada i izveštaj o novčanim tokovima može biti predmet oblikovanja od strane menadžmenta. Iskazivanje fiktivnih potraživanja i prihoda od prodaje je uverljivije ukoliko se u izveštajima iskaže i njihova naplata. Poslovni dobitak i novčani tokovi iz poslovanja se kreću u istom pravcu, što ne ukazuje na mogućnost ugroženog kvaliteta dobitnih i cash flow performansi. Preduzeće može iskazati odlive iz investicionih aktivnosti po osnovu lažnih kapitalnih izdataka, a fiktivnu naplatu potraživanja od partnera sa kojim već posluje uključiti kao deo priliva iz poslovnih aktivnosti, čime se postiže precenjenost novčanih tokova iz poslovanja i potcenjenost investicionog novčanog toka. Fiktivni poslovni prilivi i investicioni odlivi su izjednačeni, tako da saldo gotovine na kraju perioda ostaje nepromenjen.

Precenjenost neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti tekuće godine može biti rezultat iskazivanja priliva po osnovu prodaje potraživanja kao poslovnih priliva gotovine. Ubrzanom naplatom potraživanja, budući prilivi iz poslovnih aktivnosti

---

<sup>144</sup> Mulford, C.W., Comiskey, E.E., *Creative Cash Flow Reporting: Uncovering Sustainable Financial Performance*, op. cit., str. 121.

iskazuju se u tekućem obračunskom periodu.<sup>145</sup> Naplata meničnih potraživanja iskazana kao poslovni novčani priliv može uticati na precenjivanje poslovnog novčanog toka ukoliko su menice deo gotovinskih ekvivalenata preduzeća. Naplata menica o roku dospeća predstavlja transformaciju likvidnih kratkoročnih hartija od vrednosti u gotovinu, pri čemu se transformacija ne može posmatrati kao novčani tok, već kao instrumenti upravljanja gotovinom.

Reklasifikacijom hartija od vrednosti raspoloživih za prodaju u hartije od vrednosti kojima se trguje, menadžment preduzeća može slati pogrešan signal o sposobnosti generisanja gotovine, iskazujući prilive i odlive u korist neto novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti. Ukoliko kupovina i prodaja hartija od vrednosti nije aktivna i česta, reklasifikacija nije realna. Prodaja hartija dovodi do povećanja neto gotovine iz poslovanja, iako je njihovom kupovinom smanjen neto novčani tok iz aktivnosti investiranja.

Iskazivanje prekoračenja na tekućem računu kao obaveza iz poslovanja i samim tim uključivanje u poslovni deo izveštaja o novčanim tokovima kao izvora gotovine, može dovesti do precenjivanja neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti ukoliko prekoračenje čini integralni deo upravljanja gotovinom. Klasifikacija tokova gotovine po osnovu prekoračenja na računu u banci kao tokova iz poslovnih aktivnosti, obrazlaže se činjenicom da preduzeće ovaj tip pozajmice uglavnom koristi za izmirenje tekućih obaveza iz poslovanja. Aranžman po kome se prekoračenje na bankovnim računima obuhvata kao negativna komponenta gotovinskih ekvivalenata isključuje mogućnost prikazivanja promene salda na računu kao novčanih tokova.<sup>146</sup>

Pogrešna kapitalizacija rashoda dovodi do precenjeno iskazanog novčanog toka iz poslovanja. Umesto da se odlivi gotovine po osnovu plaćanja poslovnih rashoda prikažu u okviru poslovnog dela izveštaja, odlivi se nakon kapitalizacije iskazuju kao investicioni tokovi gotovine, čime je neto novčani tok iz investicionih aktivnosti potcenjen. Ukoliko se prethodnim aktivnostima doda odlaganje nabavke i forsiranje prodaje stalne imovine i kratkoročnih finansijskih plasmana, emisija i prodaja dužničkih i vlasničkih hartija od vrednosti, prolongiranje plaćanja finansijskih obaveza, ukupan neto novčani tok će biti iskazan u većoj vrednosti nego da su transakcije isplate i naplate realizovane u uobičajenim uslovima poslovanja.

---

<sup>145</sup> Stevanović, S., Belopavlović, G., Moravčević-Lazarević, M., Creative Cash Flow Reporting – the Motivation and Opportunities, *Economic Analysis*, vol. 46, br. 1-2/2013, Institut ekonomskih nauka, Beograd, str. 28-39.

<sup>146</sup> Kothari, J., Barone, E. op. cit., str. 241.



### III KONCEPT VREDNOVANJA ZASNOVAN NA NOVČANIM TOKOVIMA

Vrednovanje je relevantan proizvod finansijskih i poslovnih analiza preduzeća i odnosi se na utvrđivanje stvarne vrednosti imovine, obaveza ili kapitala preduzeća. Stvarna vrednost (*Intrinsic Value*) je povezana sa poslovnim i finansijskim karakteristikama preduzeća i drugim faktorima koji na nju utiču. Svako odstupanje od stvarne vrednosti je znak da je iskazana vrednost potcenjena ili precenjena. Koncept vrednovanja se najčešće vezuje za vrednovanje poslovanja preduzeća u celini, vlasničkog kapitala, imovine i obaveza. Vrednovanje poslovanja preduzeća se razlikuje od utvrđivanja vrednosti skupa imovine, jer je vrednovanje koje se bazira na imovini fokusirano prvenstveno na postojećoj imovini koja se procenjuje pojedinačno.

Predmet i svrha vrednovanja određuju izbor koncepta i metode vrednovanja. Iako se za potrebe vrednovanja mogu koristiti različite tehnike, sve metode uključuju određene informacije iz finansijskih izveštaja preduzeća. Finansijski izveštaji predstavljaju instrument pomoću kojeg investitori analiziraju procese generisanja dobitka, novčanih tokova i sa njima povezani proces kreiranja vrednosti. Neophodni su za prepoznavanje ključnih varijabli koje treba uključiti u proces vrednovanja. Činjenica je da se finansijski izveštaji ne pripremaju namenski za vrednovanje preduzeća. Ipak, iako im nije namena da prezentuju finalno merilo vrednosti preduzeća, pružaju korisne informacije prilikom utvrđivanja vrednosti i donošenja odluka.<sup>147</sup> Važan zadatak finansijskih analitičara jeste prevođenje informacija iz finansijskih izveštaja u pouzdanu procenu vrednosti preduzeća i ispravne investicione odluke.

Analiza vrednosti poslovanja preduzeća treba da obuhvati i analizu okruženja u kome preduzeće posluje, kako međunarodnog, tako i privrednog i sektorskog okruženja. *Top-down* pristup fundamentalne analize sadrži analizu finansijskih izveštaja, ali tek nakon ispitivanja globalne ekonomije, domaće makroekonomije i ekonomije grane.<sup>148</sup> Na ovaj način postavljena analiza razvojnih potencijala preduzeća dovodi do potpunog razumevanja poslovanja preduzeća. Koraci koji prethode fazi vrednovanja preduzeća se odnose na pripremanje projektovanih finansijskih izveštaja, identifikovanje ekonomskih karakteristika industrije kojoj preduzeće pripada, identifikovanje strategije koju preduzeće primenjuje kako bi ostvarilo i održalo komparativnu prednost, ocenu kvaliteta finansijskih izveštaja i analizu tekuće profitabilnosti i rizika preduzeća na osnovu informacija koje su prezentovane u finansijskim izveštajima.<sup>149</sup> Prethodno navedene faze su međusobno povezane i predstavljaju preduslov efektivne analize finansijskih izveštaja i procesa vrednovanja. Razumevanje novčanih tokova je od velikog značaja u svakoj fazi analize i vrednovanja.

---

<sup>147</sup> Lundholm, R., Sloan, R., *Equity Valuation and Analysis with eVal*, McGraw-Hill/Irwin, New York, 2007, str. 57.

<sup>148</sup> Grubišić, Z., Vuković, D., Đukić, M., *Fundamentalna analiza: finansijski izveštaji banaka, Finansije*, br. 1-6/2012, str. 227.

<sup>149</sup> Stickney, C., Brown, P., Wahlen, J., op. cit., str. 3

## 1. VREDNOVANJE BILANSNIH POZICIJA PREDUZEĆA

Vrednovanje je proces utvrđivanja monetarnih iznosa po kojima se bilansne pozicije priznaju i obelodanjuju u finansijskim izveštajima. Ključni principi kojih se treba pridržavati u postupku vrednovanja bilansnih pozicija jesu Going Concern princip, princip doslednosti i opreznosti. Osim pretpostavke da preduzeće posluje kontinuirano i da se vrednovanje vrši uz primenu principa opreznosti, relevantno je da se metode vrednovanja primenjuju dosledno tokom obračunskih perioda i da se komponente imovine i obaveza vrednuju odvojeno<sup>150</sup>. Opšta računovodstvena načela treba da budu osnova za vrednovanje svih tipova imovine. Ipak, razlike postoje u samom postupku vrednovanja i neizvesnosti koja je povezana sa procenom vrednosti, stoga je neke oblike imovine lakše proceniti od drugih.

Proces vrednovanja imovine i obaveza uključuje izbor konkretne osnove odmeravanja. Konceptualni okvir za finansijsko izveštavanje Odbora za Međunarodne računovodstvene standarde (*International Accounting Standards Board - IASB*) kao osnove odmeravanja obuhvata istorijski trošak, tekući trošak, ostvarivu i sadašnju vrednost<sup>151</sup>. Različite osnove odmeravanja se mogu koristiti u različitoj meri i u različitim kombinacijama u finansijskim izveštajima. Uobičajene osnove za odmeravanje imovine i obaveza u američkim opšteprihvaćenim računovodstvenim standardima jesu istorijski trošak i fer vrednost. S obzirom na međusobnu povezanost finansijskih izveštaja, procenjivanje imovine, obaveza i kapitala ima uticaj ne samo na bilans stanja već i na bilans uspeha preduzeća. Otuda za procenjivanje bilansnih pozicija nije bitan samo izbor osnova za procenjivanje već i način otpisivanja, obračuna utroška materijala, način utvrđivanja cene koštanja i sl.<sup>152</sup>

### 1.1. Vrednovanje imovine

#### 1.1.1. Koncepti vrednovanja: MRS/MSFI vs. US GAAP

Koncept vrednovanja imovine koji preduzeća najčešće koriste u pripremi finansijskih izveštaja jeste koncept istorijskog troška. Preduzeća se mogu odlučiti i za vrednovanje imovine po tekućoj, ostvarivoj i sadašnjoj vrednosti u zavisnosti od računovodstvene politike koju vode i prirode imovine koja se procenjuje. Slika 11 prikazuje metode vrednovanja imovine i obaveza propisane odredbama međunarodnih računovodstvenih standarda i međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja.

Koncept istorijske vrednosti podrazumeva vrednovanje i priznavanje imovine u visini iznosa gotovine ili gotovinskih ekvivalenata koji je plaćen u trenutku nabavke imovine ili fer vrednosti nadoknade date za njeno sticanje. Pod istorijskim troškovima se podrazumeva cena koštanja i nabavna vrednost, koje se primenjuju kao merila vrednovanja u zavisnosti od načina sticanja imovine. Visina istorijskog troška zavisi od načina utvrđivanja i sadržaja cene koštanja, nabavne vrednosti, načina amortizacije

---

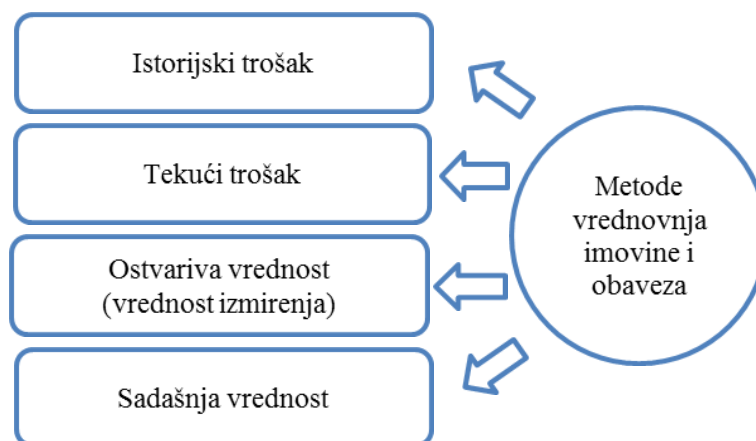
<sup>150</sup> Zakon o računovodstvu, Službeni glasnik RS, br. 62/2013, član 19.

<sup>151</sup> Odbor za međunarodne računovodstvene standarde, Konceptualni okvir za finansijsko izveštavanje, Službeni glasnik RS, br. 35/2014, paragraf 4.55.

<sup>152</sup> Rodić, J., Vukelić, G., Andrić, M., *Teorija, politika i analiza bilansa*, op. cit., str. 22.

sredstava i metode obračuna utrošenog materijala. Stalna imovina proizvedena u sopstvenoj režiji i zalihe gotovih proizvoda i nedovršene proizvodnje vrednuju se po ceni koštanja, dok se ostala imovina procenjuju po nabavnoj vrednosti.

Slika 11. Metode vrednovanja imovine i obaveza prema MRS i MSFI



Izvor: Prikaz autora na osnovu Konceptualnog okvira za finansijsko izveštavanje

Cena koštanja i nabavna vrednost predstavljaju pouzdana merila vrednosti imovine u trenutku sticanja. Istorijske vrednosti se mogu smatrati objektivnim merilom vrednosti i tokom upotrebe sredstva, što se smatra glavnom prednošću koncepta istorijskih troškova u odnosu na ostale koncepte vrednovanja. S obzirom na potrebu korisnika finansijskih izveštaja za informacijama o stvarnoj vrednosti imovine, pouzdanost istorijskog troška se ipak može dovesti u pitanje. Sumnja u relevantnost istorijskih informacija otvara mogućnost korišćenja tekuće, prodajne ili sadašnje vrednosti kao osnovice za merenje imovine. Ukoliko je stvarna vrednost niža od knjigovodstvene vrednosti imovine, načelo opreznosti, preciznije načelo niže vrednosti nalaže korišćenje neto prodajne vrednosti kao merila vrednosti. Vrednovanje zaliha je primer u kome se istorijski trošak kombinuje sa drugim osnovama odmeravanja. Zalihe se u finansijskim izveštajima priznaju po istorijskoj vrednosti ili neto ostvarivoj vrednosti, u zavisnosti od toga koja je niža. Na ovaj način se istorijska vrednost svodi na prodajnu vrednost. Važno je istaći da se radi o normalnim, a ne iznuđenim uslovima prodaje.

Koncept prodajne, odnosno ostvarive vrednosti kao osnovicu za priznavanje imovine koristi iznos gotovine ili gotovinskih ekvivalenata koji bi trenutno mogao da se dobije od prodaje imovine u redovnim uslovima poslovanja. Koncept tekuće vrednosti polazi od toga koliko bi plaćanje bilo ukoliko bi se ista ili ekvivalentna imovina koju preduzeće vrednuje nabavila u tekućem periodu. Koncept je poznat i pod nazivom troškovi zamene, jer polazi od pretpostavke da se već postojeća sredstva menjaju kupovinom istih ili sličnih sredstava po trenutno važećoj ceni. Upotrebu tekućeg troška kao osnove vrednovanja neka preduzeća pravdaju činjenicom da je nemoguće koristiti računovodstveni model istorijskog troška za obuhvatanje efekata promena u cenama nemonetarne imovine.<sup>153</sup>

<sup>153</sup> Odbor za međunarodne računovodstvene standarde, Konceptualni okvir za finansijsko izveštavanje, op. cit., paragraf 4.55.

Koncepti tekuće i prodajne vrednosti korisnicima finansijskih izveštaja pružaju relevantne informacije, jer u velikoj meri oslikavaju tržišnu realnost. Sa aspekta pouzdanosti, reč je o merilima vrednovanja koje može karakterisati i pristrasnost prilikom procene vrednosti. Stepenn subjektivnosti može biti različit u zavisnosti od načina na koji se tekuća ili prodajna vrednost utvrđuju. Ukoliko je tekuću ili prodajnu vrednost moguće utvrditi na osnovu kretanja vrednosti na aktivnom tržištu, informacije o vrednosti su pouzdanije. Pouzdanost informacija o vrednosti hartija od vrednosti kojima se trguje na berzi je veća u odnosu na pouzdanost procenjene tržišne vrednosti stare zgrade ili opreme koja se više ne proizvodi. Procenjivanje potraživanja i novčanih sredstava u stranoj valuti primenom deviznog kursa na dan bilansa se vrši po tržišnoj vrednosti, kao i vrednovanje utrživih hartija od vrednosti. Ukoliko za neku imovinu preduzeća ne postoji aktivno tržište, odstupanje od realnih vrednosti je moguće, što otvara prostor za moguću zloupotrebu procene vrednosti imovine.

Sadašnja vrednost novčanih tokova koji mogu nastati kao rezultat upotrebe imovine je jedan od osnova odmeravanja imovine. Koncept sadašnje vrednosti se temelji na vremenskoj vrednosti novca, po kojoj više vredi novac koji se prima danas od onog koji će se primiti u narednom periodu. Pretpostavka koncepta sadašnje vrednosti je da se novčani tokovi po osnovu sredstava očekivani u budućim periodima, diskontnom stopom svode na sadašnju ekonomsku vrednost. Sadašnja diskontovana vrednost budućih neto gotovinskih priliva, za koje se očekuje da će imovina generisati u toku redovnog poslovanja, je iznos koji je preduzeće spremno da plati u sadašnjem trenutku kako bi steklo pravo na buduće prilive.

$$V = \frac{E(CF_1)}{(1+r)} + \frac{E(CF_2)}{(1+r)^2} + \dots + \frac{E(CF_t)}{(1+r)^t} \quad (19)$$

gde je:

V - vrednost imovine

E(CF) - očekivani novčani tok u periodu t

r - diskontna stopa

t - korisni vek imovine

Formula 19 pokazuje da se vrednost očekivanih novčanih tokova koji će nastati po osnovu korišćenja imovine u toku korisnog veka upotrebe diskontuje stopom koja odražava rizičnost projektovanih tokova, kako bi se dobila sadašnja vrednost imovine.<sup>154</sup> Suštinu vrednovanja na osnovu koncepta sadašnje vrednosti predstavlja diskontovanje očekivanih novčanih tokova, tako da projektovani novčani tokovi i izabrana diskontna stopa čine važne faktore koncepta.

Različite tehnike sadašnje vrednosti se mogu koristiti za odmeravanje upotrebne vrednosti imovine. Ukoliko se vrednost po kojoj je imovina iskazana u finansijskim izveštajima dovodi u pitanje, potrebno je izvršiti procenu nadoknadive vrednosti imovine. U slučaju da gubici od obezvređenja postoje, knjigovodstvenu vrednost sredstva se umanjuje. Nadoknadivi iznos se definiše kao fer vrednost umanjena za troškove prodaje ili upotrebna vrednost u zavisnosti od toga koja je veća. Upotrebna

---

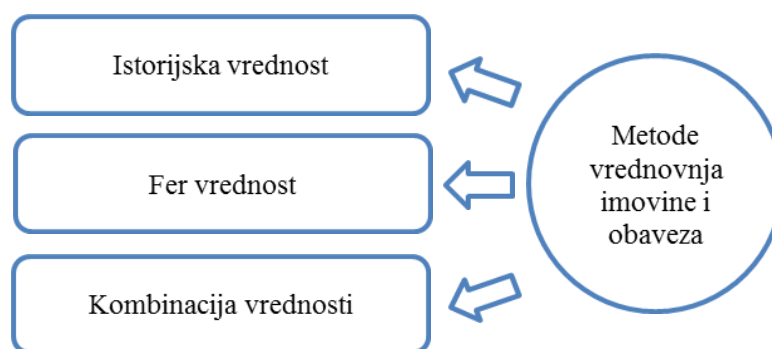
<sup>154</sup> Damodaran, A., *Damodaran o valuaciji - Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne finansije*, op. cit., str. 10.

vrednost oslikava sadašnju vrednost procenjenih budućih novčanih tokova koji se očekuju od kontinuiranog korišćenja sredstva i od njegove prodaje na kraju korisnog veka trajanja. Osim tradicionalnog pristupa obračuna sadašnje vrednosti koji se zasniva na procenjenim novčanim tokovima i diskontnoj stopi koja je srazmerna riziku, MRS 36<sup>155</sup> ističe prednosti pristupa očekivanih tokova gotovine. Iako postoje situacije u kojima jedinstvena diskontna stopa može uključiti sva očekivanja budućih novčanih tokova i premiju za rizik, pristup očekivanih tokova gotovine može biti efikasniji način odmeravanja upotrebne vrednosti. Ključna razlika novijeg pristupa je u činjenici da se koristi više mogućih očekivanih tokova sa pripadajućim verovatnoćama, što omogućava primenu tehnika sadašnje vrednosti iako vreme nastanka novčanih tokova nije sigurno, a samu procenu upotrebne vrednosti čini boljom.

Prilikom utvrđivanja vrednosti imovine preduzeća moguće je koristiti koncept slobodan novčani tok (*Free Cash Flow - FCF*). U tom slučaju se očekivani neto priliv gotovine po osnovu korišćenja i otuđenja dela imovine preduzeća posmatra kao očekivani slobodni novčani tok po osnovu konkretne imovine. Primer primene *FCF* koncepta jeste procena nadoknadiwe vrednosti imovine čija je knjigovodstvena vrednost umanjena. Očekivani neto novčani tokovi po osnovu konkretnog sredstva sadrže buduće prilive gotovine po osnovu kontinuirane upotrebe sredstva, buduće odlive koji obavezno nastaju radi generisanja priliva po osnovu kontinuirane upotrebe i eventualnu naplatu ili isplatu gotovine po osnovu otuđenja sredstva na kraju korisnog veka trajanja.<sup>156</sup>

Američki opšteprihvaćeni računovodstveni standardi (*Generally Accepted Accounting Principles in United States - US GAAP*) za vrednovanje imovine koriste metode koje oslikavaju istorijsku vrednost i metode koje su zasnovane na fer vrednosti, što je prikazano na slici 12. Nabavna vrednost, korigovana nabavna vrednost i sadašnja vrednost novčanih tokova diskontovana istorijskim kamatnim stopama su merila istorijske vrednosti. Nabavna vrednost se najčešće koristi za vrednovanje zemljišta i nematerijalne imovine sa neograničenim vekom trajanja.

Slika 12. Metode vrednovanja imovine i obaveza prema *US GAAP*



Izvor: Prikaz autora na osnovu *Stickney, C., Brown, P., Wahlen, J., 2007, str. 91.*

<sup>155</sup> Odbor za međunarodne računovodstvene standarde, Međunarodni računovodstveni standard 36 – Umanjenje vrednosti imovine, 2011, paragraf A7.

<sup>156</sup> *Ibid*, paragraf 39.

Utvrđivanje korigovane nabavne vrednosti podrazumeva amortizovanje vrednosti imovine usled trošenja i ekonomskog zastarevanja. Amortizovani istorijski trošak je istorijski trošak imovine umanjen za deo istorijskog troška koji je prethodno priznat kao rashod. Korigovana nabavna vrednost je karakteristična za vrednovanje opreme, nekretnina i nematerijalne imovine sa ograničenim vekom trajanja.

Utvrđivanje vrednosti sredstava po osnovu kojih direktno nastaju prihodi od kamata može biti zasnovano na konceptu sadašnje vrednosti. Ukoliko se za svođenje očekivanih novčanih tokova na sadašnju vrednost kao diskontna stopa koristi istorijska kamatna stopa koja je važila u trenutku prvobitnog priznavanja i vrednovanja imovine, sadašnja vrednosti se posmatra kao deo koncepta istorijske vrednosti. *Stickney, Brown i Wahlen*<sup>157</sup> navode mogućnost da se dugoročna finansijska imovina vrednuje po sadašnjoj vrednosti očekivanih novčanih tokova uz istorijsku kamatnu stopu kao diskontnu stopu.

### 1.1.2. Specifičnosti fer vrednosti

Fer vrednost se prema međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja definiše kao cena koja se može naplatiti za prodaju sredstva ili platiti za prenos obaveze u redovnoj transakciji između učesnika na tržištu na datum odmeravanja.<sup>158</sup> Za razliku od međunarodnih računovodstvenih standarda i međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja koji poznaju metode tekuće, prodajne i sadašnje vrednosti, u standardima američkog Odbora *FASB*-a se koristi jedinstven termin fer vrednost. Osnove za merenje fer vrednosti imovine mogu biti tekući troškovi zamene, neto prodajna vrednost ili sadašnja vrednost novčanih tokova diskontovana tekućim kamatnim stopama. Metoda sadašnje vrednosti je deo koncepta fer vrednosti ukoliko je sadašnja vrednost imovine po osnovu koje preduzeće stiče pravo na kamatu diskontovana pomoću tekuće kamatne stope.

Konceptualni okvir ne poznaje posebno fer vrednost kao koncept odmeravanja vrednosti imovine i obaveza. Koncept fer vrednosti se može posmatrati kao kombinacija više koncepata, s obzirom na različite mogućnosti merenja fer vrednosti. Prikazivanje bilansnih pozicija po fer vrednosti ima za cilj da vrednosti imovine i kapitala odražavaju ekonomsku realnost. U uslovima aktivnog i likvidnog tržišta aktuelne tržišne cene najbolje oslikavaju fer vrednost, čime se koncepti prodajne i fer vrednost izjednačavaju. Utvrđivanje fer vrednosti u uslovima postojanja neaktivnog i nelikvidnog tržišta podrazumeva primenu određenih tehnika procenjivanja. Kao osnova za procenu fer vrednosti osim tržišnog, mogu se koristiti troškovni ili prihodni pristup<sup>159</sup>. Troškovni pristup procene vrednosti se zasniva na amortizovanim troškovima zamene koji su trenutno potrebni da bi se zamenio uslužni kapacitet imovine. Fer vrednost dobijena procenom po prihodnom pristupu odražava trenutnu očekivanu diskontovanu sadašnju vrednost budućih novčanih tokova ili tokova rentabiliteta.

---

<sup>157</sup> Stickney, C., Brown, P., Wahlen, J., op. cit., str., str. 88.

<sup>158</sup> Odbor za međunarodne računovodstvene standarde, Međunarodni standard finansijskog izveštavanja 13 – Odmeravanje fer vrednosti, 2013, paragraf 9.

<sup>159</sup> Ibid, paragraf 62.

Složenost primene koncepta fer vrednosti i nepreciznosti prilikom procene vrednosti su često razlozi slabije primene koncepta od strane preduzeća. Kompanije Evropske unije prilikom vrednovanja nekretnina, postrojenja i opreme, u preko 95% slučajeva koriste koncept istorijskih troškova, dok ostale kompanije kombinuju koncept istorijskih troškova i koncept fer vrednosti.<sup>160</sup> Problem koji prati primenu fer vrednosti u uslovima finansijske krize vezan je za njeno prociklično dejstvo.<sup>161</sup> Primena fer vrednosti u uslovima rastućih cena može da podstiče kupovinu hartija od vrednosti po višim cenama, doprinoseći stvaranju špekulativnih balona. U uslovima finansijske krize i pada cena primena fer vrednosti može podsticati prodaju imovine po nižim cenama, produbljujući postojeću krizu.

### 1.1.3. Izbor metode vrednovanje prema vrsti imovine

Izbor koncepta vrednovanja treba da ide u pravcu korišćenja merila koje najpouzdanije oslikava vrednost imovine ili obaveza preduzeća. Zagovornici metode fer vrednosti ističu njenu relevantnost, a pouzdanost je argument koji se koristi kada se za vrednovanje imovine i obaveza preporučuju metode istorijskih vrednosti. Zastupljenija primena koncepta istorijskih troškova može se objasniti time što je istorijska vrednost zasnovana na transakcionom pristupu koji karakteriše dokumentovanost transakcija i visok stepen objektivnosti informacija o vrednosti imovine preduzeća, ali i činjenicom da ostali koncepti zahtevaju procene vrednosti koje često nije moguće jednostavno i pouzdano izvršiti.

Vrednovanje zaliha preduzeća se najčešće vrši u skladu sa konceptom istorijske vrednosti. Zalihe se kao deo obrtne imovine vrednuju po nabavnoj vrednosti, odnosno ceni koštanja ili neto ostvarivoj vrednosti u zavisnosti koja je niža.<sup>162</sup> Zalihe gotovih proizvoda i nedovršene proizvodnje se vrednuju i prikazuju po ceni koštanja, dok se po nabavnoj vrednosti vrednuju zalihe materijala, robe i ostala imovina koja se drži radi dalje prodaje. Ukoliko se upotrebom ili prodajom zaliha očekuje niža vrednost od nabavne vrednosti ili cene koštanja, vrednost zaliha treba korigovati na niže. U tom slučaju se zalihe vrednuju po neto prodajnoj vrednosti. Razlozi za nemogućnost nadoknade istorijske vrednosti zaliha su najčešće oštećenje i zastarelost zaliha, zatim pad prodajnih cena, rast troškova dovršenja zaliha ili troškova prodaje.

Nekretnine, postrojenja i oprema se u trenutku priznavanja u finansijskim izveštajima vrednuju po nabavnoj vrednosti ili po ceni koštanja u slučaju kada se imovina proizvodi u sopstvenoj režiji. Prilikom odmeravanja vrednosti nekretnina, postrojenja i opreme nakon inicijalnog priznavanja, preduzeća se opredeljuju za jedan od dva modela vrednovanja. U skladu sa MRS 16, naknadno odmeravanje se može vršiti po modelu nabavne vrednosti ili modelu revalorizacije<sup>163</sup>. S obzirom da se usvojena

---

<sup>160</sup> Stevanović, N., Bilansno-političke implikacije po kvalitet dobitka, *Ekonomika preduzeća*, specijalni broj Tajne bilansa: menadžerski pristup, Savez ekonomista Srbije, Beograd, 2009, str. 134.

<sup>161</sup> Malinić, D., Računovodstvo fer vrednosti i volatilnost finansijskih izveštaja u uslovima finansijske krize, *Ekonomika preduzeća*, br. 7-8/2009, Savez ekonomista Srbije, Beograd, str. 308.

<sup>162</sup> Odbor za međunarodne računovodstvene standarde, Međunarodni standard finansijskog izveštavanja 2 - Zalihe, 2005, paragraf 9.

<sup>163</sup> Odbor za međunarodne računovodstvene standarde, Međunarodni računovodstveni standard 16 – Nekretnine, postrojenja i oprema, op. cit., paragraf 30, 31.

računovodstvena politika naknadnog odmeravanja primenjuje na celu grupu nekretnina, postrojenja i opreme, preduzeća često vrše prikazivanje imovine po nabavnoj vrednosti umanjenoj za ukupnu akumuliranu amortizaciju i ukupne eventualne akumulirane gubitke zbog obezvređenja imovine. Model revalorizacije nakon početnog priznavanja podrazumeva odmeravanje imovine po fer vrednosti na datum revalorizacije umanjenoj za naknadnu akumuliranu amortizaciju i naknadne akumulirane gubitke zbog umanjenja vrednosti. Revalorizacija se vrši periodično i onoliko često koliko je neophodno da bi se obezbedilo da se knjigovodstvena vrednost bitno ne razlikuje od vrednosti do koje bi se došlo korišćenjem fer vrednosti na kraju izveštajnog perioda. Fer vrednost nekretnina, postrojenja i opreme se najčešće utvrđuje procenom koja je zasnovana na tržišnim dokazima, pa je fer vrednost u tom slučaju i prodajna vrednost. Zbog specifične prirode imovine i činjenice da se određena vrsta imovine retko prodaje, procena fer vrednosti se može vršiti primenom dobitnog ili troškovnog pristupa.

Prilikom sticanja nematerijalne imovine vrednovanje se vrši po nabavnoj vrednosti. Nematerijalna imovina se može priznati u finansijskim izveštajima „ako je verovatno da će se buduće ekonomske koristi koje su pripisive imovini uliti u entitet i ako se nabavna vrednost imovine može pouzdano izmeriti“.<sup>164</sup> Prilikom stvaranja nematerijalne imovine u sopstvenoj režiji, vrednovanje se vrši po ceni koštanja. Zbog teškoća u identifikovanju imovine i utvrđivanju cene koštanja, priznavanje interno generisane nematerijalne imovine podrazumeva zadovoljavanje dodatnih kriterijuma. Izdaci po osnovu istraživanja se ne priznaju kao nematerijalna imovina već kao rashod perioda. Nematerijalna imovina koja nastaje kao proizvod faze razvoja može biti priznata u finansijskim izveštajima ukoliko postoji mogućnost identifikovanja i pružanja dokaza da će imovina generisati verovatne buduće ekonomske koristi. Iako mnoge svetske kompanije generišu najveći deo vrednosti iz nematerijalne imovine, tradicionalna računovodstvena pravila potcenjuju njihovu vrednost ili je potpuno ignorišu. Nemogućnost vrednovanja nematerijalne imovine na pravi način utiče na pogrešnu sliku o računovodstvenim merilima profitabilnosti.

Novčana i druga ulaganja izvršena prilikom sticanje prava na koncesije, patente, licence i slična prava koje preduzeće koristi u periodu dužem od godinu dana prikazuju se kao deo nematerijalne imovine. Interno nastale robne marke, interno generisani zaštitni znakovi, impresumi, izdavački naslovi liste kupaca i stavke slične sadržine se ne priznaju kao nematerijalna imovina. Po tom osnovu nastali izdaci se ne mogu razlikovati od troškova razvoja poslovanja kao celine i uvek se priznaju u bilansu uspeha u periodu nastanka.

Nakon početnog priznavanja nematerijalna imovina se može vrednovati i po poštenoj vrednosti na dan revalorizacije ukoliko postoji aktivno tržište, dok u suprotnom revalorizacija nije moguća. Primeri nematerijalne imovine za koje postoji aktivno tržište jesu slobodno prenosive dozvole za taksi automobile, dozvole za ribolov ili proizvodne kvote. Češće su situacije u kojima se prodaje i kupuje specifična nematerijalna imovina, što je razlog otežanog procenjivanja fer vrednosti i vrednovanja po istorijskoj vrednosti umanjenoj za eventualnu amortizaciju i gubitke od umanjenja vrednosti imovine. Nematerijalna imovina sa ograničenim vekom trajanja se amortizuje i po potrebi obezvređuje zbog razlike između nabavne vrednosti ulaganja i nadoknadbive vrednosti.

---

<sup>164</sup> Odbor za međunarodne računovodstvene standarde, Međunarodni računovodstveni standard 38 – Nematerijalna imovina, 2004, paragraf 23.



Ukoliko se analizom ne može predvideti završetak perioda u kojem se očekuje da će nematerijalna imovina generisati prilive neto tokova gotovine u preduzeće, amortizacija vrednosti nematerijalne imovine se ne obračunava već se samo vrši umanjuje vrednosti ukoliko se procene gubici od obezvređenja.

Vrsta nematerijalne imovine koja nastaje prilikom kupovine pravnog lica po ceni koja je viša od fer vrednosti kupljene neto imovine, poznata je pod nazivom gudvil (*Goodwill*). S obzirom da se radi o nematerijalnoj imovini koja je nerazdvojiva od vrednosti društva kao celine, za priznavanje gudvila je važno da je potvrđen, odnosno realizovan na tržištu<sup>165</sup>. Interno generisani gudvil se ne priznaje kao nematerijalna imovina. Nakon početnog priznavanja, potrebno je izvršiti testiranje na eventualne gubitke od obezvređenja u skladu sa odredbama standarda koji se bavi umanjnjem vrednosti imovine. U slučaju poslovne kombinacije po osnovu koje nastaje odnos matičnog i zavisnog pravnog lica, matično preduzeće iskazuje gudvil u konsolidovanim finansijskim izveštajima. U slučaju poslovne kombinacije kada jedno pravno lice kupuje neto imovinu drugog i kada dolazi do statusne promene spajanja ili pripajanja, gudvil se iskazuje u pojedinačnom bilansu stanja pravnog lica kupca. Realna vrednost gudvila podrazumeva realnu cenu koja se plaća tokom poslovne kombinacije i realnu knjigovodstvenu vrednost neto imovine.

Tradicionalni modeli diskontovanog novčanog toka su adekvatni za vrednovanje samostalne nematerijalne imovine u koju spadaju komercijalno razvijeni patenti, autorska prava, trgovačke marke, licence i franšize. Navedena imovina vlasnicima daje ekskluzivno pravo proizvodnje proizvoda ili pružanja usluga, pa se vrednost imovine izvodi iz novčanih tokova koji se mogu generisati po osnovu tih prava. Nematerijalna imovina je vezana uz jedan proizvod ili uslugu, a novčani tokovi nastali vezano za proizvod ili uslugu se procenjuju za ograničen vek. Jedan od postupaka vrednovanja jeste procena očekivanih novčanih tokova od posedovanja imovine, koja se diskontnom stopom koja odražava neizvesnost novčanih tokova svodi na sadašnju vrednost. Deo očekivanih novčanih tokova koji se smatra predvidivim i stabilnim, diskontuje se nižom stopom u odnosu na segment novčanih tokova koji se smatra promenljivim. Alternativno se može koristiti relativna valuacija gde se primenjuje multiplikator na prihode ili dobitak za koji se veruje da se može generisati iz trgovačke marke ili autorskog prava. Multiplikator se procenjuje posmatranjem cene po kojoj je slična imovina prodana u prošlosti.

Delovi nematerijalne imovine poput robne marke i imidža kompanije ne generišu direktno novčane tokove, ali preduzeće zahvaljujući njima naplaćuje višu cenu za svoje proizvode i ostvaruje veće novčane prilive. U praksi je teško odvojiti uticaj robne marke na novčane tokove kompanije od ostalih faktora poput imidža i tržišne moći koji takođe utiču na novčane tokove. Specifičnost ove vrste nematerijalne imovine za posledicu ima složeniji postupak njenog vrednovanja. *Damodaran*<sup>166</sup> predlaže tri postupka u koje spadaju metoda istorijskog troška, diskontovanja novčanih tokova i modeli relativnog vrednovanja. Metoda vrednovanja robne marke diskontovanjem novčanih tokova se zasniva na poređenju sadašnje vrednosti novčanih tokova preduzeća koje ima robnu

---

<sup>165</sup> Odbor za međunarodne računovodstvene standarde, Međunarodni standard finansijskog izveštavanja 3 – Poslovne kombinacije, 2004, str. 12.

<sup>166</sup> Damodaran, A., *Damodaran o valuaciji - Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne finansije*, op. cit., str. 412.

marku sa preduzećem sličnog asortimana proizvoda i obima prodaje ali bez robne marke.

Koncept vrednovanja finansijskih sredstava zavisi od vrste imovine. Vrednovanje potraživanja od prodaje se vrši u iznosu gotovinskih potraživanja od kupaca koja se ne diskontuju. Računovodstveni standardi dopuštaju da se za kratkoročnu finansijsku imovinu ne vrši diskontovanje očekivanih novčanih priliva, jer na kratak rok razlika između diskontovane i nediskontovane vrednosti imovine nije materijalno značajna. Prodaja proizvoda, usluga i robe kupcima na odloženo bez kamate za rezultat ima nastanak potraživanja koja se priznaju u visini tekuće gotovinske prodajne vrednosti. Ukoliko tekuća prodajna cena nije poznata, a beskamatno kreditiranje kupaca se vrši na duži rok, procena i priznavanje se vrši po diskontovanoj sadašnjoj vrednosti gotovinskog potraživanja. Kao diskontna stopa se koriste preovlađujuće tržišne kamatne stope za slična potraživanja.

Diskontovana sadašnja vrednost se najčešće koristi za vrednovanje dugoročne finansijske imovine. Finansijski plasmani preduzeća u obliku datih kredita podrazumevaju priznavanje gotovinskog potraživanja po sadašnjoj vrednosti kamata i glavnica. Plasmani u dužničke hartije od vrednosti koji se vrednuju u skladu sa zahtevima koncepta sadašnje vrednosti, treba da budu iskazani po sadašnjoj vrednosti očekivanih novčanih priliva gotovine po osnovu glavnice i kamate. U pitanju je iznos koji se plaća u tekućem periodu u cilju sticanja prava na primanje glavnice i kamate u rokovima dospeća. Diskontovanje sadašnje vrednosti hartija od vrednosti koje se drže do dospeća može se vršiti i na osnovu istorijske kamatne stope.

Kupovina hartija od vrednosti za gotovo je vrsta finansijskih plasmana preduzeća koja se inicijalno priznaje u iznosu gotovine koja je plaćena za sticanje hartija. Naknadno vrednovanje postojeće finansijske imovine se može vršiti po sadašnjoj vrednosti. Vrednovanje akcija kao vlasničkih hartija od vrednosti može biti zasnovano na knjigovodstvenoj vrednosti kapitala preduzeća, ali se češće vrednost akcija kao finansijskih plasmana utvrđuje u visini sadašnje vrednosti očekivanih novčanih tokova. Utvrđivanjem sadašnje vrednosti očekivanih dividendi i iznosa koji se očekuje nakon prodaje akcija u budućnosti, dobija se stvarna vrednost akcija.

Prema zahtevima međunarodnih računovodstvenih standarda, finansijska sredstva preduzeća se odnose na kratkoročne i dugoročne finansijske plasmane i mogu biti klasifikovana na različite načine. Klasifikacija i metode vrednovanja finansijskih plasmana su prikazane u tabeli 50<sup>167</sup>. Fer vrednost se koristi za vrednovanje hartija od vrednosti čiji se efekti promene fer vrednosti evidentiraju kao prihodi ili rashodi u bilansu uspeha. Prema odredbama MRS 39<sup>168</sup>, hartije od vrednosti koje nemaju kotirane tržišne cene na aktivnom tržištu i čija se fer vrednost ne može pouzdano izmeriti, ne treba kategorizovati kao finansijska sredstva po fer vrednosti kroz bilans uspeha.

---

<sup>167</sup> Grupa autora, Priručnik o primeni kontnog okvira u skladu sa MRS/MSFI za privredna društva, zadruge i druga pravna lica i preduzetnike, Privredni savetnik, Beograd, 2007, str. 349.

<sup>168</sup> Odbor za međunarodne računovodstvene standarde, Međunarodni standard finansijskog izveštavanja 39 – Finansijski instrumenti: priznavanje i odmeravanje, 2004, paragraf 9.

Tabela 50. Klasifikacija i metode vrednovanja finansijskih sredstava prema MRS/MSFI

Klasifikacija ulaganja	Metode vrednovanja	Bilansne pozicije
Finansijska sredstva po fer vrednosti kroz bilans uspeha	Fer vrednost	Kratkoročni finansijski plasmani
Investicije koji se drže do dospeća	Amortizovana vrednost primenom efektivne kamatne stope	Dugoročni finansijski plasmani
Kredit i potraživanja	Amortizovana vrednost primenom efektivne kamatne stope	Dugoročni finansijski plasmani
Finansijska sredstva raspoloživa za prodaju	Fer vrednost	Dugoročni finansijski plasmani

Izvor: Priručnik o primeni kontnog okvira, 2007, str. 349.

Inicijalno vrednovanje u trenutku sticanja hartija od vrednosti raspoloživih za prodaju se vrši prema trošku nabavke koji obuhvata i transakcione troškove, a svako naknadno vrednovanje se sprovodi na osnovu fer vrednosti. Promene fer vrednosti se kod dugoročnih finansijskih plasmana klasifikovanih na ovaj način prikazuju u okviru revalorizacionih rezervi u bilansu stanja. Za razliku od finansijskih sredstava po fer vrednosti kroz bilans uspeha kod kojih nema preispitivanja vrednosti i po tom osnovu mogućih umanjenja, vrednost finansijski sredstava raspoloživih za prodaju može biti umanjena, što je praćeno rashodima po osnovu obezvređenja i povezanim prihodima.

Hartije koje se drže do dospeća se vrednuju po amortizovanoj vrednosti primenom efektivne kamatne stope. Promene vrednosti su moguće, što za rezultat ima iskazivanje rashoda po osnovu obezvređenja. Plasiranjem sredstava u dužničke hartije od vrednosti koje se drže do dospeća, preduzeće može biti u situaciji da u trenutku dospeća ne može naplatiti sredstva po osnovu plasmana u punom iznosu jer je tržišna vrednost hartija od vrednosti niža od knjigovodstvene vrednosti. Ukoliko se ne radi o privremenom smanjenju vrednosti, potrebno je izvršiti otpisivanje vrednosti plasmana, jer će u suprotnom vrednost plasmana biti precejnena.

## 1.2. Vrednovanje obaveza

Obaveze se po pravilu procenjuju u visini nominalne vrednosti koje proizilaze iz poslovnih transakcija i odgovaraju iznosima koji će biti isplaćeni da bi obaveze bile izmirene.<sup>169</sup> Ukoliko se obaveze izmiruju u anuitetima, vrednost sadrži obavezu na ime glavnog duga i obračunate kamate. Istorijski trošak, tekući trošak, vrednost izmirenja i sadašnja vrednost predstavljaju moguća merila vrednosti obaveza preduzeća koja su predviđena odredbama Konceptualnog okvira finansijskog izveštavanja.<sup>170</sup>

Koncept istorijskih troškova nalaže da se obaveze u finansijskim izveštajima priznaju u iznosu nadoknade primljene u zamenu za obavezu ili u iznosu gotovine ili gotovinskih ekvivalenata za koje se očekuje da će biti plaćeni za izmirenje obaveze u toku redovnog

<sup>169</sup> Ranković, J., *Teorija bilansa*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2009, str. 409.

<sup>170</sup> Odbor za međunarodne računovodstvene standarde, Konceptualni okvir za finansijsko izveštavanje, op. cit., paragraf 4.55.

poslovanja. Iznos gotovine koji bi bio potreban za izmirenje obaveza u tekućem periodu služi za merenje i evidentiranje obaveza preduzeća ukoliko se primenjuje koncept tekuće vrednosti. Za koncept prodajne vrednosti je karakteristično da se obaveze priznaju u iznosu gotovine ili gotovinskih ekvivalenata koji bi bio neophodan da se obaveza izmiri u okviru redovnog poslovanja. Iznos koji je potreban za izmirenje obaveza u kratkoročnom roku dospeća se ne diskontuje. Očekivani novčani odlivi po osnovu kratkoročnih obaveza se ne diskontuju, jer razlika između diskontovane i nediskontovane vrednosti obaveza na kratak rok nije materijalno značajna.

Obaveze se prema konceptu sadašnje vrednosti procenjuju po sadašnjoj diskontovanoj vrednosti budućih neto odliva gotovine za koje se očekuje da će biti neophodni za izmirenje obaveza u toku redovnog poslovanja. Iznosi neto odliva gotovine koji se očekuju po osnovu obaveza se najčešće koriste kao merilo vrednosti dugoročnih finansijskih obaveza. Korišćenje diskontovane sadašnje vrednosti novčanih tokova za vrednovanje finansijskih obaveza smatra se relativno pouzdanom metodom. Ipak, izbor odgovarajuće kamatne stope kao diskontne stope podrazumeva izvestan stepen subjektivnosti. Dugoročne finansijske obaveze se u skladu sa američkim računovodstvenim standardima mogu vrednovati po sadašnjoj vrednosti očekivanih novčanih tokova uz istorijsku kamatnu stopu kao diskontnu stopu. Najčešće se u literaturi iz oblasti korporativnih finansija za vrednovanje obaveza koriste knjigovodstvena ili tržišna vrednost. Kratkoročne obaveze su primer bilansnih pozicija kod kojih je nabavna vrednost najpribližnija tržišnoj vrednosti.

Obaveze prema dobavljačima predstavljaju vrstu kratkoročnog izvora finansiranja preduzeća, najčešće beskamatnog finansiranja. Obaveze se prvobitno priznaju u iznosu gotovine koji se dobavljačima duguje bez diskontovanja. Visina obaveze može biti jednaka fakturnoj vrednosti koju dobavljači dostavljaju. Usled korišćenja finansijskog popusta, nabavna vrednost obaveze se umanjuje za iznos realizovanog kasa skonta. Saglasno načelu opreznosti, odnosno načelu više vrednosti, prilikom bilansiranja potrebno je oceniti mogućnost nastanka dodatnih obaveza koje trenutno nisu iskazane na knjigovodstvenim računima u okviru računovodstvenih poslovnih knjiga. To se odnosi na mogućnost pojave zateznih kamata, penala i sl., tako da dobavljači imaju pravo na naplatu glavnog duga i zatezne kamate.<sup>171</sup>

Ostale obaveze iz poslovanja takođe predstavljaju besplatan izvor finansiranja i vrednuju se u visini izdataka koji su neophodni da bi se obaveze izmirile u predviđenom roku dospeća. Obaveze po osnovu kratkoročnih kredita i tekućeg dospeća dugoročnih kredita se vrednuju u visini iznosa koji se duguje po osnovu tih kredita. Nepodudaranje nabavne i tržišne vrednosti obaveza je moguće ukoliko se rizik neizmirenja obaveza preduzeća promenio u odnosu na početak kreditiranja.

Vrednovanje obaveza u stranoj valuti se vrši po deviznom kursu na dan bilansiranja. Ukoliko je devizni kurs na dan bilansa viši u odnosu na dan nastanka obaveze, potrebno je da se knjigovodstvena vrednost obaveze u stranoj valuti prilagodi promenama deviznog kursa. Pošto promene deviznog kursa odražavaju promene koje se nalaze u osnovi kamatnih stopa, verovatno je da će obaveze u stranoj valuti biti bliže tržišnoj vrednosti nego obaveze u domaćoj valuti.

---

<sup>171</sup> Rodić, J., Vukelić, G., Andrić, M., *Teorija, politika i analiza bilansa*, op. cit., str. 33.

Obaveze po osnovu kratkoročnih primanja zaposlenih se vrednuju u iznosu gotovine za koju se očekuje da će biti plaćeni u zamenu za uslugu koju zaposleni vrši preduzeću. Reč je o nediskontovanom iznosu gotovine. Obaveze po osnovu doprinosa takođe se odmeravaju na nediskontovanoj osnovi. Obaveze za primanja zaposlenih po prestanku zaposlenja se odmeravaju po sadašnjoj vrednosti. Obaveze koje nastaju po osnovu plana definisanih primanja zaposlenih se diskontuju radi utvrđivanja sadašnje vrednosti za definisana primanja i troškove tekućih usluga.<sup>172</sup>

Prema odredbama standarda MRS 19, ukupne obaveze po osnovu primanja po prestanku zaposlenja se diskontuju, čak i ako se očekuje da deo obaveza bude izmiren u toku dvanaest meseci posle izveštajnog perioda. Krajnja vrednost obaveza sadrži sadašnju vrednost primanja dodeljenih prethodnim godinama i sadašnju vrednost primanja dodeljenih tekućoj godini. Diskontna stopa kojom se obaveze po osnovu primanja po prestanku zaposlenja svode na sadašnju vrednost treba da bude određena u odnosu na tržišne prinose na kraju izveštajnog perioda za visokokvalitetne korporativne obveznice ili za državne obveznice.<sup>173</sup>

Pozajmljivanjem kapitala, preduzeće se obavezuje da će dug vratiti u predviđenom roku i isplatiti pripadajuću kamatu. Emitovanjem obveznica nastaje jedan od oblika dugoročnog finansiranja preduzeća iz pozajmljenih izvora. Obaveze po osnovu dužničkih hartija od vrednosti iskazuju se po sadašnjoj vrednosti budućih novčanih odliva po osnovu isplate glavnice i kamata, koja se utvrđuje na način prikazan u formuli 20. Sadašnja vrednost periodičnih izdavanja na ime kamate u periodu trajanja duga uvećana za sadašnju vrednost glavnice predstavlja tržišnu vrednost obveznica<sup>174</sup>.

$$V = \frac{I_1}{(1+i)} + \frac{I_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{I_n + V_n}{(1+i)^n} \quad (20)$$

gde je:

V – vrednost obveznice

I – periodični izdaci na ime kamate

i – diskontna stopa

V<sub>n</sub> – nominalna vrednost obveznica na dan dospeća

n – vek trajanja obveznice

Relevantna diskontna stopa predstavlja stopu kapitalizacije i sastoji se od nerizične kamatne stope i premije na rizik. Ukoliko su tržišna stopa kapitalizacije i ugovorena kamatna stopa jednake, tržišna i nominalna vrednost obveznice biće izjednačene. Tržišna vrednost obveznice će pasti ispod nominalne vrednosti ukoliko je tržišna stopa kapitalizacije veća od kamatne stope. S obzirom da se u tom slučaju obveznice prodaju uz diskont nose naziv diskontne obveznice. Obveznice sa premijom se prodaju ukoliko je ugovorena kamatna stopa veća od diskontne stope kao tržišne stope prinosa. Obveznice koje su emitovane sa diskontom ili premijom se vrednuju i prikazuju po vrednosti emitovanja, dok se diskont ili premija amortizuju tokom veka trajanja obveznice.

---

<sup>172</sup> Odbor za međunarodne računovodstvene standarde, Međunarodni standard finansijskog izveštavanja 19 – Prianja zaposlenih, 2013, paragraf 57.

<sup>173</sup> Ibid, paragraf 83.

<sup>174</sup> Krasulja, D., Ivanišević, M., *op. cit.*, str. 368.

Finansijske obaveze po fer vrednosti kroz bilans uspeha se u skladu sa odredbama međunarodnih računovodstvenih standarda inicijalno i naknadno odmeravaju po fer vrednosti<sup>175</sup>. Ostale finansijske obaveze koje se inicijalno priznaju po fer vrednosti primljenih sredstava umanjenoj za troškove transakcija koje se direktno mogu pripisati emitovanju obaveze, nakon početnog priznavanja se vrednuju po amortizovanoj vrednosti korišćenjem metoda efektivne kamate. Primer ostalih finansijskih obaveza jesu obaveze po osnovu kredita.

## **2. CASH FLOW MODEL VREDNOVANJA PREDUZEĆA**

Finansijski izveštaji, tržišne i ostale eksterne i interne informacije predstavljaju osnovu za vrednovanje. Pristup vrednovanju se razlikuje u zavisnosti da li je predmet vrednovanja imovina preduzeća, poslovanje u celini, vlasnički kapital ili pojedinačne akcije preduzeća. Suma pojedinačnih vrednosti svih delova imovine preduzeća se ne podudara sa vrednošću poslovanja. Preduzeće koje kontinuirano posluje upošljava raspoloživu imovinu, ali isto tako računa i na očekivane vrednosti koje će stvoriti buduća ulaganja u imovinu. Vrednost poslovanja preduzeća treba da sadrži i očekivane buduće investicije i njihove efekte ukoliko se pođe od pretpostavke o neograničenom trajanju preduzeća. Veliki deo tržišne vrednosti rastućih kompanija dolazi iz njihove rastuće imovine.

### **2.1. Metode vrednovanja preduzeća**

Preduzeće je ekonomski subjekt sa imovinom koju već poseduje i imovinom u koju očekuje da će uložiti u budućnosti. Postojeća ulaganja generišu novčane tokove i korist za preduzeće u tekućim periodima. Ulaganja koja treba realizovati u narednim periodima za rezultat imaju očekivane buduće ekonomske koristi koje će doprineti generisanju vrednosti. Finansiranje postojeće i rastuće imovine je moguće iz sopstvenih vlasničkih ili pozajmljenih izvora. Ključna razlika između vrednovanja skupa imovine i celokupnog poslovanja preduzeća se može predstaviti na način kako je prikazano na slici 13.<sup>176</sup>

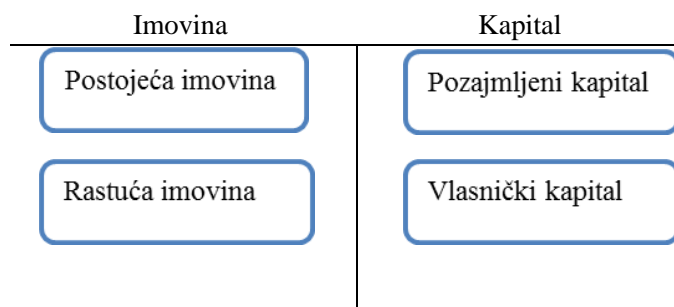
Pouzdana procena vrednosti podrazumeva objektivno predviđanje buduće profitabilnosti preduzeća i izloženosti rizicima. Literatura i praksa poznaju različite metode vrednovanja, koje mogu biti klasifikovane na različite načine. Najčešće se osnovni modeli vrednovanja grupišu kao modeli zasnovani na diskontovanju ili kao bilansni modeli.

---

<sup>175</sup> Odbor za međunarodne računovodstvene standarde, Međunarodni standard finansijskog izveštavanja 39 – Finansijski instrumenti: priznavanje i odmeravanje, op. cit., paragraf 43, 47.

<sup>176</sup> Preuređeno prema: Damodaran, A., *Damodaran o valuaciji - Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne finansije*, op. cit., str. 11.

Slika 13. Jednostavan pogled na preduzeće



Izvor: Damodaran, A., 2010, str. 11.

Penman<sup>177</sup> takođe navodi dve grupe metoda vrednovanja. Jednoj grupi pripadaju metode koje su zasnovane na predviđanju određenih računovodstvenih kategorija. U pitanju su metode koje se zasnivaju na predviđanju dividendi, slobodnih novčanih tokova, knjigovodstvene vrednosti kapitala, neto dobitka i sl. Druga grupa obuhvata metode koje ne podrazumevaju predviđanje parametara u budućnosti. Kao primer se navode metode poređenja (*The Method of Comparables*), multiplikatori (*Multiple Screening*) i metode zasnovane na imovini preduzeća (*Asset-Based Valuation*). Metode zasnovane na bilansnim pozicijama se svode na knjigovodstvenu, likvidacionu ili reprodukcionu vrednost.

Knjigovodstvena vrednost preduzeća u celini predstavlja zbirnu vrednost aktive kojom preduzeće raspolaže. Knjigovodstvena vrednost sopstvenog kapitala predstavlja razliku knjigovodstvene vrednosti imovine i vrednosti obaveza. Knjigovodstvena vrednost sopstvenog kapitala osim nominalne vrednosti osnovnog kapitala koji je direktno uložen od strane vlasnika, obuhvata i emisiju premiju, rezerve iz dobiti, revalorizacione rezerve i neraspoređeni dobitak. Negativan neto rezultat tekuće i prethodnih godina, kao i otkupljene sopstvene akcije predstavljaju odbitnu stavku knjigovodstvene vrednosti sopstvenog kapitala, tako da se u literaturi može pronaći izraz neto knjigovodstvena vrednost vlasničkog kapitala, ili čak i korigovana knjigovodstvena vrednost kapitala.

Likvidaciona vrednost se može posmatrati kao tržišna vrednost preduzeća koje se likvidira. Ukoliko preduzeće nema tržišnu perspektivu ili u likvidaciju ide zbog finansijskih teškoća, formira se likvidaciona vrednost preduzeća. Naplatom likvidacione vrednosti formira se likvidaciona masa iz koje se isplaćuju obaveze prema poveriocima.<sup>178</sup> Likvidaciona vrednost je po pravilu niža od vrednosti imovine koja je iskazana u finansijskim izveštajima preduzeća, tako da se najčešće posmatra kao najniža moguća vrednost. Likvidaciona vrednost neto imovine preduzeća se utvrđuje pod pretpostavkom da imovina mora biti prodana u specifičnim uslovima i u što kraćem roku. To često za rezultira ima prodaju neto imovine po diskontnoj vrednosti. Visina diskonta zavisi od broja potencijalnih kupaca, karakteristike imovine i stanja u privredi. Visina likvidacione vrednosti zavisi i od postupka likvidacije. Vrednost je veća ukoliko se sprovodi redovan postupak likvidacije za razliku od forsirane likvidacije koja rezultira nižom vrednošću.

<sup>177</sup> Penman, S., op. cit., str. 18.

<sup>178</sup> Rodić, J., Vukelić, G., Andrić, M., *Teorija, politika i analiza bilansa*, op. cit., str. 24.

Ekonomska teorija prepoznaje i reprodukcionu vrednost kao merilo vrednosti preduzeća. U pitanju je troškovni pristup prema kome se vrednost preduzeća procenjuje na osnovu troškova zamene ili reprodukcije sredstava kojima preduzeće raspolaže. Analitičari smatraju da tržišna vrednost preduzeća ne može da odstupa puno od reprodukcione vrednosti, a konkurentski pritisak sličnih preduzeća je zaslužan za smanjenje tržišne vrednosti dok se vrednost ne izjednači sa troškovima zamene.<sup>179</sup>

Relativno nov pristup (*State-of-the-Art Approach*)<sup>180</sup> u procesu vrednovanja kompanije uključuje korišćenje knjigovodstvene vrednosti kapitala i očekivani iznos dobitka iznad cene kapitala. Postupak utvrđivanja je sličan utvrđivanju ekonomske dodate vrednosti (*Economic Value Added – EVA*). Dodata ekonomska vrednost kao razlika između neto poslovnog dobitka posle poreza i ukupnih troškova kapitala pokazuje da li je ostvarena vrednost za akcionare i u kojoj meri je ta vrednost iznad očekivanih prinosa akcionara i kreditora. Menadžment koji je u mogućnosti da isposluje dobitak u iznosu koji je veći od troškova kapitala u celini, stvara vrednost za akcionare. Ekonomska dodata vrednost je široko korišćena varijanta modela dodatnog prinosa<sup>181</sup> po kome se obračunata sadašnja vrednost dodatnih prinosa dodaje finansiranju koje je uloženo u preduzeće. Po ovom pristupu, vrednost preduzeća se posmatra kao zbir inicijalnih ulaganja, sadašnje vrednosti ekonomske dodate vrednosti imovine i očekivane sadašnje vrednosti ekonomske vrednosti koju će proizvesti buduća ulaganja.

Vrednovanje se može posmatrati i kao proces utvrđivanja vrednosti koji se zasniva na teoriji sadašnje vrednosti. U osnovi teorije sadašnje vrednosti jeste koncept vremenske vrednosti novca, odnosno svođenje budućih očekivanih tokova na sadašnju vrednost uz pomoć diskontne stope. Najčešće korišćeni modeli vrednovanja se zasnivaju na predviđanju dividendi, dobitaka ili novčanih tokova. Ispravna procena vrednosti kompanije i njenog kapitala, između ostalog, podrazumeva pouzdano predviđanje očekivanog dobitka, novčanih tokova ili dividendi kao merila očekivanog budućeg povraćaja na investicije.

Diskontovanjem očekivanih dividendi u budućnosti, utvrđuje se sadašnja vrednost sopstvenog kapitala preduzeća, dok očekivane vrednosti slobodnog novčanog toka i dobitka mogu biti osnova za utvrđivanje sadašnje vrednosti preduzeća u celini i vrednosti za akcionare. Ekvivalentni pristupi vrednovanja putem diskontovanja su prikazani na slici 14.<sup>182</sup>

Pristup vrednovanja zasnovan na dividendama je fokusiran na raspodelu vrednosti akcionarima. Pristup vrednovanja zasnovan na novčanim tokovima je fokusiran na sposobnost plaćanja dividendi akcionarima, odnosno na vrednost koja je raspoloživa za raspodelu akcionarima u obliku dividendi. Pristup vrednovanja zasnovan na dobitku je fokusiran na stvaranje vrednosti za akcionare.

---

<sup>179</sup> Alihodžić, A., *Portfolio analiza – teorijsko metodološki aspekti investiranja u vrijednosne papire*, Ekonomski fakultet, Zenica, 2011, str. 191.

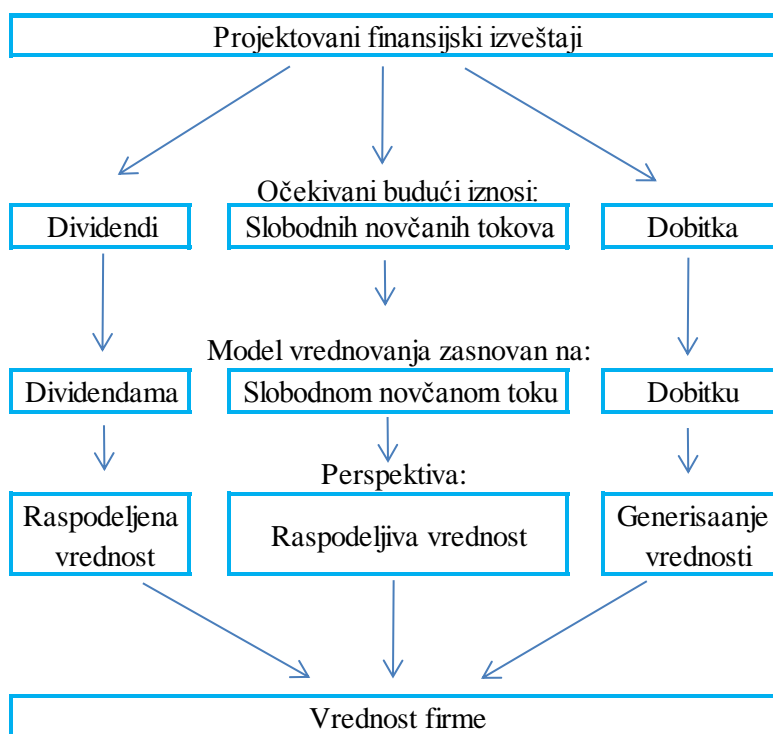
<sup>180</sup> Stickney, C., Brown, P., Wahlen, J., op. cit., str. 36.

<sup>181</sup> Damodaran, A., *Damodaran o valuaciji - Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne finansije*, op. cit., str. 216

<sup>182</sup> Preuređeno prema: Stickney, C., Brown, P., Wahlen, J., op. cit., str. 815.



Slika 14. Ekvivalentni pristupi vrednovanja



Izvor: Stickney, C., Brown, P., Wahlen, J., 2007, str. 815.

Relevantnost dobitka, novčanih tokova i dividendi u procesu vrednovanja su dokazale brojne teorijske i empirijske studije. Dokazana je visoka pozitivna korelacija između vrednosti cene akcija koja je utvrđena na osnovu navedenih modela i cene koja je ostvarena na tržištu kapitala. Konačan izbor modela vrednovanja treba da odgovara specifičnostima preduzeća koje se vrednuje. Karakteristike preduzeća i okolnosti u kojima posluje najčešće budu presudni faktori koji ističu prednosti jedne metode vrednovanja u odnosu na druge metode.

Modeli diskontovanja dividendi predstavljaju najstariju varijantu metoda diskontovanja. U pitanju je klasičan model (*Dividends-Based Approach*) koji kao osnovu za vrednovanje koristi iznos gotovine koji investitori očekuju da prime po osnovu budućih dividendi ili eventualne prodaje hartija od vrednosti. S obzirom da dividende nekada predstavljaju jedini novčani tok iz preduzeća koji je opipljiv investitorima, ne iznenađuje činjenica da mnogi analitičari veruju u ispravnost procene vrednosti utvrđene na ovaj način. Ukoliko preduzeće trenutno ne isplaćuje dividende, očekivane dividende se mogu koristiti kao osnova vrednovanja kapitala preduzeća.

$$V_t = \frac{E(D_{t+1})}{(1+k)} + \frac{E(D_{t+2})}{(1+k)^2} + \dots + \frac{E(D_{t+n})}{(1+k)^n} \quad (21)$$

gde je:

- $V_t$  – vrednost preduzeća
- $E(D)$  – očekivane dividende
- $(t+n)$  - period projekcije
- $k$  –cena kapitala

Diskontovanje dividendi prikazano u formuli 21<sup>183</sup> podrazumeva procenu očekivanih dividendi u neograničenom vremenskom periodu. Modeli diskontovanja zasnovani na dividendama (*Dividend Discount Model*) se mogu koristiti za vrednovanje kapitala, odnosno akcija preduzeća, ali se procena očekivanih dividendi ne može vršiti beskonačno. S obzirom da se ukupan prinos akcionara odnosi na dividende, ali i na kapitalne dobitke, u proces vrednovanja kapitala, osim očekivanih dividendi se može uključiti i iznos gotovine koji akcionari mogu primiti po osnovu prodaje akcija. Prethodno prikazana formula se u ovom slučaju treba proširiti i za sadašnju vrednost prodajne cene akcija na kraju perioda projekcije.

Različite pretpostavke po pitanju stope rasta, njene stabilnosti i visine dividendi koju preduzeće isplaćuje, za rezultat imaju više modela diskontovanja dividendi. Model nultog rasta<sup>184</sup> pretpostavlja da su dividende nepromenjene u odnosu na prethodni period, tako da se vrednost kapitala utvrđuje na osnovu očekivanih dividendi i cene kapitala. Osim modela nultog i stabilnog rasta, postoji tzv. dvofazni model i trofazni modeli diskontovanja dividendi<sup>185</sup> u kojima se faze definišu prema stopi rasta. U svakom modelu završna faza podrazumeva utvrđivanje sadašnje vrednosti dividendi koje će dugoročno rasti po stabilnoj stopi rasta. Modeli stabilnog, dvofaznog i trofaznog rasta se mogu primeniti i na slobodne novčane tokove za vlasnike kapitala ukoliko se oni posmatraju kao potencijalne dividende.

Modeli vrednovanja zasnovani na parametrima obračunskog računovodstva, kao generator vrednosti posmatraju rezidualni dobitak. Prema modelu diskontovanja dobitka (*Residual Income Model*)<sup>186</sup> vrednost kapitala obuhvata sadašnju knjigovodstvenu vrednost kapitala i sadašnju vrednost očekivanih budućih rezidualnih dobitaka.

$$V_t = BV_t + \frac{E(RI_{t+1})}{(1+k)} + \frac{E(RI_{t+2})}{(1+k)^2} + \dots + \frac{E(RI_{t+n})}{(1+k)^n} \quad (22)$$

gde je:

- $V_t$  – vrednost preduzeća
- $BV_t$  – knjigovodstvena vrednost kapitala
- $E(RI)$  – očekivani rezidualni dobitak
- $(t+n)$  – period projekcije
- $k$  – cena kapitala

Rezidualni dobitak se definiše kao razlika između neto dobitka i prinosa na početni kapital. Prinos na kapital u apsolutnom iznosu je proizvod cene kapitala i knjigovodstvene vrednosti kapitala na početku posmatranog perioda. Dodata vrednost je karakteristična za preduzeća koja generišu pozitivan rezidualni dobitak. Rezidualni dobitak (*Residual Earnings*)<sup>187</sup> se može posmatrati i kao proizvod razlike ostvarene stope prinosa na kapital i očekivanog prinosa i knjigovodstvene vrednosti kapitala. S obzirom da očekivani prinos na kapital predstavlja cenu kapitala, stopa prinosa na

<sup>183</sup> Wild, J., Subramanyam, K., Halsey, R., op. cit., str. 36.

<sup>184</sup> Krasulja, D., Ivanišević, M., op. cit., str. 453.

<sup>185</sup> Damodaran, A., *Damodaran o valuaciji - Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne finansije*, op. cit., str. 158.

<sup>186</sup> Wild, J., Subramanyam, K., Halsey, R., op. cit., str. 37.

<sup>187</sup> Penman, S., op. cit., str. 162.

kapital koja je veća od cene kapitala predstavlja pokretač vrednosti, kao i rast knjigovodstvene vrednosti iz interno generisanog kapitala.

## 2.2. Procena vrednosti na osnovu diskontovanih novčanih tokova

U teoriji i praksi je zastupljen model vrednovanja koji se zasniva na očekivanim budućim novčanim tokovima. Modeli vrednovanja koji su zasnovani na novčanim tokovima, kao ključne elemente sadrže očekivane novčane tokove, očekivanu stopu rasta i diskontnu stopu. Relevantan input prilikom vrednovanja preduzeća predstavlja stopa rasta, jer se polazi od pretpostavke da se utvrđuje vrednost preduzeća koje posluje po going concern principu. Stopa rasta se može određivati na osnovu prihoda, poslovnog dobitka, neto dobitka, novčanih tokova, imovine i kapitala. Ukoliko preduzeće ostvaruje negativan poslovni rezultat i/ili neto gubitak, mere rasta su iskrivljene. Procene budućeg rasta koje su zasnovane na negativnim dobitnim ostvarenjima ili su jednake nuli, ne pružaju korisne informacije o budućem rastu preduzeća<sup>188</sup>.

Stope rasta odabranih računovodstvenih kategorija koje se koriste kao merilo rasta u prošlom i tekućem periodu mogu predstavljati osnovu za projektovanje budućih stopa rasta. Istorijske stope rasta se mogu utvrditi na osnovu prosečne vrednosti periodičnih stopa rasta. Geometrijski proseci predstavljaju bolji pokazatelj pravog rasta u odnosu na aritmetičku sredinu, naročito ukoliko je rast iz godine u godinu nekonzistentan, što je često karakteristika merila rasta. Geometrijska sredina se ne može utvrditi ukoliko su stope rasta negativne ili jednake nuli. Stope rasta mogu biti procenjene od strane menadžmenta preduzeća ili analitičara, ali treba imati u vidu stepen subjektivnosti koji može pratiti takve procene. Održiva stopa rasta<sup>189</sup> se može utvrditi na osnovu nivoa profitabilnosti i dividendne politike koju preduzeće vodi. Determinante održive stope rasta su prikazane u formuli 23.

$$R = ROE * (1 - \text{Pokazatelj plaćanja dividendi}) \quad (23)$$

gde je:

r – održiva stopa rasta

ROE – stopa prinosa na kapital

Kao merilo profitabilnosti se može koristiti stopa prinosa na kapital. Pokazatelj plaćanja dividendi predstavlja procentualni odnos gotovinskih dividendi i neto dobitka koji pripadaju vlasnicima običnih akcija. Na ovaj način definisana stopa rasta se može posmatrati kao maksimalna stopa po kojoj preduzeće može da raste na osnovu internih izvora finansiranja, bez uključivanja pozajmljenih izvora. Na ovaj način je najpogodnije proceniti rast preduzeća čiji su procenat isplate dividendi i stopa prinosa na kapital stabilni. Promenljive stopa prinosa, finansijska struktura i politika plaćanja dividendi mogu biti razlog utvrđivanja nepouzdanosti stope rasta.

---

<sup>188</sup> Damodaran, A., *Damodaran o valuaciji - Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne finansije*, op. cit., str. 122.

<sup>189</sup> Lundholm, R., Sloan, R., op. cit., str. 87.

Sadašnja vrednost imovine i kapitala zavisi od izabrane diskontne stope. Kao diskontne stope mogu se koristiti stopa prinosa, prosečna cena kapitala ili kamatna stopa. Prema modelu procenjivanja kapitalnih ulaganja poznatom kao *CAPM* teorija (*The Capital Asset Pricing Model - CAPM*) očekivana stopa prinosa na sopstveni kapital (*Required ROE*) se može koristiti kao diskontna stopa kojom se očekivani neto novčani tokovi svode na sadašnju vrednost preduzeća ili neto imovine. Na ovaj način definisana diskontna stopa zavisi od beta koeficijenta, nerizične stope prinosa i tržišne stope prinosa kao tržišne premije rizika, što je prikazano u formuli 24<sup>190</sup>.

$$k_j = r_f + [\beta_j (k_m - r_f)] \quad (24)$$

gde je:

$k_j$  – zahtevana stopa prinosa

$r_f$  – nerizična stopa prinosa

$\beta_j$  – koeficijent beta

$k_m$  – tržišna stopa prinosa

Nerizična stopa prinosa je jednaka stopi prinosa na državne hartije od vrednosti koje se drže do dospeća. Tržišna stopa prinosa predstavlja tržišni indeks koji se utvrđuje na osnovu indeksa odgovarajućeg portfolia akcija na pojedinim tržištima. S obzirom da model procenjivanja kapitalnih ulaganja objašnjava međusobnu povezanost stope prinosa na uloženi kapital i sistemskog rizika, neophodno je utvrđivanje sistemskog rizika pomoću beta koeficijenta.

Definisanje diskontne stope kao prosečne cene kapitala podrazumeva utvrđivanje ponderisane aritmetičke sredine zahtevane stope prinosa na sopstveni kapital i cene dugoročnog duga posle oporezivanja. Utvrđivanje ponderisane prosečne cene kapitala (*Weighted Average Cost of Capital - WACC*) zahteva poznavanje cene sopstvenog kapitala, kamatne stope koja se plaća za dugoročne finansijske obaveze, poreske stope na dobitak, ali i procentualnog učešća pozajmljenog i sopstvenog kapitala u ukupnom kapitalu preduzeća.

$$r_a = (r_k * w_k) + [w_d * r_d * (1-t)] \quad (25)$$

gde je:

$r_a$  – ponderisana prosečna cena kapitala

$r_k$  – cena sopstvenog kapitala

$w_k$  – učešće sopstvenog kapitala u ukupnom kapitalu

$r_d$  – cena pozajmljenog kapitala

$w_d$  – učešće duga u ukupnom kapitalu

$t$  – poreska stopa na dobitak

---

<sup>190</sup> Gitman, L.J., navedeno prema: Ivanišević, M., *Prosečna cena kapitala kao kriterijum rentabilnosti investiranja*, zbornik radova *Računovodstvo i poslovne finansije u savremenim uslovima poslovanja - Primena računovodstvenih i standarda revizije u našoj zemlji*, XXXI Simpozijum, Savez računovođa i revizora Srbije, 2000, str. 278.

Prosečna cena ukupnog kapitala u formuli 25 posmatra sopstveni kapital u celini, pri čemu se cena može posmatrati i detaljnije ukoliko se posebno uključe cena kapitala po osnovu običnih i preferencijalnih akcija sa odgovarajućim ponderima.<sup>191</sup>

Diskontna stopa koja odražava cenu pozajmljenog i sopstvenog kapitala predstavlja ponderisani prosek troškova različitih komponenti finansiranja pa je poznata je i pod nazivom trošak finansiranja. Diskontna stopa je u funkciji rizičnosti prognoziranih novčanih tokova i viša je za rizičniju imovinu sa niskim i nepostojanim novčanim tokovima, a niža za sigurniju imovinu s visokim i predvidivim novčanim tokovima. Pristup vrednovanja preduzeća koji je zasnovan na trošku finansiranja do procenjene vrednosti dolazi diskontovanjem kumuliranih novčanih tokova za investitore i dugoročne poverioce preduzeća. S obzirom da ne pretpostavlja konstantni odnos duga i kapitala, već je dovoljno fleksibilan da dozvoljava promene odnosa duga tokom vremena, najveća snaga modela je u činjenici da se promene u finansijskoj strukturi mogu ugraditi u vrednost preduzeća kroz diskontnu stopu, a ne kroz novčane tokove.<sup>192</sup>

Opšte je pravilo prilikom utvrđivanja troška finansiranja da se koriste ponderi zasnovani na tržišnim vrednostima izvora kapitala. Analitičari koji kao pondere koriste knjigovodstvene vrednosti, polaze od argumenata da je knjigovodstvena vrednost pouzdanija od tržišne jer nije promenljiva, dok je pristup proceni odnosa duga i kapitala konzervativniji. Zagovornici korišćenja pondera zasnovanih na tržišnoj vrednosti kapitala i duga ističu da je tržišna vrednost iako promenljiva bliža stvarnoj vrednosti kapitala nego knjigovodstvena vrednost.<sup>193</sup>

Procena budućih novčanih tokova je takođe ključna za vrednovanje preduzeća. Najjednostavniji i najšire prihvaćen jeste pristup očekivanih novčanih tokova preduzeća ili kapitala. Izveštaji o novčanim tokovima preduzeća sadrže informacije koje mogu predstavljati osnovu za utvrđivanje očekivanih novčanih tokova. Projektovanje koje je zasnovano na istorijskim podacima treba biti praćeno sagledavanjem i uključivanjem ekonomskih karakteristika okruženja u kome preduzeće posluje i strategija samog preduzeća, kako bi se utvrdila očekivana stopa rasta novčanih tokova.

Bilans uspeha i bilans stanja takođe mogu biti izvori informacija za projektovanje budućih novčanih tokova. Ključni determinante očekivanih novčanih tokova predstavljaju prihodi od prodaje, projektovana stopa rasta prihoda, varijabilni troškovi, troškovi prodaje i administracije, troškovi kamata, amortizacija, projektovane profitne marže, promene neto obrtnog kapitala, jednom rečju determinante novčanih tokova koji se utvrđuju na osnovu obračunskog računovodstva. Indirektna metoda utvrđivanja neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti podrazumeva korigovanje neto rezultata preduzeća za troškove amortizacije, dugoročna rezervisanja, promene stavki neto obrtne imovine bez gotovine, gotovinskih ekvivalenata, kratkoročnih finansijskih plasmana i kratkoročnih kredita. Prihodi i rashodi po osnovu aktivnosti investiranja i finansiranja takođe ulaze u korekciju neto rezultata jer su deo neto dobitka, a ne treba da utiču na poslovne novčane tokove. Navedene pozicije bilansa stanja i bilansa uspeha i adekvatna

---

<sup>191</sup> Stickney, C., Brown, P., Wahlen, J., op. cit., str. 860.

<sup>192</sup> Damodaran, A., *Damodaran o valuaciji - Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne finansije*, op. cit., str. 193.

<sup>193</sup> Ibid, str. 74.

stopa rasta mogu biti osnova za projektovanje očekivanih novčanih tokova preduzeća ili kapitala.

Procena novčanih tokova u procesu vrednovanja se može vršiti i na osnovu analize scenarija ili putem simulacija<sup>194</sup>. Analiza scenarija za rezultat ima dobijanje raspona vrednosti na osnovu identifikovanja broja scenarija i procene verovatnoće pojavljivanja svakog definisanog scenarija. Procena očekivanih novčanih tokova je sastavni deo i ovog oblika analize, s tim da se očekuje procena za svaki scenario pojedinačno. Procena novčanih tokova na osnovu simulacija podrazumeva procenu distribucije vrednosti za svaki input u procesu vrednovanja, što ovaj pristup procene novčanih tokova čini kompleksnijim i zahtevnijim.

Po ugledu na metode diskontovanja dividendi i rezidualnog dobitka, vrednost preduzeća se može predstaviti kao zbir diskontovane vrednosti očekivanih novčanih tokova koji će priticati u preduzeće. Formula 26 prikazuje način utvrđivanja vrednosti u neograničenom periodu projekcije.

$$V_0 = \frac{E(CF_1)}{(1+r)} + \frac{E(CF_2)}{(1+r)^2} + \dots + \frac{E(CF_t)}{(1+r)^t} \quad (26)$$

gde je:

- $V_0$  – vrednost preduzeća
- $E(CF)$  - očekivani novčani tokovi
- t - period projekcije
- r – diskontna stopa

Prema modelu stabilnog rasta, vrednost preduzeća se utvrđuje na osnovu očekivanih novčanih tokova, diskontne stope i stope rasta koju preduzeće može održati u neograničenom vremenskom periodu. Ukoliko se novčani tokovi procenjuju za ograničen vremenski period, diskontovanje očekivanih periodičnih novčanih tokova se zaustavlja u nekom trenutku, nakon čega sledi obračun kontinuirane (*Continuing Value*) vrednosti. Način utvrđivanja kontinuirane vrednosti je prikazan u formuli 27.<sup>195</sup> U literaturi se kao sinonimi koriste i izrazi rezidualna i terminalna vrednost (*Terminal Value*). Za definisanje projektovanog perioda je potrebno pratiti intenzitet rasta preduzeća, tako da se period projekcije definiše do trenutka kada preduzeće postigne stabilan rast.

$$CV_t = E(CF_{t+1}) * \frac{1}{r - g} \quad (27)$$

gde je:

- $CV_t$  – kontinuirana vrednost na kraju perioda predviđanja
- $E(CF_{t+1})$  – očekivani novčani tok
- r – diskontna stopa
- g – stopa rasta

---

<sup>194</sup> Ibid, str. 153.

<sup>195</sup> Preuređeno na osnovu: Stickney, C., Brown, P., Wahlen, J., op. cit., str. 868.

Kontinuirana vrednost se utvrđuje na osnovu očekivanog novčanog toka iz poslednje godine projektovanog perioda, cene kapitala i predviđene stope rasta. U pitanju je vrednost koja reflektuje očekivane novčane tokove koje će preduzeće kontinuirano generisati u budućem periodu. Pretpostavka je da će novčani tokovi kontinuirano rasti po konstantnoj stopi. Sadašnja vrednost očekivanih novčanih tokova u periodu projekcije i diskontovana kontinuirana vrednost zbirno čine ukupnu vrednost preduzeća.

### 2.3. Slobodni novčani tok kao merilo vrednosti preduzeća

Zainteresovanost teorije i prakse za analizu slobodnog novčanog toka je rezultat finansijskih afera nakon kojih je stručna javnost postala sumnjičava po pitanju kvaliteta performansi preduzeća koje su zasnovane na dobitku. U kojoj meri literatura posvećuje pažnju ovoj finansijskoj kategoriji najbolje pokazuje podatak da je u američkoj finansijskoj štampi tokom 1996. godine bilo svega 15 referenci koje su se odnosile na slobodan novčani tok. Narednih godina slobodan novčani tok je postao sve češće predmet istraživanja koja su objavljena u časopisima, tako da je tokom 2004. godine broj porastao na 544 referenci<sup>196</sup>. Mišljenje je da se vrednost sopstvenog kapitala i vrednost preduzeća u celini, mogu dovesti u vezu sa očekivanim iznosima slobodnog novčanog toka, tako da se njegovo povećanje može koristiti kao instrument uvećanja vrednosti.

#### 2.3.1. Determinante slobodnog novčanog toka

Koncept slobodni novčani tok (*Free Cash Flow - FCF*) je opšteprihvaćeno merilo očekivanih novčanih tokova koji predstavljaju ključnu determinantu modela vrednovanja koji su zasnovani na diskontovanju. Termin „slobodan“ novčani tok u nazivu koncepta upućuje na činjenicu da preduzeće može raspolagati sredstvima bez narušavanja kontinuiteta poslovanja i sposobnosti generisanja poslovnog neto novčanog toka u budućim periodima. Determinante koje čine slobodni novčani tok se nekada mogu preuzeti direktno iz izveštaja o novčanim tokovima, ali je češće neophodno izvršiti korekcije prezentovanih pozicija novčanih tokova i uključiti i druge računovodstvene informacije. To zavisi od strukture izveštaja o novčanim tokovima, ali i od načina utvrđivanja slobodnog novčanog toka. Izbor merila slobodnog novčanog toka u procesu vrednovanja zavisi i od toga šta je predmet vrednovanja. Ukoliko se želi vrednovati poslovanje preduzeća u celini, kao odgovarajuće merilo vrednosno relevantnih isplata gotovine se koristi slobodan novčani tok preduzeća *FCF*.

Merilo slobodnog novčanog toka koje se posmatra iz ugla investitora i dugoročnih poverilaca treba da zadovolji potrebe za gotovinom kako vlasnika običnih i prioriternih akcija, tako i kreditora. Iz slobodnog novčanog toka treba izuzeti ulaganja u imovinu koja su neophodna za održavanje obima aktivnosti i proizvodnih kapaciteta preduzeća na tekućem nivou. Plaćanja na ime dividendi, finansiranje otkupa akcija, otplata duga mogu biti načini upotrebe slobodnog novčanog toka. Dileme postoje kada su u pitanju kapitalna ulaganja koje preduzeće vrši u cilju proširenja kapaciteta i obima poslovanja.

---

<sup>196</sup> Mulford, C.W., Comiskey, E.E., *Creative Cash Flow Reporting: Uncovering Sustainable Financial Performance*, op. cit., str. 346.

Često se kao determinanta slobodnog novčanog toka posmatraju ukupni kapitalni izdaci zbog nemogućnosti razdvajanja informacija o kapitalnim izdacima na ime održavanja i proširenja proizvodnih kapaciteta. Nije retko da se kao merilo kapitalnih izdataka koristi investicioni neto novčani tok, jer su kapitalni izdaci najzastupljeniji investicioni izdaci. Ukoliko preduzeće ima značajnije iznose priliva i odliva po osnovu finansijske imovine, neto novčani tok iz investicionih aktivnosti nije pouzdano merilo neto kapitalnih izdataka.

Projektovani izveštaj o novčanim tokovima predstavlja polaznu osnovu za utvrđivanje očekivanog slobodnog novčanog toka. Nekada je neophodna reklasifikacija<sup>197</sup> pozicija izveštaja kako bi se došlo do elemenata koji su potrebni za utvrđivanje slobodnog novčanog toka. Poslovni neto novčani tok se koriguje za izdatke i primanja na ime kamate, uzimajući u obzir i efekat poreza na dobit. Da bi se slobodan novčani tok smatrao raspoloživim za vlasnike kapitala i poverioce, treba izuzeti saldo gotovine koji je neophodan za neometano poslovanje, ali i neto kapitalne izdatke. Investicioni deo projektovanog izveštaja o novčanim tokovima sadrži izdatke na ime nabavke stalne imovine i eventualne prilive po osnovu njihove prodaje. Prilivi po osnovu finansijskih plasmana se odlukom preduzeća mogu uključiti u slobodni novčani tok za isplatu akcionara i obaveza prema dugoročnim poveriocima. Nekada se deo novčanog toka po osnovu finansijske imovine ipak izuzima iz slobodnog novčanog toka jer se posmatra kao imovina neophodna za očuvanje proizvodnih kapaciteta i održavanje likvidnosti.

U skladu sa zvaničnim obrascima finansijskih izveštaja u računovodstvenoj praksi Srbije, izveštaj o tokovima gotovine pruža informacije o neto novčanom toku iz poslovanja, kupovini nekretnina, postrojenja, opreme, nematerijalne imovine i bioloških sredstava, zatim o prilivima po osnovu prodaje navedene stalne imovine, neto novčani tok po osnovu svih investicionih aktivnosti, neto novčani tok iz aktivnosti finansiranja sa posebno iskazanim izdacima na ime dividendi i prilive i odlive po osnovu finansijskih obaveza. S obzirom da poslovni novčani tok već uključuje odliv po osnovu plaćenih kamata, prilikom utvrđivanja iznosa *FCF* koji je raspoloživ za izmirenje obaveza prema svim poveriocima, u koje spadaju i kreditori, potrebno je iskazani poslovni novčani tok uvećati za iznos kamata. Pozicije finansijskih izveštaja omogućavaju merenje slobodnog novčanog toka preduzeća na različite načine.

*Lundholm i Sloan*<sup>198</sup> prikazuju četiri pristupa za utvrđivanje slobodnog novčanog toka preduzeća. Osim po tradicionalnom pristupu, do iznosa slobodnog novčanog toka se može doći i pomoću finansijskih, novčanih i tokova rentabiliteta. Jedan od pristupa se zasniva na korigovanju poslovnog novčanog toka prikazanog u izveštaju o tokovima gotovine. Utvrđivanje na osnovu finansijskih tokova polazi od novčanih tokova po osnovu dividendi, kamata, emitovanja akcija i novog duga. Umanjenjem neto poslovnog dobitka za iznos povećanja neto poslovne imovine dolazi se do slobodnog novčanog toka preduzeća. *FCF* koji je na raspolaganju kreditorima i vlasnicima kapitala će biti negativan sve dok je stopa prinosa na poslovnu imovinu niža od stope rasta neto poslovne imovine. Negativan slobodan novčani tok je često prisutan kod zdravo rastućih kompanija, ipak negativna vrednost je neodrživa na dugi rok i nepovoljna za akcionare i preduzeće. Dugoročno, ukoliko je stopa prinosa na poslovnu imovinu dovoljna da

---

<sup>197</sup> Stickney, C., Brown, P., Wahlen, J., op. cit., str. 872.

<sup>198</sup> Lundholm, R., Sloan, R., op. cit., str. 128.



obezbedi i održi rast prinosa svim investitorima, preduzeće će poslovati zdravo, a rast će omogućiti generisanje dodatne vrednosti za vlasnike kapitala i preduzeće u celini.

### 2.3.2. Model vrednovanja preduzeća

Diskontovanjem očekivane vrednosti slobodnog novčanog toka koji je raspoloživ vlasnicima kapitala i dugoročnim poveriocima, dobija se sadašnja vrednost poslovanja preduzeća u celini. Vrednost preduzeća definisana u formuli 28 polazi od pretpostavke da će očekivani slobodni novčani tokovi biti generisani u neograničenom vremenskom periodu.<sup>199</sup>

$$V_t = \frac{E(\text{FCF}_{t+1})}{(1+k)} + \frac{E(\text{FCF}_{t+2})}{(1+k)^2} + \dots + \frac{E(\text{FCF}_{t+n})}{(1+k)^n} \quad (28)$$

gde je:

$V_t$  – vrednost preduzeća

$E(\text{FCF})$  – očekivani slobodni novčani tok

$(t+n)$  – period projekcije

$k$  – prosečna cena kapitala

Prosečna cena kapitala se koristi kao diskontna stopa kojom se očekivani slobodni novčani tokovi svode na sadašnju vrednost. Vrednovanje preduzeća koje kontinuirano posluje osim sadašnje vrednosti očekivanih novčanih tokova u projektovanom periodu, sadrži i diskontovanu kontinuiranu vrednost koja se procenjuje za poslovanje preduzeća nakon perioda projekcije slobodnih novčanih tokova.

Najčešće se procenjuju očekivani slobodni novčani tokovi dok preduzeće ne dođe do stabilnog stanja, nakon čega počinje da raste po stabilnoj stopi rasta. U zavisnosti od pretpostavki po pitanju budućeg rasta, postoji nekoliko modela diskontovanja slobodnog novčanog toka. Mogućnost postojanja perioda stabilnog rasta, visokog rasta ili pada nameće i različite modele vrednovanja.

## 2.4. Uloga tržišnih racio brojeva u proceni vrednosti preduzeća

Teorijska razmatranja modela vrednovanja preduzeća se prvobitno zasnivaju na modelima diskontovanja. Praksa često pokazuje drugačije tendencije analitičara. Investitori pokazuju sklonost ka informacijama o tržišnoj vrednosti koje koriste kao značajne parametre za donošenje odluka o investiranju. Zastupljenost tržišnih pokazatelja performansi preduzeća je veoma prisutna u fundamentalnoj analizi i proceni vrednosti preduzeća. Metode relativnog vrednovanja karakteriše potreba za manjim brojem informacija u odnosu na modele diskontovanja, što relativno vrednovanje čini jednostavnijim, bržim i lakšim za korišćenje kako za investitore, tako i za menadžment preduzeća. Činjenica je da metode zasnovane na tržišnim racio brojevima ne pokušavaju da proniknu u unutrašnju vrednost akcija. Ipak, njihov poseban značaj se ogleda u poređenju rezultata relativnog određivanja vrednosti preduzeća i kapitala sa rezultatima

---

<sup>199</sup> Wild, J., Subramanyam, K., Halsey, R., op. cit., str. 37.

i vrednostima dobijenim korišćenjem tehnika diskontovanja.<sup>200</sup> Vrednosni pokazatelji investitorima i analitičarima olakšavaju sticanje šire slike o performansama preduzeća, a proces vrednovanja čine uspešnijim.

Prednosti metoda relativnog vrednovanja su ujedno i njihove slabosti. U pitanju su pokazatelji koji odražavaju trenutno raspoloženje tržišta. Proces utvrđivanja pokazatelja može biti praćen pristrasnim stavovima analitičara, tako da mora postojati opreznost po pitanju njihovog korišćenja. Ispravno korišćenje multiplikatora kao osnove relativnog vrednovanja podrazumeva dosledno definisanje i obračun multiplikatora za preduzeća koja se upoređuju, analiza komponenti i efekata promena pojedinih elemenata na multiplikator u celini.

Metode relativne procene vrednosti su zasnovane na praćenju odnosa vrednosti koje je tržišne odredilo s jedne strane i merila performansi preduzeća iz finansijski izveštaja s druge strane. Uvažavanjem istovremeno tržišnih informacija o preduzeću i informacija prezentovanim u finansijskim izveštajima, povećava se upotrebna vrednost informacija o performansama preduzeća. Vrednovanje zasnovano na relativnoj osnovi podrazumeva određeno standardizovanje kako bi se vrednosti preduzeća mogle upoređivati. Svođenje tržišnih cena na zajedničku varijablu se postiže konvertovanjem cena u multiplikatore. Brojilac multiplikatora zavisi od predmeta vrednovanja i može biti tržišna vrednost preduzeća, tržišna vrednost kapitala ili tržišna cena akcije. U zavisnosti od izabranog parametra na koju se vrednost preduzeća ili kapitala svodi, postoje multiplikatori zarada, novčanog toka, prihoda i kapitala. Multiplikatori pokazuju koliko puta su dobitak po akciji, cash flow po akciji, knjigovodstvena vrednost po akciji multiplikovani u tržišnoj ceni. Utvrđivanje je olakšano činjenicom da se tržišne cene objavljuju u izveštajima sa sekundarnih tržišta nakon završetka svakog radnog dana. Računovodstvene informacije se preuzimaju iz poslednjih javno dostupnih finansijskih izveštaja.

#### **2.4.1. Multiplikator zarada**

Finansijski analitičari koji pribegavaju tzv. brzom vrednovanju akcija kao multiplikator zarada najčešće koriste zaradu po akciji. Prilikom vrednovanja preduzeća i kapitala kao merila zarade preduzeća se mogu koristiti i drugi oblici dobitka. Za vrednovanje preduzeća je moguće koristiti poslovni dobitak, dobitak pre kamate, poreza i amortizacije ili dobitak pre kamate i poreza. Kod vrednovanja kapitala je uobičajeno korišćenje neto dobitka po akciji.

Zarada po akciji (*Earnings per Share – EPS*) je značajna informacija koja govori o zarađivačkoj sposobnosti preduzeća i omogućava merenje učešća svake obične akcije matičnog preduzeća u uspešnosti poslovanja preduzeća tokom perioda. Osnovna zarada po akciji<sup>201</sup> predstavlja odnos dobitka raspoloživog za vlasnike običnih akcija matičnog preduzeća i ponderisanog prosečnog broja običnih akcija koje su u opticaju tokom obračunskog perioda. Preduzeće u zvaničnim finansijskim izveštajima objavljuje

---

<sup>200</sup> Erić, D., Đukić, M., *Finansijska tržišta u uslovima krize*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, Beogradska bankarska akademija, 2012, str. 347.

<sup>201</sup> Odbor za međunarodne računovodstvene standarde, *Međunarodni standard finansijskog izveštavanja* 33 – Zarada po akciji, 2005, paragraf 10.

informacije o osnovnoj zaradi po akciji, ali i o umanjenoj zaradi po akciji koju utvrđuju i prikazuju preduzeća koja imaju konvertibilne prioritetne akcije i/ili prioritetne obveznice. Dobitak koji je na raspolaganju običnim akcionarima se za potrebe utvrđivanja umanjene zarade po akciji uvećava za dividende na ime konvertibilnih prioritetnih akcija i troškove kamata i zatim deli sa prosečnim ponderisanim brojem običnih akcija koji bi figurirao u slučaju pretvaranja konvertibilnih hartija od vrednosti u obične akcije. Investitori na osnovu vrednosti i trenda dobitka po akciji preduzeća ocenjuju opravdanost plasmana u posmatrano preduzeće.

Procena prihvatljivosti cene akcija nekog preduzeća može se zasnivati na utvrđivanju i analizi odnosa tržišne cene akcija i dobitka po akciji. *Barton Melkil*<sup>202</sup> je postavio osnove pristupa analize cene akcija zasnovanog na odnosu tržišne cene akcija i dobitka po akciji (*Price – Earnings Ratio - P/E*) u kome predlaže da se u određivanju cene akcija pođe od proporcije tekućih tržišnih cena i neto dobiti po akciji. *P/E* pokazatelj se može koristiti za ocenu rasta i perspektive preduzeća u budućim periodima. Značaj pokazatelja koji govori koliko su investitori spremni da plate za jedan dinar dobitka preduzeća je i u tome što se njegovim množenjem sa projektovanom vrednošću dobitka po akciji omogućava sagledavanje očekivane tržišne vrednosti akcija preduzeća.<sup>203</sup> S obzirom da signali iz preduzeća utiču na kretanje vrednosti akcija na tržištu, očekivano je da povećanje dobitka po akciji prati i povećanje tržišne cene akcija, čak i u većoj meri, čime se vrednost *P/E* pokazatelja povećava. Investitori su spremni da za dinar dobitka po akciji plate više od jednog dinara ukoliko u preduzeću vide izvor budućih prinosa na uložena sredstva.

Da bi se multiplikator zarada mogao koristiti kao tehnika za relativnu ocenu cene potrebno je koristiti granski, a ne kompanijski odnos cene i zarada i procenjenu vrednost dobitka po akciji u narednih 12 meseci. Proporcija dividendi i dobitka po akciji (*Dividend Payout Ratio*), procenjena zahtevana stopa prinosa i očekivana stopa rasta dividendi predstavljaju relevantne faktore koje treba uključiti prilikom određivanja cene akcija na osnovu tržišnih pokazatelja.<sup>204</sup> Način utvrđivanja *P/E* pokazatelja uz pomoć navedenih faktora je prikazan u formuli 29.

$$P/E = \frac{\text{Div/EPS}}{k - g} \quad (29)$$

gde je:

- P/E – odnos tržišne cene i dobitka po akciji
- Div/ EPS – pokazatelj isplate dividendi
- k – zahtevana stopa rasta prinosa
- g – očekivana stopa rasta dividendi

Očekivana stopa rasta prinosa sadrži kamatne stope bez rizika i premije na rizik ulaganja u pojedinačnu akciju. Očekivana stopa rasta dividendi odražava očekivanja investitora u vezi povećanja dividendi. U praksi postoje različita tumačenja po pitanju poželjne visine multiplikatora zarada. Prema jednoj interpretaciji bolja je akcija sa većom vrednošću *P/E* pokazatelja jer se očekuje da će dobitak preduzeća rasti brže.

---

<sup>202</sup> Erić, D., Đukić, M., op. cit., str. 348.

<sup>203</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V., op. cit., str. 170.

<sup>204</sup> Erić, D., Đukić, M., op. cit., str. 348.

Tvrđnja da je bolja akcija sa manjom vrednošću *P/E* pokazatelja se pravda činjenicom da se jedinica dobitka može kupiti po nižoj ceni.<sup>205</sup>

#### 2.4.2. Multiplikator novčanog toka

Postojeći i potencijalni vlasnici kapitala i poverioci preduzeća svoje interese nalaze u rastućim i stabilnim vrednostima dobitka po akciji, ali i visini i trendu poslovnog novčanog toka po akciji (*Cash Flow per Share*). Iako računovodstveni standardi ne predviđaju objavljivanje informacije o cash flow po akciji u finansijskim izveštajima, analitičari pokazatelj često koriste u kombinaciji sa dobitkom po akciji. Cash flow po akciji direktno govori o mogućnosti generisanja i isplate gotovine iz internih izvora po jednoj akciji, ali se može posmatrati i kao faktor koji određuje prinos za akcionare. Ostvarenim dobitkom po akciji, uz generisan pozitivan cash flow po akciji, stvaraju se okviri za ostvarenje prinosa na obične akcije preduzeća. *Cash EPS* koncept<sup>206</sup> se u literaturi navodi i kao merilo performansi preduzeća, iako je njegova upotrebna vrednost najčešće vezana za ocenu dobitka po akciji. Analizom cash flow po akciji, mogu se potvrditi ili promeniti očekivanja investitora i spremnost da plate određeni iznos za akcije preduzeća.

Visina isplaćenog prinosa vlasnicima običnih akcija zavisi od iznosa neto novčanog toka po akciji i politike raspodele dobitka. Najznačajniji izvor rasta poslovnog novčanog toka po akciji predstavlja povećanje neto gotovine generisane iz poslovnih aktivnosti. Iste efekte na kretanje cash flow pokazatelja po akciji, ima i smanjenje broja običnih akcija i smanjenje iznosa prioritetnih dividendi. Smanjenjem broja običnih akcija, iznos neto novčanih sredstava se deli na manji broj akcija, što može biti rezultat unapred planiranog ukрупnjavanja vrednosti akcija ili otkupa akcija, kako bi se na veštački način povećala vrednost pokazatelja. Smanjenjem dividendi vlasnicima prioritetnih akcija, veći je iznos neto gotovine iz poslovanja raspoloživ vlasnicima običnih akcija. Smanjenje poslovnog novčanog toka, povećanje broja običnih akcija i povećanje prioritetnih dividendi suprotno utiče na kretanje cash flow po akciji.

Na osnovu novčanog toka po akciji se mogu utvrditi raspoloživa novčana sredstva za obične akcionare kao okvir za isplatu dividendi. Opadajuća cash flow vrednost po akciji može ugroziti potraživanja po osnovu dividendi koja prema preduzeću imaju vlasnici običnih akcija. Poređenje iznosa dividendi po akciji i pokazatelja cash flow po akciji može biti korisno investitorima kako bi se utvrdilo koliko je od ukupno raspoloživog novčanog toka po akciji raspodeljeno u obliku dividendi. Sposobnost isplate dividendi zavisi da li i u kojoj meri cash flow po akciji opada u odnosu na iskazan dobitak po akciji. Prinos akcionara ne mora biti ugrožen ukoliko iznos cash flow po akciji nije u zaostatku većem od 60% od vrednosti dobitka po akciji, s obzirom da korporativna praksa pokazuje da preduzeća u proseku plaćaju između 40 i 60% od dobitka u vidu dividendi<sup>207</sup>. Znatno niža vrednost cash flow pokazatelja po akciji u odnosu na dobitak po akciji ukazuje na moguće probleme isplate dividendi, ali se može dovesti u pitanje i realnost iskazane osnove za raspodelu na dividende. U tom slučaju su potrebna

---

<sup>205</sup> Grubišić, Z., *Osnovi finansijskih tržišta*, Univerzitet „Braća Karić“, Fakultet za trgovinu i bankarstvo „Janičije i Danica Karić“, Beograd, 2008, str. 239.

<sup>206</sup> White, G.I., Sondhi, A.C., Fried, D., op. cit., str. 152.

<sup>207</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V., op. cit., str. 228.

ispitivanja radi otkrivanja razloga odstupanja vrednosnih pokazatelja uzročnika odstupanja dobitka i poslovnog novčanog toka.

Investitori za procenu profitabilnosti preduzeća, ocenu mogućnosti rasta i rizika ulaganja u akcije preduzeća mogu koristiti pokazatelj koji se zasniva na odnosu između tržišne cene i poslovnog novčanog toka po akciji (*Price-Cash Flow Ratio*)<sup>208</sup>. Visina pokazatelja govori koliko su investitori spremni da plate za jedan dinar neto novčanog toka iz poslovanja raspoloživog za vlasnike običnih akcija. U praksi se smatra da ukoliko je pokazatelj niži, bolja je vrednost akcije. Na osnovu *P/CF* pokazatelja, privredne grane kojoj preduzeće pripada i procenjene vrednosti cash flow po akciji u narednom periodu, moguće je utvrditi očekivanu cenu akcija. Vrednosti koje su investitori spremni da plate za jedan dinar dobitka ili neto novčanog toka iz poslovanja, pokazuje kako investitori ocenjuju poslovanje preduzeća u prethodnim periodima i kako vide performanse preduzeća u budućim periodima.

### 2.4.3. Multiplikator knjigovodstvene vrednosti kapitala

Knjigovodstvena vrednost kapitala predstavlja razliku između knjigovodstvene vrednosti ukupne poslovne imovine kojom preduzeće raspolaže i vrednosti pozajmljenog kapitala. Odnos tržišne i knjigovodstvene cene akcija (*Price – Book Ratio – P/B*) predstavlja relativnu meru odstupanja tržišne i knjigovodstvene cene akcija. Knjigovodstvena cena akcija se dobija deljenjem knjigovodstvene vrednosti sopstvenog kapitala sa brojem akcija koje su u opticaju. Vrednost kapitala se uzima na dan bilansiranja i poželjno je radi uporedivosti uzeti u obzir broj običnih akcija koji je u opticaju na isti dan.

Ukoliko preduzeće poseduje prioritete akcije, od knjigovodstvene vrednosti ukupnog sopstvenog kapitala treba oduzeti vrednost kapitala po osnovu prioriteta akcija jer se *P/B* pokazatelj utvrđuje po običnoj akciji. Pokazatelj govori koliko je puta tržišna cena veća ili manja od knjigovodstvene vrednosti po akciji. *P/B* niži od jedan može biti rezultat potcenjenih akcija preduzeća. Ukoliko preduzeće zbog teškoća u poslovanju ima relativno nisku tržišnu cenu, pokazatelj takođe može biti niži od jedan. S obzirom da tržišna cena sadrži buduće performanse preduzeća i odražava očekivanja investitora u pogledu perspektivnih novčanih tokova i dobitnih ostvarenja, u praksi je često prisutno da je tržišna vrednost veća od knjigovodstvene. Precenjene akcije isto tako mogu biti razlog veće tržišne u odnosu na knjigovodstvenu cenu akcije. Pošto se smatra da investicije koje imaju *P/B* pokazatelj na nivou 1 imaju normalan prinos na ulaganja, odnos tržišne cene i knjigovodstvene vrednosti na nivou 1 se može posmatrati kao normala<sup>209</sup>. Preduzeća sa relativno visokim *P/B* pokazateljem u proseku imaju visok rezidualni dobitak, za razliku od preduzeća sa niskim rezidualnim dobitkom i niskim *P/B* pokazateljem.

---

<sup>208</sup> Brigham, E., Houston, J., *Fundamental of Financial Management*, Thomson, South-Western, USA, 2004, str. 89.

<sup>209</sup> Penman, S., op. cit., str. 159.

#### 2.4.4. Multiplikator prihoda

Nemogućnost utvrđivanja multiplikatora zarada, novčanog toka i kapitala i problemi koji mogu nastati usled negativnih vrednosti navedenih računovodstvenih kategorija za rezultat ima korišćenje multiplikatora prihoda. Prednost multiplikatora prihoda jeste u tome što je mnogo manji broj preduzeća kod kojih se ne može izračunati multiplikator, pa je prilikom poređenja pristrasnost manja. Odnos tržišne cene i prihoda od prodaje po akciji (*Price - Sale Ratio - P/S*) omogućava lakše poređenje preduzeća na različitim tržištima i sa različitim računovodstvenim sistemima. Niža vrednost pokazatelja govori da investitori plaćaju manje za jedinicu prihoda od prodaje po akciji (*Sale per Share*). Nedostatak multiplikatora prihoda se ogleda u činjenici da prihodi od prodaje po akciji ne oslikavaju profitabilnost preduzeća.

### 3. KOMPARATIVNA ANALIZA MODELA VREDNOVANJA HARTIJA OD VREDNOSTI

Hartije od vrednosti posmatrane kao oblik finansijskih plasmana mogu biti vrednovane na različite načine u zavisnosti od vrste i namene držanja. Vrednovanje dužničkih hartija od vrednosti se vrši metodom diskontovanja očekivanih novčanih tokova, po kojoj je vrednost hartija jednaka sadašnjoj vrednosti očekivanih novčanih tokova po osnovu prinosa uvećanoj za sadašnju vrednost nominalne vrednosti koja će biti isplaćena po dospeću hartije. Očekivani novčani tokovi su definisani planom otplate. Kao diskontna stopa se koristi kamatna stopa kao prinos koji investitori očekuju kao kompenzaciju za rizik plasiranja sredstava.

Vlasničke hartije od vrednosti imaocima hartija daju pravo na prinose po osnovu dividendi i kapitalnih dobitaka. Ukupan prinos akcionara koji obuhvata dividende i kapitalni dobitak predstavlja pokazatelj stvaranja vrednosti za akcionare. Sadašnja vrednost očekivanih novčanih tokova po osnovu dividendi i kapitalnih dobitaka je jedno od merila stvarne vrednosti akcija. Postoje i modeli koji se u procesu utvrđivanja cene akcija baziraju na konceptu očekivanog novčanog toka i dobitka. Osim metoda koje su bazirane na diskontovanju, u praksi je naročito prisutan pristup vrednovanja akcija zasnovan na tržišnim pokazateljima. Nezavisno od izabrane metode, cilj postupka vrednovanja jeste utvrđivanje stvarne cene akcije. Poređenjem stvarne sa tržišnom vrednošću moguće je utvrditi da li su akcije potcenjene ili precenjene. Akcije čija je tržišna cena potcenjena mogu se preporučiti potencijalnim i postojećim investitorima koji razmatraju kupovinu akcija.

#### 3.1. Specifičnosti pojedinih pristupa vrednovanja

Vrednost kapitala se u skladu sa teorijom sadašnje vrednosti može posmatrati kao sadašnja vrednost budućih ekonomskih koristi koje će imati vlasnici kapitala. Korist od vlasništva reprezentuju plaćene dividende ili slobodan novčani tok koji se može koristiti za dividende. Pretpostavlja se da preduzeće zadržava dovoljno sredstava za finansiranje planiranog nivoa aktivnosti. Vrednost koja pripada vlasnicima običnih akcija se može

utvrđivati direktno ili na osnovu ukupne vrednosti preduzeća, vrednosti finansijskih obaveza i vrednosti kapitala po osnovu preferencijalnih akcija.

### 3.1.1. Metode vrednovanja akcija

Metoda vrednovanja zasnovana na novčanim tokovima je jedan od mogućih načina za utvrđivanje vrednosti kapitala i akcija preduzeća. U situacijama kada se vrednost kapitala koji pripada vlasnicima kapitala utvrđuje direktno, adekvatno merilo očekivanih novčanih tokova može biti slobodan novčani tok kapitala (*Free Cash Flow to Equity* - *FCFE*). Slobodni novčani tok kapitala predstavlja intuitivniju meru očekivanih novčanih tokova nego slobodni novčani tokovi za preduzeće u celini. Reč je o neto novčanom toku koji je na raspolaganju vlasnicima kapitala i koji može predstavljati dobru meru iznosa plaćanja akcionarima.

Prema *FCFE* modelu prikazanom u formuli 30, sadašnja vrednost kapitala se izračunava sumiranjem diskontovanih, u projektovanim periodima očekivanih novčanih tokova slobodnih za akcionare. Cena kapitala predstavlja diskontnu stopu koja se koristi za svođenje očekivanih vrednosti gotovine na sadašnju vrednost kapitala.<sup>210</sup>

$$V_t = \frac{E(FCFE_{t+1})}{(1+k)} + \frac{E(FCFE_{t+2})}{(1+k)^2} + \dots + \frac{E(FCFE_{t+n})}{(1+k)^n} \quad (30)$$

gde je:

- $V_t$  – sadašnja vrednost sopstvenog kapitala preduzeća
- $E(FCFE)$  – očekivani slobodni novčani tok za vlasnike kapitala
- $(t+n)$  – period projekcije
- $k$  – cena kapitala

Vrednovanje akcija preduzeća osim procene diskontne stope i utvrđivanja očekivanih novčanih tokova, najčešće podrazumeva i definisanje perioda projekcije, utvrđivanje slobodnog novčanog toka nakon perioda koji je obuhvaćen projekcijom, projektovane stope rasta i obračun sadašnje vrednosti očekivanih iznosa. Determinante slobodnog novčanog toka za vlasnike običnih akcija se predviđaju za period koji je obuhvaćen projekcijom. Kao dugoročna stopa rasta slobodnog novčanog toka kapitala se može koristiti dugoročna stopa rasta projektovana na nivou nacionalne ekonomije. Pretpostavlja se da će slobodni novčani tokovi rasti po toj stopi u periodu nakon poslednje godine obuhvaćene projekcijom. Diskontna stopa kojom se projektovane vrednosti svode na sadašnju vrednost je najčešće u obliku očekivane stope prinosa. Stvarna vrednost kapitala preduzeća predstavlja zbir sadašnje vrednosti očekivanih slobodnih novčanih tokova tokom projektovanog perioda i kontinuirane sadašnje vrednosti. Do jedinične cene akcija se dolazi jednostavnom podelom vrednosti kapitala na ukupan broj akcija koje su u opticaju u trenutku utvrđivanja vrednosti.

Slobodan novčani tok koji treba da zadovolji potrebe vlasnika običnih akcija se može utvrditi na osnovu informacija iz izveštaja o tokovima gotovine uključivanjem poslovnog novčanog toka, neto kapitalnih izdataka i novčanog toka po osnovu

<sup>210</sup> Wild, J., Subramanyam, K., Halsey, R., op. cit., str. 37.

finansijskih aktivnosti. Raspoloživi slobodni novčani tok za vlasnike kapitala koji se dobija na osnovu informacija iz bilansa stanja i bilansa uspeha, podrazumeva umanjene neto dobitka za neto kapitalne izdatke, promene u negotovinskom obrtnom kapitalu, pri čemu se uključuje i razlika između novog duga i otplate duga. *FCF* raspoloživ vlasnicima kapitala se može posmatrati i kao slobodan novčani tok nakon otplate duga, jer često novčani izdaci na ime kamata i otplate duga predstavljaju materijalno značajne iznose. U slučaju povećanja obaveza po osnovu kredita i dužničkih hartija od vrednosti, neto tok iz poslovanja se za potrebe utvrđivanja slobodnog novčanog toka uvećava za iznos povećanja i umanjuje za iznos smanjenja obaveza.<sup>211</sup>

Finansijski novčani tokovi, korigovani poslovni novčani tok i neto dobitak mogu biti osnova za utvrđivanje<sup>212</sup> slobodnog novčanog toka za akcionare. Umanjenjem neto dobitka za iznos povećanja vlasničkog kapitala dolazi se do slobodnog novčanog toka za akcionare. Negativne vrednosti slobodnog novčanog toka na kratak rok mogu voditi budućem uspešnom poslovanju u slučaju da je preduzeće u fazi natprosečnog rasta. Slobodan novčani tok je negativan sve dok je stopa prinosa na kapital niža od stope rasta vlasničkog kapitala. Ukoliko je stopa prinosa na kapital dovoljna da obezbedi i održi rast prinosa akcionara, preduzeće će poslovati zdravo, a rast će omogućiti generisanje dodatne vrednosti za akcionare. Pretpostavka da su stopa rasta i njene determinante realne kategorije i održive je izuzetno važna, kao i korigovanje neto dobitka za tranzitorne prihode i rashode, uz uvažavanje poreskog efekta.

Vrednovanje vlasničkih hartija od vrednosti se može vršiti i na indirektan način. Do vrednosti kapitala je moguće doći na osnovu vrednosti poslovanja preduzeća u celini. Razlika između vrednosti preduzeća u celini i vrednosti kapitala koji pripada običnim akcionarima jeste u vrednosti finansijskih obaveza i prioritetnih akcija, kao što je prikazano u formuli 31.

$$V_o = VNOA_o - Vdebt_o - Vpreferred_o \quad (31)$$

gde je:

$V_o$  – vrednost kapitala

$VNOA_o$  – vrednost preduzeća

$Vdebt_o$  – vrednost duga

$Vpreferred_o$  – vrednost prioritetnih akcija

Prema metodi diskontovanja novčanih tokova, vrednost kapitala običnih akcionara je jednaka vrednosti poslovanja preduzeća u celini umanjenoj za sadašnju vrednost finansijskih obaveza i prioritetnih akcija. Sadašnja vrednost prioritetnih akcija se dobija diskontovanjem neto novčanih tokova po osnovu kupovine, prodaje hartija od vrednosti i prioritetnih dividendi. Kao diskontna stopa se koristi cena prioritetnih akcija. Sadašnja vrednost finansijskih obaveza se dobija diskontovanjem novčanih tokova po osnovu budućih plaćanja kamata i glavnice duga, pri čemu se cena pozajmljenog kapitala korigovana za porez koristi kao diskontna stopa.

Model diskontovanja rezidualnog dobitka se može koristiti i prilikom utvrđivanja vrednosti kapitala po jednoj akciji. Sadašnju vrednost akcije čini diskontovana vrednost

---

<sup>211</sup> Wild, J., Subramanyam, K., Halsey, R., op. cit., str. 37.

<sup>212</sup> Lundholm, R., Sloan, R., op. cit., str. 128.



očekivanih rezidualnih dobitaka i sadašnja vrednost kontinuirane vrednosti. Determinante rezidualnog dobitka jesu dobitak po akciji, cena kapitala i knjigovodstvena vrednost po akciji na početku perioda. Na osnovu navedenih faktora se može utvrditi rezidualni dobitak na dva načina kako je prikazano u formulama 32 i 33.<sup>213</sup>

$$RE = BPS_0 * (ROCE - k) \quad (32)$$

$$RE = EPS_1 - (k * BPS_0) \quad (33)$$

gde je:

RE – rezidualni dobitak

BPS<sub>0</sub> – knjigovodstvena vrednost akcije na početku perioda

ROCE – stopa prinosa na kapital

k – cena kapitala

EPS<sub>1</sub> – očekivani dobitak po akciji

Odnos očekivanog dobitka po akciji i knjigovodstvene vrednosti po akciji (*Book Value per Share - BPS*) daje predviđenu stopu prinosa na kapital. Ukoliko je ona viša od cene kapitala, rezidualni dobitak se dobija kao proizvod očekivanog nivoa *BPS* i razlike projektovane stope prinosa i cene kapitala. Alternativno, rezidualni dobitak predstavlja razliku između očekivanog dobitka po akciji i prinosa knjigovodstvene vrednosti akcije kao što je i prikazano u formuli 33.

Različiti modeli diskontovanja imaju određene svoje specifičnosti, ali i zajedničke karakteristike. Svi su pod značajnim uticajem izabrane stope prinosa koja je zahtevana od strane investitora, kao i procenjenih vrednosti očekivane dividende, dobitka ili slobodnih novčanih tokova. S obzirom na visok stepen neizvesnosti i rizike koji mogu nastati u projektovanom periodu, treba imati u vidu da su pogrešne procene moguće. Najkritičnije stavke u procesu procene vrednosti jesu diskontna stopa i dugoročna stopa rasta. Realna vrednost se može dobiti ukoliko su realne pretpostavke na kojima se vrednost zasniva. Preporuka je stručnjaka da se u cilju realnijeg sagledavanja vrednosti akcija koristi senzitivna analiza i na osnovu alternativnih stopa utvrdi najverovatniji raspon vrednosti akcija preduzeća<sup>214</sup>. Testiranje osetljivosti vrednosti akcija na promene kritičnih faktora može biti veoma korisno za donošenje dobrih investicionih odluka.

Multiplikatori predstavljaju osnovu modela relativnog vrednovanja kapitala. Jedan od inputa relativne valuacije jeste tržišna vrednost kapitala, odnosno tržišna cena akcije, dok se kao multiplikatori mogu koristiti dobitak po akciji, poslovni novčani tok po akciji, slobodni novčani tok po akciji, knjigovodstvena vrednost po akciji i sl. Osnova tržišnih merila vrednosti jeste pronalaženje sličnih preduzeća, odnosno sličnih akcija sa kojima se može vršiti poređenje. Multiplikator preduzeća sa kojom se vrši poređenje se primenjuje na merilo performansi preduzeća koje se vrednuje kako bi se došlo do vrednosti akcije. Pronalaženje uporedivog preduzeća je zahtevan korak. Preduzeća čak i u istoj delatnosti razlikuju po riziku, potencijalu rasta i novčanim tokovima. Mnogi analitičari koriste kvalitativno prilagođavanje nakon poređenja standardizovanih vrednosti. Za kompanije sa višom stopom rasta se koriste viši multiplikatori, a za kompanije u istom sektoru sa nižim rastom niži multiplikatori.

---

<sup>213</sup> Penman, S., op. cit., str. 168.

<sup>214</sup> Stickney, C., Brown, P., Wahlen, J., op. cit., str. 892.

Diskontovanjem budućih očekivanih prinosa po osnovu akcija, dobija se unutrašnja vrednost akcija. Odstupanje od stvarne vrednosti uglavnom predstavlja znak da je akcija potcenjena ili precenjena. Ukoliko je unutrašnja vrednost veća od tekuće tržišne cene, akcije su potcenjene i treba očekivati rast tržišnih cena u budućnosti. U slučaju da je procenjena unutrašnja vrednost niža od tržišne cene, očekivanja su da će tržišna cena akcija opadati u budućnosti. Ipak, praksa poznaje i drugačije trendove koji dokazuju određene tržišne anomalije. Rast tržišnih cena akcija koji nije rezultat povećanja vrednosti preduzeća ukazuje na precenjenost akcija i stvaranje tzv. ekonomskih mehurova<sup>215</sup>. Veliki problem je što se mehurovi otkrivaju tek nakon pada cena što za rezultat ima štetne posledice po preduzeće, investitore i ostale stekholdere preduzeća.

### **3.1.2. Diskontovanje dividendi vs. slobodnog novčanog toka vs. dobitka - prednosti i nedostaci**

Prema mišljenju nekih autora model vrednovanja kapitala zasnovan na slobodnom novčanom toku ne predstavlja radikalni odmak od tradicionalnog modela diskontovanja dividende. U literaturi<sup>216</sup> se mogu naći definicije koje model opisuju kao diskontovanje potencijalnih, a ne stvarnih dividendi gde slobodni novčani tokovi zamenjuju dividende. Osnovna razlika je u definiciji novčanih tokova. Model diskontovanja dividendi koristi strogu definiciju novčanih tokova iz kapitala, odnosno očekivane dividende na akcije. *FCFE* model koristi proširenu definiciju novčanih tokova iz kapitala kao ostatka nakon podmirenja svih finansijskih obaveza i potrebnih ulaganja.

Analitičari koriste očekivane dividende i očekivani slobodni novčani tok kao ekvivalentne pristupe merenja očekivanih plaćanja akcionarima koja su relevantna za vrednovanje. Očekuje se da će projektovane dividende biti isplaćene akcionarima, a slobodni novčani tokovi koje će kompanija generisati, takođe na kraju pripadaju investitorima. U cilju da ukaže na relevantnost dividendi kao oblika plaćanja akcionara i irelevantnost dividendne politike kompanije u procesu vrednovanja *White, Sondhi* i *Fried*<sup>217</sup> navode da se iste vrednosti mogu dobiti diskontovanjem očekivanih dividendi i očekivanog slobodnog novčanog toka koji je raspoloživ za isplatu budućih dividendi akcionarima.

U situacijama kada je teško proceniti očekivane novčane tokove ili nedostaju informacije o visini reinvestiranja i duga, diskontovanje dividendi može biti izabrani model vrednovanja kapitala preduzeća. Prednost modela diskontovanja dividendi u procesu vrednovanja akcija se ogleda u činjenici da su dividende prinosi koje vlasnici akcija dobijaju. Na kratak rok su uglavnom relativno stabilne, pa ih je jednostavno projektovati. Ipak, na dugi rok se ne mogu smatrati merilom vrednosti jer često modeli ne uključuju deo prinosa na ime kapitalnih dobitaka. Preduzeća koja imaju fiksni pokazatelj plaćanja dividendi u odnosu na raspoloživi dobitak mogu izabrati modele diskontovanja dividendi kao prihvatljive modele.

---

<sup>215</sup> Grubišić, Z., Vuković, D., Đukić, M., op. cit., str. 225.

<sup>216</sup> Damodaran, A., *Damodaran o valuaciji - Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne finansije*, op. cit., str. 174.

<sup>217</sup> White, G.I., Sondhi, A.C., Fried, D., op. cit., str. 865.

Prema mišljenju nekih ekonomista, korišćenje slobodnog novčanog toka u modelima vrednovanja ima veći ekonomski smisao nego vrednovanje na osnovu dobitka. Svakako je reč je o modelima koji su široko zastupljeni u stručnoj literaturi i praksi. Novčani tokovi su stvarni i oslobođeni uticaja obračunskog računovodstva, a modeli vrednovanja na osnovu očekivanih novčanih tokova su u skladu sa teorijom i tehnikom utvrđivanja sadašnje vrednosti. Osim pozitivnih strana modela, zamerke na slobodan novčani tok kao merilo vrednosti se najčešće odnose na činjenicu da se eliminišu pokretači vrednosti koji nisu povezani sa novčanim tokovima.

Vrednovanje po konceptu slobodni novčani tok se smatra najprihvatljivijim u preduzećima koje kontinuirano generišu pozitivan, stabilan ili stabilno rastući slobodan tok gotovine. Ukoliko investiciona ulaganja preduzeća generišu stabilne novčane tokove u periodu kada ulaganja i nastaju, korišćenje *FCF* u svrhe vrednovanja je prihvatljivo. Postavlja se pitanje šta se dešava sa *FCF* vrednovanjem ukoliko se prilivi gotovine i povećanje vrednosti po osnovu tih ulaganja očekuju u budućnosti. Velika ulaganja se u tom slučaju mogu tretirati kao gubitak vrednosti, čak iako se buduće ekonomske koristi tek očekuju.<sup>218</sup> *FCF* kao merilo vrednosti se dovodi u pitanje upravo zbog činjenice da se prilikom utvrđivanja slobodnog novčanog toka oduzimaju investicioni izdaci, iako ova vrsta ulaganja koja je iskazana u bilansu stanja kao imovina preduzeća predstavlja značajan generator vrednosti. Ukoliko je *FCF* povećanje rezultat smanjenja kapitalnih ulaganja, koncept se delom može posmatrati i kao likvidacioni koncept.

Ključni informacioni inputi za utvrđivanje sadašnje vrednosti *FCFE* su procenjeni budući novčani tokovi, po iznosu i vremenskom rasporedu, i diskontna stopa. Neizvesnost koja prati procenu novčanih tokova i kalkulisanje visine i vremenske varijabilnosti diskontne stope dovodi u pitanje pouzdanost navedenih parametara vrednosti. Kontinuirana vrednost kao dominantan deo vrednosti je u velikoj meri zavisna od kvaliteta procenjene stope rasta i diskontne stope. Prognoziranje slobodnih novčanih tokova na duži rok može biti problematično i iz praktičnih razloga, jer ih je teško predvideti za nekoliko decenija unapred, koliko nekada traju efekti kapitalnih ulaganja.<sup>219</sup> Projekcija očekivanog slobodnog novčanog toka se sa aspekta uloženog vremena i troškova analitičara dovodi u pitanje, naročito ukoliko se ne prati vrednost akcija jednog, već više preduzeća.<sup>220</sup> Slobodan novčani tok na kratak rok predstavlja slabo merilo vrednosti, ali je dugoročno opravdano diskontovanje slobodnih novčanih tokova u cilju utvrđivanja vrednosti poslovanja i kapitala preduzeća.<sup>221</sup>

Slobodni novčani tok je kao osnova za vrednovanje u prednosti u odnosu na dobitak, jer je oslobođena efekata izabrane računovodstvene politike. Ipak, slobodni novčani tok se pre može posmatrati kao merilo vezano za raspodelu vrednosti, nego kao merilo generisanja vrednosti u budućnosti, što ide u prilog korišćenja modela vrednovanja zasnovanog na dobitku.<sup>222</sup> Profitabilnost ulaganja i prirast uloženog kapitala čine osnovu modela vrednovanja koji su zasnovani na diskontovanju dobitka. S obzirom da

---

<sup>218</sup> Penman, S., op. cit., S., str. 127.

<sup>219</sup> Ibid, str. 139.

<sup>220</sup> Stickney, C., Brown, P., Wahlen, J., op. cit., str. 895.

<sup>221</sup> Stevanović, S., *Upotreba slobodnog novčanog toka u procesu vrednovanja: prednosti i nedostaci*, zbornik radova *Finansijsko izveštavanje u funkciji korporativnog upravljanja*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2014, str. 87.

<sup>222</sup> White, G.I., Sondhi, A.C., Fried, D., op. cit., str. 689.

su profitabilnost i ulaganja generatori vrednosti, čest je zaključak da dobitak zasnovan na obračunskom računovodstvu ima veću iskaznu moć prirasta ekonomske vrednosti kompanije nego slobodni novčani tok<sup>223</sup>. S obzirom na zasnovanost na parametrima obračunskog računovodstva, modeli diskontovanja dobitka treba da budu praćeni analizom kvaliteta iskazanih bilansnih pozicija.

### **3.1.3. Determinante vrednosti kapitala odabrane grupe preduzeća u Srbiji**

Slobodan novčani tok i tržišni pokazatelji kao moguće determinante vrednosti akcija se u nastavku analiziraju za grupu od šest preduzeća. Prilikom odabira preduzeća, pošlo se od sto naj preduzeća po neto dobitku u 2012. godini koja su bila predmet analize u drugom delu disertacije. Sledeći kriterijum za suženi izbor se odnosi na kotiranje običnih akcija preduzeća na Beogradskoj berzi. Uzimajući u obzir samo preduzeća čije su akcije uključene u trgovanje na berzanskom tržištu, grupa je svedena na 13 preduzeća. Do broja od šest preduzeća se došlo nakon isključivanja preduzeća čiji je neto novčani tok iz poslovanja negativan, a samim tim i slobodan novčani tok. Informacije o determinantama slobodnog novčanog toka, finansijskih i tržišnih pokazatelja su preuzete iz javno dostupnih finansijskih izveštaja preduzeća za period 2010-2013. godina<sup>224</sup> i berzanskih izveštaja<sup>225</sup> za isti period.

#### **3.1.3.1. Slobodan novčani tok kao determinanta vrednosti kapitala**

Slobodan novčani tok za vlasnike kapitala je determinanta vrednosti kapitala u metodi diskontovanja. Različiti su načini merenja visine slobodnog novčanog toka prikazani u prethodnim delovima rada. Za potrebe utvrđivanja slobodnog novčanog toka za akcionare odabrane grupe preduzeća u Srbiji, polazi se od pozicija izveštaja o tokovima gotovine. Poslovni neto novčani tok kao interno generisani novčani tok je polazna stavka koja se koriguje za određene investicione i finansijske novčane tokove. S obzirom da se neto kapitalni izdaci izuzimaju iz slobodnog novčanog toka, za njihovo merenje se uzimaju u obzir odlivi po osnovu kupovine nematerijalnih ulaganja, nekretnina, postrojenja, opreme (NPO) i bioloških sredstava i eventualni prilivi po osnovu njihove prodaje. Neto novčani tok po osnovu finansijskih aktivnosti može biti u celini na raspolaganju akcionarima. U tom slučaju odlive gotovine po osnovu dividendi koje su već isplaćene akcionarima treba uključiti u slobodan novčani tok.

Negativna vrednost slobodnog novčanog toka je opravdana na kratak rok kod preduzeća sa visokim neto kapitalnim izdacima. U tom slučaju finansiranje kapitalnih ulaganja iz interno generisanih izvora nije dovoljno već je neophodno eksterno finansiranje iz pozajmljenih ili sopstvenih izvora. Negativan slobodan novčani tok je zabeležen kod preduzeća izvan sektora prerađivačke industrije, i to u po jednoj godini. Determinante slobodnog novčanog toka za akcionare odabranih preduzeća su prikazane i analizirane u

---

<sup>223</sup> Stevanović, N., Koncepti, uloga i konvencionalna analiza dobitka, *Ekonomika preduzeća*, specijalni broj Tajne bilansa: menadžerski pristup, Savez ekonomista Srbije, Beograd, 2009, str. 101.

<sup>224</sup> Agencija za privredne registre Republike Srbije, Registar finansijskih izveštaja pravnih lica i preduzetnika, 2011, 2012 i 2013. godina.

<sup>225</sup> Beogradska berza, Istorijski podaci, <http://www.belex.rs/trgovanje/istorijski>.

nastavku rada. Iznosi slobodnog novčanog toka i njegovih determinanti su iskazani u hiljadama dinara.

Tabela 51. Slobodan novčani tok za vlasnike kapitala preduzeća NIIS

	2013	2012	2011
Poslovni neto novčani tok	73.325.681	36.807.212	34.985.572
- Kupovina nematerijalnih ulaganja, NPO i bioloških sredstava	50.466.441	38.883.079	32.509.584
+ Prodaja nematerijalnih ulaganja, NPO i bioloških sredstava	204.087	322.111	278.989
+/- Finansijski neto novčani tok	-13.592.056	-1.274.556	14.231.088
+ Isplaćene dividende	12.364.129	0	0
<b>= Slobodan novčani tok za vlasnike kapitala</b>	<b>21.835.400</b>	<b>-3.028.312</b>	<b>16.986.065</b>

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Preduzeće NIIS generiše pozitivan i rastući poslovni novčani tok u posmatranom periodu. U istom periodu i kapitalni izdaci beleže rast. Zahvaljujući većem rastu kapitalnih ulaganja u odnosu na poslovni novčani tok i neto odlivima po osnovu finansijskih aktivnosti, slobodan novčani tok u 2012. godini je negativan. Izuzetno jačanje interno generisanog novčanog toka u 2013. godini dovodi do povećanja slobodnog novčanog toka. U istoj godini je izvršena isplata dividendi, ali ne u ukupnom iznosu koji je akcionarima na raspolaganju.

Tabela 52. Slobodan novčani tok za vlasnike kapitala preduzeća IMLK

	2013	2012	2011
Poslovni neto novčani tok	3.405.059	4.358.644	2.459.975
- Kupovina nematerijalnih ulaganja, NPO i bioloških sredstava	641.472	1.107.664	989.575
+ Prodaja nematerijalnih ulaganja, NPO i bioloških sredstava	622.418	63.020	95.064
+/- Finansijski neto novčani tok	-460.243	3.465.291	-2.161.081
+ Isplaćene dividende	444.043	546.808	725.311
<b>= Slobodan novčani tok za vlasnike kapitala</b>	<b>3.369.805</b>	<b>7.326.099</b>	<b>129.694</b>

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Izrazit rast slobodnog novčanog toka preduzeća IMLK u 2012. godini se pretvorio u pad u 2013. kada su u pitanju poslovni novčani tok i kapitalni izdaci. Jačanje i slabljenje slobodnog novčanog toka ima istu dinamiku, kao i tržišne cene akcija. Preduzeće isplaćuje dividende, u sve manjem iznosu iako iznos slobodnog novčanog toka u poslednje dve godine dozvoljava više.

Rastući poslovni novčani tok preduzeća BMBI je dovoljan za pokriće kapitalnih izdataka u sve tri posmatrane godine. Dividende su isplaćivane u kontinuitetu, iako je slobodan novčani tok u prvoj i poslednjoj posmatranoj godini nedovoljan za pokriće dividendi u celini. Nedostatak je nadoknađen iz zaliha gotovine i gotovinskih ekvivalenata.

Tabela 53. Slobodan novčani tok za vlasnike kapitala preduzeća BMBI

	2013	2012	2011
Poslovni neto novčani tok	1.456.293	1.027.281	986.790
- Kupovina nematerijalnih ulaganja, NPO i bioloških sredstava	229.224	156.590	386.736
+ Prodaja nematerijalnih ulaganja, NPO i bioloških sredstava	1.784	12.189	41.964
+/- Finansijski neto novčani tok	-1.436.627	273.655	-650.243
+ Isplaćene dividende	224.545	180.721	408.358
<b>= Slobodan novčani tok za vlasnike kapitala</b>	<b>16.771</b>	<b>1.337.256</b>	<b>400.133</b>

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Razlog nižeg slobodnog novčanog toka za akcionare preduzeća BMBI u 2013. godini i pored rastućeg poslovnog novčanog toka jesu odlivi gotovine po osnovu finansijskih aktivnosti koji nisu praćeni finansijskim prilivima. Prilivi po osnovu kredita su zabeleženi u prethodnoj godini i zahvaljujući njima je slobodan novčani tok najveći u toj godini.

Tabela 54. Slobodan novčani tok za vlasnike kapitala preduzeća FITO

	2013	2012	2011
Poslovni neto novčani tok	1.393.087	398.957	600.141
- Kupovina nematerijalnih ulaganja, NPO i bioloških sredstava	567.151	657.355	155.292
+ Prodaja nematerijalnih ulaganja, NPO i bioloških sredstava	0	0	0
+/- Finansijski neto novčani tok	-515.190	128.293	-342.284
+ Isplaćene dividende	252.723	218.284	332.284
<b>= Slobodan novčani tok za vlasnike kapitala</b>	<b>563.469</b>	<b>88.179</b>	<b>434.849</b>

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Preduzeće FITO isplaćuje dividende svake godine, pri čemu je u 2011. i 2013. godini slobodan novčani tok viši od isplata na ime dividendi. Zahvaljujući tome je saldo gotovine i gotovinskih ekvivalenata u ove dve godine povećan. Najniži poslovni novčani tok i najviši kapitalni izdaci u 2012. godini za rezultat imaju slobodan novčani tok nedovoljan za pokriće dividendi, iako preduzeće beleži neto priliv gotovine iz finansijskih aktivnosti. Razlika je pokrivena gotovinom i gotovinskim ekvivalentima sa početka perioda.

Poslovni novčani tok preduzeća AERO koji je u padu tokom posmatranog perioda je praćen smanjenjem dividendi i slobodnog novčanog toka. U padu je i neto finansijski novčani odliv, ali i dalje visok u 2013. godini u odnosu na malu razliku između poslovnog novčanog toka i kapitalnih izdataka. Dividende su isplaćivane u sve tri godine, a slobodan novčani tok za akcionare nije bio dovoljan za njihovo pokriće, naročito u 2013. godini kada je negativan i pre isplate dividendi. Razlika je u poslednje dve godine pokrivena neto prilivom po osnovu prodaje finansijskih plasmana koji omogućava i povećanje salda gotovine na kraju obe godine. Nedostatak slobodnog novčanog toka za isplatu dividendi u 2011. godini se nadoknađuje zalihama likvidnosti u obliku gotovine i gotovinskih ekvivalenata koje se na kraju perioda smanjuju.

Tabela 55. Slobodan novčani tok za vlasnike kapitala preduzeća AERO

	2013	2012	2011
Poslovni neto novčani tok	1.301.080	1.626.207	1.839.919
- Kupovina nematerijalnih ulaganja, NPO i bioloških sredstava	1.174.299	1.427.784	531.969
+ Prodaja nematerijalnih ulaganja, NPO i bioloških sredstava	650	5.868	4.136
+/- Finansijski neto novčani tok	-685.006	-1.235.223	-1.355.409
+ Isplaćene dividende	496.106	1.044.554	1.175.275
= <b>Slobodan novčani tok za vlasnike kapitala</b>	<b>-61.469</b>	<b>13.622</b>	<b>1.131.952</b>

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Preduzeće RUBN isplaćuje dividende samo u 2011. godini kada ostvaruje i najviši slobodan novčani tok za akcionare. Znatno viši slobodan novčani tok u odnosu na naredne dve godine je zahvaljujući neto prilivu po osnovu kredita. Dividende su jedini odliv po osnovu finansijskih aktivnosti, a zbog visokog slobodnog novčanog toka u istom periodu preduzeće dodatno investira tako da beleži neto odlivi po osnovu finansijskih plasmana. U 2012. i 2013. godini preduzeće ne isplaćuje dividende iako visina slobodnog novčanog toka za akcionare otvara prostor za isplate. Finansijski plasmani su prisutni i u 2012. i 2013. godini, u manjem iznosu u odnosu na prethodnu godinu tako da je na taj način slobodan novčani tok zadržan u preduzeću.

Tabela 56. Slobodan novčani tok za vlasnike kapitala preduzeća RUBN

	2013	2012	2011
Poslovni neto novčani tok	298.138	750.368	220.858
- Kupovina nematerijalnih ulaganja, NPO i bioloških sredstava	81.240	105.427	79.329
+ Prodaja nematerijalnih ulaganja, NPO i bioloških sredstava	516	17.889	17.446
+/- Finansijski neto novčani tok	34.915	-291.097	1.307.502
+ Isplaćene dividende	0	0	920.000
= <b>Slobodan novčani tok za vlasnike kapitala</b>	<b>252.329</b>	<b>371.733</b>	<b>2.386.477</b>

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka APR-a

Prethodno analizirana preduzeća u posmatranom periodu beleže pozitivan neto novčani tok iz poslovanja, što je jedan od preduslova generisanja pozitivne vrednosti slobodnog novčanog toka za akcionare. Ipak, preduzeća u nekima od perioda beleže negativne vrednosti slobodnog novčanog toka, dok je tokom celog perioda izražena fluktuacija vrednosti slobodnog novčanog toka. Ograničenje slobodnog novčanog toka kao pouzdane determinante vrednosti preduzeća može biti upravo u toj izraženoj nestabilnosti. Nestabilni slobodni novčani tokovi u prethodnim periodima otežavaju procenu očekivanih slobodnih novčanih tokova u nekim budućim periodima.

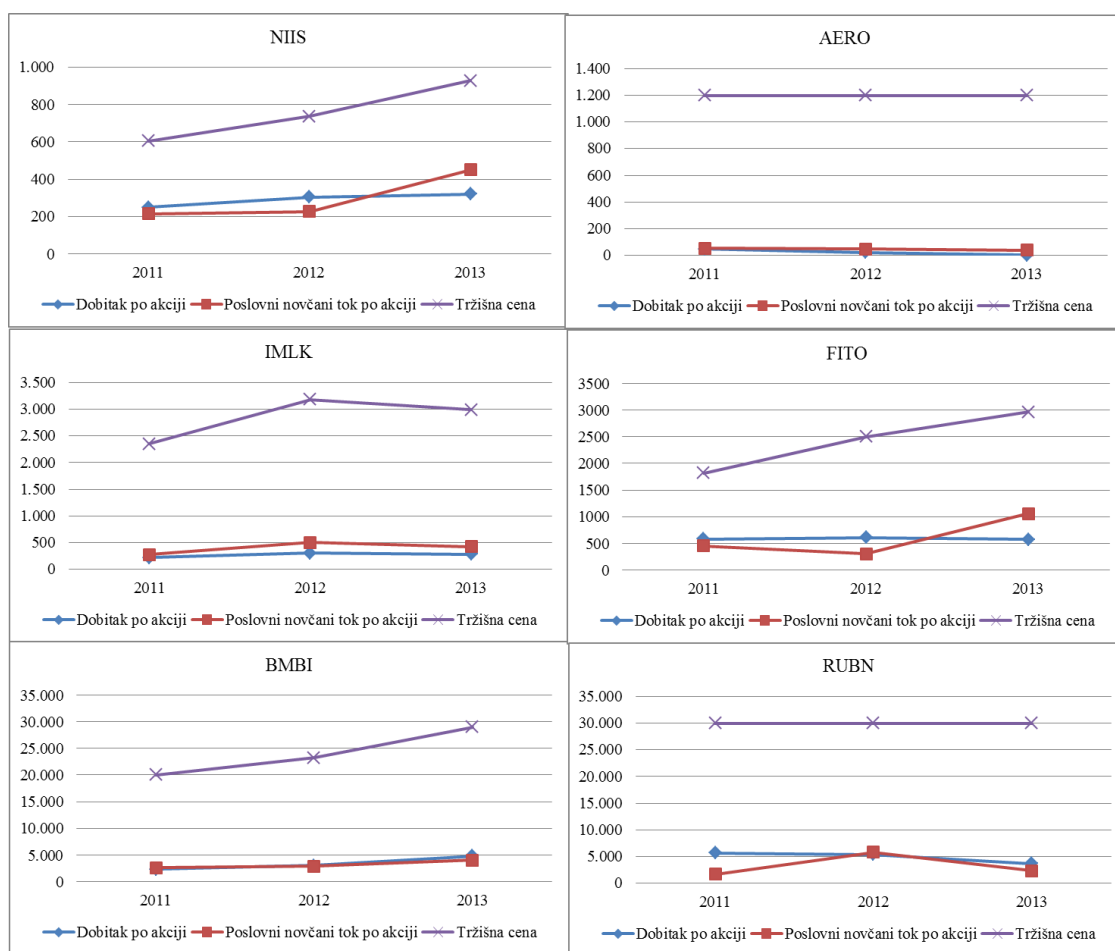
### 3.1.3.2. Tržišni pokazatelji kao determinante vrednosti kapitala

Rastući dobitak po akciji se može posmatrati kao izvor generisanja vrednosti za vlasnike kapitala. Akcionari povećanje zarade po akciji prihvataju kao signal jačanja tekuće zarađivačke sposobnosti preduzeća čije akcije poseduju, na osnovu čega kreiraju očekivanja o jačanju budućih dobitnih i cash flow performansi. Očekivani rast

profitabilnosti bi trebalo da utiče na povećanje tržišne cene akcija, jer su investitori spremni da plate više od ostvarene zarade po akciji prepoznajući dobru perspektivu preduzeća. Raspodela dobiti u obliku dividendi, ali i reinvestiranje neraspoređenog dobitka, rast tržišne cene i po tom osnovu nastali kapitalni dobitci, vlasnicima akcija omogućavaju ostvarenje prinosa na uložena sredstva.

Posmatrajući tržišnu cenu akcija kao odraz tržišne procene stanja i perspektive preduzeća, moglo bi se zaključiti da su očekivanja tržišta po pitanju odabrane grupe preduzeća pozitivna. Trend dobitka po akciji, poslovnog novčanog toka po akciji i tržišne cene akcija prikazan na zbirnom grafikonu 4 pokazuje različit odnos pokazatelja od preduzeća do preduzeća. Zajedničko za sva preduzeća jeste znatno viša tržišna cena u odnosu na dobitak po akciji i poslovni novčani tok po akciji.

Grafikon 4. Trend i odnos vrednosnih pokazatelja javnih društava



Izvor: Obračun autora na osnovu podataka Beogradske berze i APR-a

Pored dominantne vrednosti tržišnih cena akcija preduzeća, na grafikonu se može pratiti odnos dobitka po akciji kao merila sposobnosti generisanja vrednosti za akcionare i poslovnog novčanog toka po akciji kao okvira za realizaciju raspodele generisanog dobitka. Oba parametra beleže rast u slučaju preduzeća NIIS, ali usled zapaženog ubrzanja rasta poslovnog novčanog toka u 2013. godini, dobitak po akciji zaostaje u odnosu na cash flow pokazatelj.



Poslovni novčani tok prelazi visinu dobitka po akciji i u preduzeću AERO zbog lošeg trenda profitabilnosti. Najskladniji odnos upoređivanih parametara je zabeležen na primeru akcija preduzeća BMBI. Stabilan rast dobitka po akciji praćen stabilnim rastom poslovnog novčanog toka za rezultat ima rast tržišne cene akcija, pri čemu se ovakva tendencija može očekivati i u budućnosti. Zaostatak poslovnog novčanog toka u odnosu na dobitak po akciji je prisutan i kod preduzeća RUBN i FITO, ali ne u svim godinama i ne u značajnoj meri.

Ispravne odluke o investiranju u hartije od vrednosti preduzeća, osim analize prethodno pomenutih parametara podrazumevaju i uključivanje tržišnih informacija i ocene tržišnih očekivanja. Vrednosni pokazatelji koji kombinuju tržišnu cenu akcije i dobitak, poslovni novčani tok ili knjigovodstvenu vrednost po akciji su za odabrana preduzeća prikazani u tabeli 57. Visina i trend tržišnih pokazatelja oslikavaju očekivanja investitora po pitanju rasta i perspektive preduzeća i budućih prinosa, kao i dešavanja organizovanom tržištu kapitala u Srbiji.

Preduzeća IMLK i BMBI su jedina u sektoru prerađivačke industrije sa  $P/B$  pokazateljima iznad 1 tokom posmatranog perioda. Investitori smatraju da je knjigovodstvena vrednost akcija potcenjena, tako da je tržišna vrednost oko 2 puta viša od knjigovodstvene vrednosti. Ostala preduzeća sektora prerađivačke industrije beleže  $P/B$  pokazatelj niži od jedan, što na prvi pogled ukazuje da je reč o jeftinijim FITO i RUBN akcijama u odnosu na IMLK i BMBI akcije. Ipak, posmatrajući istovremeno i stope prinosa na kapital primetno je da FITO i RUBN imaju niže stope prinosa u odnosu na IMLK i BMBI. Poredeći iste parametre između preduzeća IMLK i BMBI zaključak bi mogao biti da su akcije BMBI relativno jeftinije, jer beleže nešto niži  $P/B$  pokazatelj, višu stopu prinosa na kapital i brži rast kapitala tokom trogodišnjeg perioda.

Preduzeće BMBI karakteriše rast dobitnih i performansi zasnovanih na novčanim tokovima, što rezultira kontinuiranom povećanju dobitka po akciji, poslovnog novčanog toka po akciji, prinosa na imovinu i kapital. U 2012. u odnosu na 2011. godinu preduzeće ima za 6% manji broj akcija u opticaju, tako da je manjim delom povećanje dobitka i poslovnog novčanog toka po akciji rezultat smanjenja broja akcija, dok znatno veći uticaj ima povećanje neto dobitka i poslovnog novčanog toka. Veća stopa rasta dobitka po akciji u odnosu na rast tržišne cene za posledicu ima blagi pad  $P/E$  pokazatelja. Ipak, činjenica da su investitori bili spremni da izdvoje u proseku oko 7 puta više dinara nego što je ostvarena zarada po akciji preduzeća i kontinuirani rast dobitka i poslovnog dobitka po akciji tokom periodu, navodi na pozitivna očekivanja po pitanju prinosa na akcije.

Preduzeće IMLK takođe beleži smanjenje broja akcija u opticaju u 2012. u odnosu na prethodne dve godine za 3,6%, što ima mali udeo u povećanju dobitka po akciji i poslovnog novčanog toka po akciji u toj godini. Veći uticaj na povećanje  $EPS$  i  $CFPS$  pokazatelja ima povećanje neto dobitka i poslovnog novčanog toka. Broj akcija u opticaju se nije menjao u 2013. u odnosu na 2012. godinu, ali se trend povećanja iz prethodnog perioda pretvorio u smanjenje po pitanju stope prinosa na kapital, dobitka po akciji, poslovnog novčanog toka po akciji i tržišne cene akcije. Isti trend je karakterističan i za  $P/B$  tržišni pokazatelj. Preduzeće IMLK ima najstabilniji  $P/E$  pokazatelj u posmatranoj grupi preduzeća, jer su se dobitak po akciji i tržišna cena kretali prilično ujednačeno. Kretanje  $P/CF$  pokazatelja prati trend  $P/E$  ali zbog većih

promena poslovnog novčanog toka u odnosu na dobitak po akciji, preduzeće beleži intenzivnije promene odnosa tržišne cene i poslovnog novčanog toka.

Tabela 57. Tržišni pokazatelji odabranih javnih društava

		<b>P/E</b>	<b>P/B</b>	<b>P/CF</b>
<b>NIIS</b>	2011	2,43	1,13	2,82
	2012	2,43	0,88	3,26
	2013	2,89	0,85	2,06
<b>IMLK</b>	2011	10,97	2,14	8,68
	2012	10,41	2,62	6,38
	2013	10,57	2,33	7,05
<b>BMBI</b>	2011	8,53	2,17	7,76
	2012	7,61	1,97	8,13
	2013	6,08	2,05	7,17
<b>FITO</b>	2011	3,15	0,70	4,00
	2012	4,11	0,82	8,27
	2013	5,15	0,85	2,81
<b>RUBN</b>	2011	5,32	0,57	17,55
	2012	5,60	0,69	5,16
	2013	8,22	0,63	13,00
<b>AERO</b>	2011	26,04	1,80	22,36
	2012	56,55	1,82	25,30
	2013	2.539,17	1,86	31,63

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka Beogradske berze i APR

Preduzeće FITO takođe pripada sektoru prerađivačke industrije ali sa najnižim *P/E* pokazateljima u toj grupi. Povećanje *P/E* tokom perioda je najvećim delom rezultat rasta tržišne cene. Broj akcija u opticaju je nepromenjen u posmatranom periodu. Zahvaljujući suprotnom trendu neto dobitka i poslovnog novčanog toka, *EPS* i *CFPS* se menjaju u suprotnom smeru. Naizmenični pad pa rast poslovnog novčanog toka po akciji su praćeni rastom a nakon toga padom *CFPS* pokazatelja. Knjigovodstvena vrednost po akciji raste u posmatranom periodu, ali je brži rast tržišne cene doveo do rasta *P/B* pokazatelja, koji je sve vreme ispod jedan.

Tržišna cena akcija preduzeća RUBN je nepromenjena tokom posmatranog perioda. Broj akcija u opticaju se takođe nije menjao, pri čemu nije zabeležen ni promet na berzanskom tržištu. Tržišna cena akcija koja je poslednji put promenjena tokom 2011. godine ne može biti pouzdano merilo tekuće procene stanja i perspektive preduzeća. Kretanje tržišnih pokazatelja je isključivo rezultat ostvarenja koja su utvrđena na osnovu finansijskih izveštaja. Dobitak po akciji je u padu tokom perioda a privremeni rast poslovnog novčanog toka u 2012. godini se pretvorio u pad u 2013. godini. Preduzeće beleži i smanjenje stope prinosa na sopstveni kapital u poslednjoj godini.

Pored preduzeća iz prerađivačke industrije, u odabranoj grupi se nalazi preduzeće NIIS koje pripada sektoru rudarstva i preduzeće AERO koje posluje u okviru sektora saobraćaja. Pokazatelj *P/B* preduzeća NIIS je u padu iako tržišna cena akcija raste. Broj akcija u opticaju je nepromenjen tokom posmatranog perioda, sopstveni kapital raste,

što za posledicu ima rastuću knjigovodstvenu vrednost po akciji. Preduzeće beleži visok rast ukupnog sopstvenog kapitala u posmatranom periodu iako je osnovni kapital nepromenjen. Rast kapitala je rezultat rasta neraspoređene dobiti. Preduzeće u 2011. i 2012. godini ima gubitke iz prethodnih perioda koji se postepeno smanjuje i umanjuje vrednost kapitala, a već u 2013. godini preduzeće nema gubitak kao odbitnu stavku neto vlasničkog kapitala. Trogodišnji opadajući trend  $P/B$  pokazatelja je prisutan i u slučaju stope prinosa na kapital i rasta kapitala preduzeća. Izuzetno visok rast sopstvenog kapitala i visoka stopa prinosa na kapital u 2011. godini su u naredne dve godine u padu, ali i dalje na relativno visokom nivou. S obzirom na rast tržišne cene i  $P/E$  pokazatelja, očekivanja investitora su pozitivna. Jačanje dobitnih i cash flow performansi mereno dobitkom po akciji i poslovnim novčanim tokom po akciji navode na pozitivna očekivanja po pitanju buduće zarađivačke sposobnosti i ostvarivanja prinosa.

Broj akcija preduzeća AERO koje su bile u opticaju u posmatranom periodu se nije menjao. Ipak, ubrzano smanjenje neto dobitka tokom perioda je uticalo na smanjenje zarade po akciji, što je glavni razlog izuzetno visokog  $P/E$  pokazatelja u 2013. godini. Tržišna cena je nepromenjena iako informacije o visini i trendu neto dobitka ne ulivaju poverenje u poboljšanje zarađivačke sposobnosti preduzeća. Glavni razlog jeste nedostatak tražnje za ovim akcijama uprkos prisutnoj ponudi. Povećanje  $P/CF$  je rezultat smanjenja poslovnog novčanog toka po akciji. Blagi pad beleži i  $P/B$  pokazatelj zbog smanjenja kapitala. Slabljenje dobitka po akciji i poslovnog novčanog toka po akciji tokom perioda i pad stope prinosa na kapital na nivo koji je u 2013. godini ispod 1% investitorima šalje signal da je preduzeće sa finansijskim i poslovnim problemima rizično za ulaganje.

### **3.1.3.3. Izloženost odabranih preduzeća riziku**

Preduzeća sa većim rizikom imaju zahtevanu stopu prinosa na višem nivou jer investitori očekuju veći prinos kao nadoknadu za preuzeti rizik. Investitori koji ulažu u akcije preduzeća se susreću sa dve vrste rizika. Nesistemski rizik koji je specifičan za preduzeće je rezultat različitih dešavanja unutar preduzeća koje utiču na uspešnost poslovanja. Nesistemski rizik se može eliminisati diversifikacijom ulaganja u različite hartije od vrednosti, za razliku od sistemskog rizika koji proizilazi iz političkih, ekonomskih i drugih faktora na koje preduzeće ne može da utiče, stoga se ne može eliminisati prilikom ulaganja u akcije preduzeća. Merenje sistemskog rizika je veoma značajno kada se želi komponovati portfolio akcija.

Mera očekivane funkcijske veze koja postoji između prinosa pojedinačne akcije i tržišnog prinosa poznata je pod nazivom karakterističan pravac. Determinante karakterističnog pravca čine odsečak karakterističnog pravca na vertikalnoj osi i nagib karakterističnog pravca, što se može videti i u formuli 34.<sup>226</sup>

---

<sup>226</sup> Van Horne, J. C., Wachowicz, J. M., op. cit., str. 67.

$$R_i = \alpha + \beta * R_m \quad (34)$$

gde je:

$R_i$  – prinos akcije  $i$

$\alpha$  – koeficijent alfa

$\beta$  – koeficijent beta

$R_m$  – tržišni prinos

Odsečak karakterističnog pravca se na osi koja prati prinos pojedinačnih akcija meri koeficijentom alfa. Ukoliko bi prinos tržišnog portfolia iznosio nula, alfa je jednaka prinosu akcija pojedinačnog preduzeća. Teorijski bi alfa za prinos akcije preduzeća trebala iznositi nula, ali je u praksi najčešće iznad ili ispod nule. Preduzeća sa koeficijentom alfa iznad nule pokazuju da se može očekivati proces uravnotežavanja u pravcu rasta cena, pada očekivanog prinosa i približavanja alfa nuli. Obrnuto je u slučaju negativnog koeficijenta koji bi zbog izbegavanja akcija od strane investitora mogao uzrokovati pad cena akcija, rast očekivanog prinosa i približavanje odsečka nuli. Posmatrajući koeficijent alfa kao razliku prosečnog prinosa akcije preduzeća s jedne strane i proizvoda koeficijenta beta i prosečnog tržišnog prinosa s druge strane, primetno je da preduzeća sa negativnim prosečnim prinosom akcija u posmatranom periodu beleže negativan alfa koeficijent.

Prema jednofaktorskim modelima regresije, koeficijent beta se koristi za merenje sistematskog rizik i pokazuje stepen promene prinosa na akciju u odnosu na promenu tržišnog prinosa. Izračunavanje koeficijenta beta kao odnosa kovarijanse prinosa na akcije preduzeća  $i$ , i tržišnog prinosa  $m$ , prikazano je u formuli 35.<sup>227</sup>

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2} \quad (35)$$

gde je:

$\beta_i$  – koeficijent beta

$\sigma_{im}$  – kovarijansa prinosa na akcije preduzeća  $i$ , i tržišnog prinosa  $m$

$\sigma_m^2$  - varijansa tržišnog prinosa

Kao prosečno rizične akcije se definišu akcije koje se kreću u skladu sa tržišnim kretanjima. Koeficijent beta za ulaganje u tržišni portfolio na osnovu koga je utvrđena tržišna stopa prinosa je na nivou 1, dok je stepen rizika meren koeficijentom beta za ulaganje bez rizika jednak nuli. Preduzeća čiji je koeficijent beta jednak jedinici ukazuju na proporcionalno kretanje prinosa akcija promenama tržišnog prinosa. Koeficijent iznad jedan pokazuje da prinos na akcije preduzeća intenzivnije reaguje u odnosu na promene tržišnog prinosa. Beta koeficijent ispod jedan pokazuje da preduzeće ima niži sistemski rizik u odnosu na sistemski rizik posmatranog tržišta i intenzitet promena prinosa je slabiji u odnosu na promene tržišnog prinosa. Beta koja se izračunava na osnovu istorijskih podataka o prinosu akcija preduzeća i tržišnom prinosu tokom proteklog perioda se u cilju dobijanja bolje ocene beta koeficijenta može prilagođavati

<sup>227</sup> Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F., *Corporate Finance*, Mc Graw – Hill/Irwin, New York, 2006, str. 170.

uvažavajući finansijski rizik koji se meri odnosom duga i sopstvenog kapitala<sup>228</sup> ili nekim drugim ponderima.

Vrednost beta koeficijentata pojedinačnih preduzeća meri njihov doprinos ukupnom riziku posmatranog tržišnog portfolia. Učešće sistematskog i nesistematskog rizika je specifično za svako preduzeće i može se utvrditi na osnovu koeficijenta determinacije. U pitanju je statistički parametar  $R^2$  koji meri deo ukupne varijanse prinosa akcija preduzeća koji se može objasniti promenama tržišnih prinosa. Ostatak rizika koji se ne može objasniti sistemskim rizikom, odnosi se na rizik koji je specifičan samom preduzeću.

Deskriptivna i regresiona statistika prinosa odabranih preduzeća je prikazana u tabeli 58. Analizirano je šest preduzeća čije akcije se kotiraju na Beogradskoj berzi. Kao merilo prinosa pojedinačnih akcija preduzeća korišćene su promene tržišnih cena na dnevnom nivou. Za prinos tržišnog portfolia je korišćen prinos BELEXline indeksa Beogradske berze. Posmatrani su dnevni podaci o promeni prinosa akcija i tržišnog prinosa za period od 04.01.2011. do 31.12.2013. godine. Podaci su preuzeti iz dnevnih berzanskih izveštaja.<sup>229</sup>

Analizirajući stepen tržišnog rizika meren koeficijentom beta, može se zaključiti da najveći tržišni rizik beleže akcije preduzeća NIIS. U pitanju je preduzeće čiji je beta koeficijent jedini iznad jedan, što ukazuje na osetljivost privrednog sektora kome preduzeće pripada na ciklična kretanja u domaćoj privredi. Ukoliko bi se istorijski prinosi mogli očekivati i u budućim periodima, povećanje tržišnog prinosa u proseku za 1% bi uticalo na povećanje prinosa preduzeća za 1,23%.

Posmatrajući standardne devijacije i beta koeficijent posmatranih preduzeća, u najvećem broju slučajeva viša standardna devijacija je praćena i višim beta koeficijentom. Izuzetak je preduzeće FITO čija je standardna devijacija najviša u posmatranoj grupi, a beta koeficijent ispod 0,4. Pojedinačno investiranje u akcije preduzeća FITO je relativno rizično u odnosu na ostala posmatrana preduzeća, ali je njihov doprinos ukupnom riziku tržišnog portfolia relativno nizak.

Preduzeća RUBN i AERO beleže sistematski rizik na izuzetno niskom nivou tako bi se moglo reći da preduzeće nije osetljivo na promene tržišnog rizika. To potvrđuje i koeficijent determinacije koji za navedena preduzeća iznosi nula. Karakteristika ovih preduzeća jeste odsustvo prometa i najvećem broju dana za koje se promene prinosa akcija prate. Preduzeće AERO beleži blago smanjenje tržišne cene u oktobru 2011. godine nakon dnevnog prometa na nivou od 2,8%. Period koji sledi prate sporadične kupovine i prodaje akcija, ali po nepromenljivoj ceni. Ponuda akcija za prodaju je dominantna u odnosu na tražnju. Preduzeće RUBN u najvećem delu posmatranog vremenskog perioda od 756 dana ne beleži promet akcijama. Jedina promena je zabeležena na početku posmatranog perioda kada tržišna cena pada za 5,3%, nakon čega tržišna cena ostaje nepromenjena i u periodu koji sledi nakon analiziranog trogodišnjeg perioda.

---

<sup>228</sup> Ivanišević, M., op. cit., str. 280.

<sup>229</sup> Beogradska berza, Istorijski podaci, <http://www.belex.rs/trgovanje/istorijski>.

Tabela 58. Deskriptivna i regresiona statistika prinosa odabranih javnih društava

	NIIS	IMLK	BMBI	FITO	AERO	RUBN
Prosečan prinos	0,102	0,081	0,080	0,018	0,029	-0,007
Standardna devijacija	1,626	2,053	1,385	2,454	1,044	0,193
Varijansa	2,644	4,215	1,918	6,024	1,090	0,037
Kovarijansa	0,588	0,441	0,187	0,183	0,004	0,003
Koeficijent alfa	0,123	0,097	0,087	0,024	0,029	-0,007
Koeficijent beta	1,227	0,921	0,390	0,382	0,008	0,006
Koeficijent determinacije	0,273	0,096	0,038	0,012	0,000	0,000
$1 - R^2$	0,727	0,904	0,962	0,988	1,000	1,000
Koeficijent asimetrije	1,263	-0,143	2,402	0,0923	12,688	-27,500
Koeficijent spljoštenosti	11,358	23,900	32,790	13,543	282,996	756,000

Izvor: Obračun autora na osnovu podataka Beogradske berze

Analizirajući strukturu ukupnog rizika kome su ostala preduzeća izložena, primetno je da procentualno najveći sistemski rizik imaju akcije preduzeća NIIS sa 27,3%, zatim akcije preduzeća IMLK sa nepunih 10%. Ostala preduzeća beleže dominantno učešće nesistematskog rizika u ukupnom riziku, sa čak preko 95% tako da varijansa prinosa na akcije u najvećoj meri zavisi od performansi preduzeća. Koeficijent alfa je za većinu preduzeća iznad nule, tako da se može očekivati proces uravnotežavanja u pravcu rasta cena. Tržišne cene akcija u analiziranom trogodišnjem periodu posmatrane na dan bilansa beleže rast za preduzeća NIIS, BMBI i FITO, a koeficijent asimetrije navedenih preduzeća beleži pozitivne vrednosti. Posmatrajući negativne vrednosti koeficijenta alfa i koeficijenta asimetrije koje su zabeležene za preduzeće RUBN, može se reći da je prisutna veća verovatnoća ostvarenja negativnog prinosa. U pitanju je preduzeće čija se tržišna cena nakon pada na početku posmatranog perioda ne menja i koje ne beleži promet akcijama. Koeficijent asimetrije preduzeća IMLK (-0,143) je praćen promenljivim trendom tržišnih cena akcija preduzeća koje rastu u 2012. u odnosu na 2011., nakon čega beleže pad od 6% na dan bilansa 2013. godine.

### 3.2. Cash flow pristup vs. pristup vrednovanja zasnovan na dobitku

Investitori prate informacije o performansama preduzeća i u skladu sa vrstom informacija donose odluke o investiranju i eventualnom dezinvestiranju. Brojna istraživanja su se bavila vrstama informacija koje utiču na tržišnu vrednost akcija i donosiocima investicionih odluka. Odnos između cene akcije, iskazanog dobitka i novčanih tokova preduzeća je jedno od predmeta istraživanja u stručnoj literaturi. Rezultati studije koju su sprovedi *Francis, Schipper* i *Vincent*<sup>230</sup> pokazuju da je prinos na akcije u većoj korelaciji sa dobitkom nego sa neto novčanim tokom iz poslovanja, što pokazuje da novčani tokovi imaju manji informacioni značaj od dobitka kada je u pitanju vrednovanje kapitala. Pozitivna veza između dobitka i cene akcija se može pripisati značaju koji dobitak ima u procesu vrednovanja.

<sup>230</sup> Francis, J., Schipper, K., Vincent, L., The Relative and Incremental Explanatory Power of Earnings and Alternatives to Earnings Performance's Measures for Returns, *Contemporary Accounting Research*, vol. 20, br. 1/2003, str. 160.

Nichols i Wahlen<sup>231</sup> su pratili promene tržišnih cena nakon objavljivanja pozitivnog poslovnog rezultata ostvarenog tokom jedne godine. Rezultati istraživanja su pokazali da prosečna kompanija koja najavljuje povećanje dobitka u odnosu na prethodnu godinu ostvaruje prinos na akcije koji je veći u odnosu na prosečan tržišni prinos za oko 19,2%. Samo na osnovu najavljenog smanjenja dobitka u odnosu na prethodan obračunski period, kompanija ostvaruje prinos koji je za 16,4% manji u odnosu na prosečan prinos. Kada su u istoj studiji umesto promene dobitka posmatrali promene neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti, ostvareni prinosi kompanija su se u odnosu na prosečne vrednosti prinosa kretali u manjem rasponu od oko 15%. Najavljeno povećanje neto novčanog toka je uticalo da kompanije ostvaruju prinos koji je u odnosu na prosek veći za 11,3%. Smanjenje neto novčanog toka iz poslovanja u najavi, dovodi do smanjenja prinosa za 3,7% u odnosu na prosečan prinos.

Projektovani novčani tokovi su ključni u procesu vrednovanja, što ne znači da je izveštaj o novčanim tokovima najbolji za njihovu projekciju. Prema mišljenju nekih autora, informacije o dobitku preduzeća obezbeđuju bolju indikaciju o budućim novčanim tokovima, nego tekući novčani tokovi<sup>232</sup>. Analizirajući odnos dobitka, novčanih tokova i tržišne cene akcija, ističe se da analitičari koriste informacije o dobitku da bi procenili buduće novčane tokove, dok je procena budućeg cash flow-a osnova za procenu tržišne cene akcija.

Iako neto novčani tokovi nastali po osnovu poslovnih aktivnosti preduzeća predstavljaju relevantno merilo sposobnosti generisanja gotovine iz internih izvora, korisnici finansijskih izveštaja u svojoj finansijskoj analizi mogu upotrebljavati i alternativna merila novčanih tokova koja se zasnivaju na dobitku. Dobitak pre kamata, poreza i amortizacije (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization – EBITDA*) se u literaturi navodi kao jedno od merila poslovnog novčanog toka preduzeća. Opravdanost korišćenja dobitka kao merila sposobnosti generisanja novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti se može najbolje objasniti poređenjem vrednosti dobitka pre kamata, poreza i amortizacije i poslovnog neto novčanog toka sastavljenog u skladu sa računovodstvenim principima važećim za novčane tokove. Teorijski *EBITDA* može predstavljati ujedno i neto novčani tok iz poslovanja u nekom trenutku preduzeća. Kod preduzeća koja imaju značajnije izdatke po osnovu kamata i poreza, kao i promene vrednosti obrtnih sredstava i kratkoročnih obaveza iz poslovanja, opravdanost *EBITDA* kao merila cash flow performansi se dovodi u pitanje. Odlivi po osnovu plaćene kamate i poreza umanjuju vrednost neto novčanog toka koji se utvrđuje na osnovu izveštaja o novčanim tokovima, tako da se *EBITDA* može smatrati precejenjenim merilom neto toka gotovine iz poslovanja.

Korigovanjem neto dobitka za negotovinske rashode i prihode, dobija se vrednost koja se u literaturi takođe koristi kao merilo ostvarenog neto novčanog toka preduzeća u posmatranom obračunskom periodu.<sup>233</sup> Prilikom izračunavanja visine neto novčanog toka (*Net Cash Flow*), poznate i kao tradicionalan novčani tok, uglavnom se neto dobitak uvećava za iznos troškova amortizacije, jer su to vrednosno najznačajniji rashodi koje ne prati odliv gotovine u periodu za koji se neto dobitak iskazuje. Shodno

---

<sup>231</sup> Nichols, D.C., Wahlen, J., How do Earnings Numbers Relate to Stock Returns? A Review of Classic Accounting Research with Updated Evidence, *Accounting Horizons*, vol. 18, br. 4/2004, str. 274.

<sup>232</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V., str., op. cit., str. 204.

<sup>233</sup> Brigham, E., Houston, J., op. cit., str. 44.

prethodnim postupcima, utvrđivanje slobodnog novčanog toka se zasniva na poziciji bilansa uspeha neto poslovnom dobitku nakon oporezivanja (*Net Operating Profit after Taxes - NOPAT*) kao merilu neto novčanog toka iz poslovanja. Neto novčani tok, *NOPAT* i *EBITDA* ne uključuju uticaj promene neto obrtne imovine na novčane tokove, tako da je postupak korekcije neto dobitka i svodenja na neto novčani tok iz poslovanja tek započet. Na osnovu elemenata bilansa uspeha i bilansa stanja je moguće utvrditi pouzdan iznos poslovnog novčanog toka ukoliko se obuhvate svi oblici korekcije koji su u skladu sa zahtevima indirektno metode sastavljanja izveštaja o novčanim tokovima.

Sa aspekta informacione vrednosti, promena dobitka je značajnija u odnosu na promenu neto novčanog toka. Zaključak se obrazlaže činjenicom da negativna promena dobitka, skoro uvek predstavlja negativnu vest za investitora, za razliku od informacije da je neto novčani tok iz poslovanja smanjen, što može biti protumačeno u negativnom, ali i pozitivnom kontekstu. Ono što se dešava u praksi, a neke od novijih studija<sup>234</sup> su to i dokazale, jeste da investitori nepravilno koriste raspoložive informacije prilikom predviđanja budućih dobitnih performansi preduzeća i oslanjaju se isključivo na iskazani dobitak. To za posledicu ima da investitori precenjuju vrednost akcija ukoliko su dobitne performanse relativno visoke, a potcenjuju ih ako je nivo dobitka relativno nizak. Opisani rezultati istraživanja idu u prilog zaključku da koncept novčanih tokova, pored upotrebne vrednosti koju ima ne treba koristiti kao zamenu, već isključivo kao dopunu konceptu dobitka koji je zasnovan na obračunskoj osnovi.

---

<sup>234</sup> Lundholm, R., Sloan, R., op. cit., str. 291.



## IV NOVČANI TOKOVI U FUNKCIJI ODLUČIVANJA

Donošenje poslovno finansijskih odluka je osnovna aktivnost menadžmenta preduzeća. Za razliku od kratkoročnih odluka koje se donose u cilju boljeg korišćenja raspoloživih sredstava u pravcu ostvarenja posebnih ciljeva preduzeća, dugoročne odluke su strateškog karaktera. Osnovna karakteristika dugoročnih odluka jeste činjenica da pokreću značajna finansijska sredstva, jer se odnose na rast i razvoj preduzeća. Često deluju na promenu proizvodnog i prodajnog kapaciteta, menjaju orijentaciju proizvodno-prodajnog programa i tako utiču na profitabilnost i dugoročnu finansijsku sigurnost preduzeća.<sup>235</sup> Kapitalna ulaganja u cilju održavanja i proširenja poslovnih kapaciteta, ulaganja u nove proizvode, ulaganja u cilju pristupa novim tržištima, ali i plasmani u hartije od vrednosti, posmatraju se kao izvori prinosa i faktor povećanja tržišne vrednosti preduzeća.

Proces upravljanja preduzećem podrazumeva donošenje brojnih odluka iz područja održavanja i rasta tekuće poslovne aktivnosti, investiranja i finansiranja. Kao ključne odluke menadžmenta kompanije se u literaturi najčešće pominju odluke koje se odnose na investiranje, finansiranje i upravljanje imovinom. Područja odlučivanja koja se odnose na sticanje imovine, njeno finansiranje i upravljanje su međusobno povezana područja. Odluka o sticanju imovine zahteva finansiranje i upravljanje imovinom. Isto tako, troškovi nastali usled finansiranja i upravljanja utiču na odluku o investiranju.

Informaciona utemeljenost odluka koje stejkholderi preduzeća donose predstavlja ishodišnu pretpostavku kvalitetnog odlučivanja.<sup>236</sup> Brojna istraživanja sprovedena u zemljama sa razvijenom računovodstvenom praksom su pokazala da korisnici informacija za potrebe odlučivanja računovodstvene informacije rangiraju na više mesto od informacija iz drugih izvora. Anketirani menadžeri su računovodstvo rangirali kao najvažniji kurs za buduće menadžere.<sup>237</sup> Finansijski izveštaji zadovoljavaju raznovrsne informacione potrebe većine stejkholdera, pre svega opšte potrebe koje su povezane sa procesom donošenja odluka.

Efekti upravljačkih odluka se mogu videti u performansama preduzeća. Finansijski izveštaji se mogu posmatrati kao rezultat efikasnosti odluka donetih u posmatranom period. Isto zato, finansijski izveštaji predstavljaju značajnu osnovu za donošenje budućih odluka, pre svega u domenu pribavljanja i upotrebe kapitala. Donošenje većine odluka se vezuje za sagledavanje i ocenu mogućnosti finansiranja potreba preduzeća i ocenu usklađenosti izvora i upotrebe novčanih sredstava, dajući na značaju izveštaju o novčanim tokovima koji upravo izražava efekat svih poslovnih, investicionih i finansijskih odluka donetih tokom posmatranog perioda.

---

<sup>235</sup> Vukelić, G., op.cit, str. 18.

<sup>236</sup> Malinić, D., *Finansijsko izveštavanje kao determinanta kvaliteta korporativnog upravljanja*, op. cit., str. 334.

<sup>237</sup> Stevanović, N., *Finansijsko-izveštajna odgovornost u kontekstu EU, međunarodnog i novog domaćeg regulatornog okvira*, op. cit., str. 229.

## **1. INVESTICIONE ODLUKE**

### **1.1. Kapitalna ulaganja**

Investicione odluke pripadaju grupi najvažnijih odluka koje menadžment kompanije mora da donese. Posledice kvaliteta investicionih odluka koje su donete su dugoročnog karaktera. Efekti donetih odluka na poslovno finansijski status, dugoročnu zarađivačku i finansijsko-strukturnu poziciju preduzeća su različiti u zavisnosti od toga da li su odluke dobre ili loše.<sup>238</sup> Pod investicijama preduzeća se mogu posmatrati izdaci na ime kapitalnih ulaganja, integracija, akvizicija, istraživanja i razvoja i finansijski plasmani. Investicioni izdaci mogu biti realizovani u cilju održavanje postojeće imovine, kao i u cilju rasta preduzeća. Iako procena kapitalnih izdataka podrazumeva uključivanje internih i eksternih investicija preduzeća, u ovom delu disertacije se pod kapitalnim ulaganjima misli na kapitalne izdatke koji predstavljaju rezultat internih investicija. Naredni deo rada obuhvata analizu novčanih tokova u cilju donošenja odluka o eksternim investicijama u obliku integracija i akvizicija.

Investiciona odluka započinje prepoznavanjem investicionih mogućnosti koje se često nazivaju projektima kapitalnih ulaganja. Kapitalni izdaci vrednosno predstavljaju najznačajniji deo investicionih ulaganja. Nakon aktivnosti identifikovanja, slede procena, izbor i odobravanje investicionih projekata koji bi trebali da omoguće ostvarenje dugoročnih ciljeva preduzeća i njegovo kontinuirano poslovanje. Pre donošenja investicione odluke, za svako potencijalno ulaganje je potrebno proceniti očekivane buduće koristi i ako su koristi veće od troškova kapitala kojim se ulaganje finansira, ulaganje se može posmatrati kao unosno, a odluka o ulaganju opravdana. S obzirom investiciono odlučivanje podrazumeva odlučivanje o visini ulaganja, investicione odluke se u literaturi nazivaju i odluke o budžetiranju kapitala.

Budžetiranje kapitala predstavlja proces donošenja odluka o dugoročnim investicijama u realnu ili finansijsku imovinu preduzeća. Proces u kome se odlučuje da li ulagati u investicioni projekat ili ne podrazumeva ispitivanje ekonomske i finansijske efikasnosti projekata preduzeća. U tu svrhu se mogu koristiti različiti ekonomski i finansijski kriterijumi odlučivanja. Većina tih kriterijuma se zasniva na tehnicima vremenske vrednosti novca i podrazumeva izračunavanje sadašnje vrednosti očekivanih novčanih učinaka projekata. Primena cash flow koncepta kao osnove za odlučivanje o profitabilnosti investicionih projekata je primerena specifičnostima kapitalnog budžetiranja. Investicione odluke su pojedinačnog karaktera i njihova realizacija se odvija u dužem vremenskom periodu, pa je sučeljavanje priliva i odliva gotovine po projektima i primena dinamičkih metoda za ocenu i rangiranje investicionih projekata ključno za ispravnost odluke o izboru projekta.

Tekuće investicione odluke za rezultat imaju generisanje novčanih sredstava u budućim periodima. Njihova realizacija zavisi od izvora gotovine koji su na raspolaganju za finansiranje ulaganja. Bez obzira na iskazanu profitabilnost preduzeća, negativni neto novčani tok tokom više perioda preduzeće dovodi u situaciju da nije u mogućnosti da sprovede investicione, finansijske, čak ni poslovne odluke, čime se narušava kontinuitet poslovanja. Bez stabilnih izvora gotovine na zadovoljavajućem nivou nema realne

---

<sup>238</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V., op. cit., str. 448.

osnove za donošenje bilo koje vrste odluka. Pozitivni i stabilni novčani tokovi iz poslovanja i finansiranja ukazuju na sposobnost generisanja gotovine i mogućnost pristupa eksternim izvorima, na osnovu čega se i može razmišljati pre svega o aktivnostima investicionih ulaganja. Analiza novčanih tokova može biti prikladan instrument za analizu investicionih alternativa, određivanje kritične tačke i izbor najpovoljnijeg rešenja poređenjem sadašnje vrednosti novčanih tokova po osnovu investicionih ulaganja.<sup>239</sup>

Brealey smatra da je preduzeće u kome se od menadžera koji donosi investicione odluke traži utvrđivanje neto sadašnje vrednosti (*Net Present Value - NPV*) potencijalne investicije, dobro preduzeće. Neto sadašnja vrednost i interna stopa prinosa su najčešće korišćena pravila za donošenje investicionih odluka i zasnovane su na diskontovanim novčanim tokovima. Istraživanje iz 2001. godine je pokazalo da 75% preduzeća odluke o realizaciji investicionih projekata donose uvek, ili skoro uvek na osnovu neto sadašnje vrednosti.<sup>240</sup> Značaj metode neto sadašnje vrednosti za merenje profitabilnosti ulaganja se tumači činjenicom da investiciona aktivnost preduzeća zavisi od efektivnih novčanih tokova po osnovu investiranja. Neto sadašnja vrednost investicionog projekta je jednaka sadašnjoj vrednosti budućih novčanih tokova umanjenoj za početna ulaganja i može se izraziti na način prikazan u formuli 36.<sup>241</sup>

$$NPV = \sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+r)^t} - C \quad (36)$$

gde je:

NPV – neto sadašnja vrednost

CF – očekivani novčani tok

r – diskontna stopa

t – ekonomski vek trajanja investicionog projekta

C – početna investicija

Neto sadašnja vrednost je mera neto vrednosti periodičnih novčanih tokova i u zavisnosti od njene pozitivne ili negativne vrednosti se donosi odluka o isplativosti investicija. Investicija je opravdana sa neto sadašnjom vrednošću koja je jednaka ili veća od nule. Na godišnjem nivou se procenjuju očekivane vrednosti novčanih odliva po osnovu investicionih ulaganja i priliva gotovine kao očekivanih efekata eksploatacije projekta. Diskontovanjem se buduća neto novčani tokovi svode na neto sadašnju vrednost, po osnovu koje se procenjuje da li su ulaganja isplativa sa aspekta profitabilnosti ili ne. Ukoliko postoji razlika između ukupne sadašnje vrednosti budućeg neto novčanog toka iz investicija i tekućih novčanih ulaganja, ulaganje je profitabilno na nivou željene prinosa stope koja je korišćena kao diskontna stopa. Uz pretpostavku da je sadašnja vrednost neto očekivanog novčanog toka jednaka ili veća od tekućih ulaganja, metoda neto sadašnje vrednosti može biti od pomoći u pronalaženju najpovoljnijeg načina ulaganja sa aspekta profitabilnosti.

---

<sup>239</sup> Ranković, J., *Upravljanje finansijama preduzeća*, op. cit., str. 166.

<sup>240</sup> Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F., op. cit., str. 87.

<sup>241</sup> Damodaran, A., *Korporativne finansije – teorija i praksa*, Modus – Centar za statistička istraživanja i prognoze, Podgorica, 2007, str. 296.

Neto sadašnja vrednost ima nekoliko važnih karakteristika koje je čine atraktivnim pravilom za donošenje investicionih odluka. Pored činjenice da se neto sadašnje vrednosti pojedinačnih projekata mogu sabirati, utvrđivanje neto sadašnje vrednosti se vrši uz diskontnu stopu koja predstavlja minimalno zahtevanu stopu prinosa. Metod neto sadašnje vrednosti se može primenjivati i u slučaju promena ročnih struktura i kamatnih stopa.<sup>242</sup> Osnovni nedostatak koji se ogleda u tome da je neto sadašnja vrednost apsolutna vrednost, može se nadoknaditi korišćenjem sadašnje vrednosti neto novčanih tokova po osnovu realizacije investicije i sadašnje vrednosti kapitalnih izdataka u indeksnoj formuli. Indeks koji pokazuje odnos sadašnjih vrednosti pomenutih kategorija je poznat kao indeks rentabilnosti. Indeks koji je jednak ili veći od jedan pokazuje da je neto sadašnja vrednost pozitivna i da se takav projekat može uzeti u razmatranje sa aspekta finansijske isplativosti.<sup>243</sup>

Očekivani novčani tokovi po osnovu ulaganja i realizacije projekta su osnovna determinanta i metode interne stope prinosa koja daje procentualnu meru prinosa na investicije. Interna stopa prinosa (*Internal Rate of Returne – IRR*) je diskontna stopa koja sadašnju vrednost očekivanog neto novčanog toka od eksploatacije tokom veka trajanja projekta izjednačava sa početnim kapitalnim ulaganjima. U pitanju je diskontna stopa koja neto sadašnju vrednost investicije svodi na nulu.

$$C = \sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (37)$$

gde je:

CF – očekivani novčani tok

r – diskontna stopa

t – ekonomski vek trajanja investicionog projekta

C – početna investicija

Dva pristupa koja preduzeća najčešće koriste kod investicione analize su zasnovana na istim determinantama, tako da bi i zaključak o opravdanosti investicije trebao biti isti. Ipak, postoje situacije u kojima se investicioni projekti mogu rangirati različito u zavisnosti od izabranog pravila, i to uglavnom kada je kapital za investiranje ograničen, a projekti su međusobno zavisni. Sa stanovišta rangiranja međusobno isključivih projekata koji se razlikuju po iznosu kapitalnog ulaganja, pristup neto sadašnje vrednosti je prihvatljiviji od metoda interne stope prinosa. Ukoliko je razlika između alternativnih međusobno zavisnih projekata u dužini veka trajanja projekta, superiornost je takođe na strani neto sadašnje vrednosti<sup>244</sup>.

Metoda povraćaja i metode računovodstvene stope prinosa kao statičke metode ocene i rangiranja investicionih projekata su prisutne u praksi. Njihova upotreba kao pravila za donošenje investicionih odluka od strane menadžmenta preduzeća je stvar afiniteta menadžment tima i nastojanja da se koristi nekoliko različitih pristupa. Prinos na kapital

---

<sup>242</sup> Ibid, str. 298.

<sup>243</sup> Krasulja, D., Ivanišević, M., op. cit, str. 302.

<sup>244</sup> Ibid, str. 314.

je jedna od računovodstvenih mera prinosa investicionih ulaganja koja se tradicionalno koristi u investicionoj analizi. Savremena preduzeća koja su svesna značaja analize novčanih tokova umesto prinosa koji je zasnovan na tokovima rentabiliteta, koriste stope novčanog prinosa na kapital. Poslovni novčani tok se u tom slučaju koristi kao merilo prinosa umesto nekog oblika zarade.

Uz efikasno tržište kapitala i lako dostupne izvore finansiranja bez transakcijskih troškova, preduzeća bi bila u mogućnosti da prikupljaju neophodna sredstva kada se pojavi potreba za kapitalnim ulaganjima. Ipak, troškovi pristupanja izvorima gotovine sa tržišta kapitala i ograničenja interne i eksterne prirode karakterišu stvarnost poslovanja preduzeća u savremenom društvu. Zbog tih ograničenja preduzeća drže gotovinu kako bi finansirala buduća ulaganja. Potreba za držanjem gotovine je najveća u preduzećima sa značajnim investicionim potrebama i visokim stepenom nesigurnosti po pitanju veličine ovih potreba. Ukoliko je preduzeću kapitalno ulaganje značajnog materijalnog iznosa neophodno, ali ne postoji neizvesnost po pitanju perioda realizacije ulaganja, nije potrebno držati više gotovine jer se eksterno finansiranje može obezbediti blagovremeno. Preduzeća koja imaju lakši i jeftiniji pristup tržištu kapitala trebala bi držati manje gotovine za buduća ulaganja. Preduzeća koja posluju u zemljama čija su tržišta u razvoju drže proporcionalno više gotovine od preduzeća koja posluju na razvijenim tržištima kapitala.<sup>245</sup>

Brojna istraživanja ispituju i dokazuju povezanost nivoa investicionih izdataka i visine interno generisanog neto novčanog toka u pozitivnom smislu. Različita istraživanja na različite načine interpretiraju odgovor na pitanje zašto je nivo investicionih izdataka povezan sa visinom interno generisanog novčanog toka. Neto novčani tok iz poslovanja koji u većini posmatranih perioda prevazilazi ulaganja u nabavku fiksne imovine, pokazuje da je reč o preduzeću koje nije visoko kapitalno intenzivno. Kapitalno intenzivne kompanije imaju potrebu za eksternim izvorima finansiranja kako bi uspele da finansiraju kapitalne izdatke u celini.<sup>246</sup>

## 1.2. Integracije i akvizicije

### 1.2.1. Analiza novčanih tokova u cilju preduzimanja integracija i akvizicija

Integracije i akvizicije predstavljaju kombinaciju sredstava dve ili više kompanija ili drugih pravnih lica u kojoj ostaje samo jedna kompanija. U slučaju merdžera kompanija koja se integrisala prestaje da postoji, dok kompanija kupac zadržava pravni identitet, preuzima imovinu i obaveze integrisanog preduzeća. Kompanija je u vlasništvu akcionara oba preduzeća, pri čemu akcionari pripojenog preduzeća razmenjuju svoje za akcije preduzeća kupca.<sup>247</sup> Transakcija udruživanja u kojoj akcionari udruženog preduzeća razmenjuju posedovane akcije za akcije novonastalog preduzeća je poznata kao konsolidacija.

---

<sup>245</sup> Damodaran, A., *Damodaran o valuaciji - Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne finansije*, op. cit., str. 329.

<sup>246</sup> Stickney, C., Brown, P., Wahlen, J., op. cit., str. 139.

<sup>247</sup> Gogan, P.A., *Integracije, akvizicije i restrukturiranje korporacija*, Prometej, Novi Sad, 2004, str. 24.

Strateška akvizicija se ostvaruje kada jedna kompanija kupuje drugu kao deo svoje celokupne poslovne strategije, a troškovna prednost, povećanje proizvodnje i tržišna dominacija se mogu navesti kao strateški razlozi kupovine<sup>248</sup>, na osnovu čega se očekuje unapređenje poslovanja i povećanje vrednosti preduzeća. U literaturi su poznate akvizicije akcija i akvizicije sredstava kao oblici pravnog sticanja drugog entiteta. Akvizicije akcija (*Stock Acquisitions*) predstavljaju jedan od načina sticanja drugog preduzeća u kome preduzeće kupac kupuje akcije od akcionara ciljnog preduzeća. Akvizicija sredstava (*Asset Acquisitions*) podrazumeva kupovinu sredstava ciljnog preduzeća koje nakon izmirenja obaveza i isplate likvidacionih dividendi prestaje da postoji.<sup>249</sup>

Finansijski faktori mogu biti ključni motiv za integracije i akvizicije. Ukoliko finansijska analiza kupca o ciljnom preduzeću pokaže da je vrednost ciljnog preduzeća potcenjena, analizirano preduzeće predstavlja predmet razmatranja o preuzimanju. Poželjne finansijske karakteristike ciljne kompanije koje kupci mogu koristiti kao sliku finansijskog stanja jesu:

- Brzo rastući priliv gotovine i zarade,
- Niska cena u odnosu na zaradu,
- Tržišna vrednost niža od knjigovodstvene vrednosti,
- Visoka likvidnost,
- Niski koeficijenti leveridža.<sup>250</sup>

Brzo rastući priliv gotovine i zarade je najpoželjnija finansijska karakteristika ciljne kompanije. Budući priliv gotovine je najdirektnija korist koju kupac može da dobije od akvizicije, tako da rastući istorijski trend ovih vrednosti može da bude indikator njihovog visokog nivoa u budućnosti. Pokazatelj *P/E* koji je nizak u odnosu na nivo u poslednje dve do tri godine može ukazivati na to da je kompanija relativno jeftina. Nizak koeficijent je uopšteno govoreći poželjan pokazatelj ciljne kompanije. Pad cene akcije i nizak nivo koeficijenta može da odražava privremeno potcenjenu vrednost kao posledicu smanjenog interesovanja investitora i priliku za akviziciju, ali može biti i posledica smanjene sposobnosti preduzeća da ostvari zaradu u budućnosti. Dodatna likvidnost je poželjna u slučaju integracija i akvizicija koje se finansiraju iz pozajmljenih izvora jer likvidnost ciljne kompanije može da bude važan faktor za pokrivanje sopstvenih finansijskih izdataka nakon integracije. Koeficijenti koji pokazuju odnos duga i kapitala na nižem nivou su poželjni jer ukazuju na niži nivo rizika i mogućnost novih zaduženja kojima bi se mogle finansirati transakcije integracija i akvizicija. Ukoliko poslovni dobitak zaostaje za rastom poslovnog novčanog toka, to bi moglo da signalizira da preduzeće stvara latentne rezerve za naredne periode. Otkrivanje preduzeća sa značajnim skrivenim rezervama od strane investitora ta preduzeća bi učinila veoma atraktivnom metom za preuzimanje.<sup>251</sup>

Preduzeća sa utrživom imovinom čija cena akcija opada su podložna za preuzimanje. Preduzeće sa rastućom cenom akcija takođe može poslovati uspešnije nakon

---

<sup>248</sup> Van Horne, J.C., Wachowicz, J.M., op. cit., str. 597.

<sup>249</sup> Todorović, M., *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2010, str. 87.

<sup>250</sup> Gogan, P.A., op. cit., str. 753.

<sup>251</sup> Malinić, D., *Prepoznavanje bilansnih rizika*, op. cit., str. 168.

preuzimanja i maksimizirati vrednost za akcionare.<sup>252</sup> U tom slučaju ciljna kompanija postaje skuplja tako da je potencijalnim investitorima potrebno više napora da akcionare ubede u eventualno loše upravljanje menadžmenta i postojanje uspešnijeg načina poslovanja.

Analiza izveštaja koji pokazuje uticaj poslovnih aktivnosti, investiranja i finansijskih odluka na gotovinsku poziciju preduzeća i ostalih finansijskih izveštaja, analitičarima integracija i akvizicija omogućava procenu sposobnosti preduzeća da ostvari neto novčane prilive koji bi se u budućim periodima mogli iskoristiti za eventualnu otplatu preuzetog ili duga nastalog u cilju finansiranja realizacije tih transakcija. Sposobnost generisanja gotovine i obezbeđivanja adekvatnih izvora finansiranja je ključan faktor realizacije integracija i akvizicija. Projekcija priliva gotovine koja je zasnovana na realnim pretpostavkama predstavlja jedan od ključnih komponenti finansijske analize kandidata za integracije i akvizicije.

Istraživanja su pokazala da gotovinom bogate kompanije češće pristupaju integraciji i akviziciji drugih preduzeća. Prednost akumuliranja gotovine je naročito izražena ukoliko je gotovina redak resurs, a pristup tržištima kapitala ograničen. Gotovina se može posmatrati i kao strateško oružje koje preduzeća mogu iskoristiti u budućim transakcijama integracija i akvizicija. *Damodaran*<sup>253</sup> daje primer tržišta u razvoju gde preduzeća gotovinu akumuliraju i koriste tokom finansijske krize za kupovinu preduzeća koja se nalaze u finansijskim teškoćama po povoljnijoj ceni.

Slobodan novčani tok može biti relevantan faktor koji utiče na donošenje odluke o integracijama i akvizicijama. Rezultati mnogih istraživanja su pokazali da su preduzeća sa visokim slobodnim novčanim tokom sklona sprovođenju akvizicija, pri čemu tzv. *cash rich* akvizicije često prati slabljenje poslovnih performansi preduzeća. Činjenica je da preduzeća sa velikim gotovinskim pozicijama često rasipaju gotovinu jer preduzimaju loša investiciona ulaganja i preplaćuju gotovinske transakcije integracija i akvizicija. Postoje dokazi da se nakon akvizicije od strane gotovinom bogate kompanije vrednost kompanije smanjuje. Pad poslovnih performansi je zabeležen i kod kompanija ponuđača merdžera koje imaju višak gotovine.<sup>254</sup>

Teorija slobodnog priliva gotovine kod integracija i akvizicija pokazuje da će se preduzeća koja imaju neiskorišćene kapacitete kreditiranja i veliki slobodan priliv gotovine pre založiti za preuzimanja. *Gogan* navodi rezultate istraživanja koji pokazuju da horizontalne integracije mogu da kreiraju vrednost jer je isplata gotovine akcionarima ciljne kompanije način na koji se gotovina odliva. Integracije izvan svoje oblasti privrede mogu da imaju nizak ili negativan profit jer upravljački tim vodi kompaniju u oblasti izvan upravljačkog znanja. Kompanije sa visokim slobodnim novčanim tokom su i same postajale ciljne kompanije kao posledica kretanja na tržištu osamdesetih godina.<sup>255</sup>

---

<sup>252</sup> Gogan, P.A., op. cit., str. 690.

<sup>253</sup> Damodaran, A., *Damodaran o valuaciji - Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne finansije*, op. cit., str. 330.

<sup>254</sup> Harford, J., Corporate Cash Reserves and Acquisitions, *The Journal of Finance*, vol. 54, br. 6/1999, str. 1995.

<sup>255</sup> Gogan, P.A., op. cit., str. 705.

S obzirom da vrednovanje predstavlja glavni deo analize integracija i akvizicija, preduzeće koje kupuje mora odlučiti koja je fer vrednost ciljanog preduzeća pre nego što predstavi svoju ponudu. Ciljano preduzeće takođe mora utvrditi svoju razumnu vrednost pre nego što odluči o prihvatanju ili odbijanju ponude. Vrednovanje za integracije i akvizicije može biti usmereno na novčane tokove i tokove rentabiliteta, jer neto novčani priliv gotovine i zarada odražavaju cenu koju je kupac spreman da plati. Sadašnja vrednost budućeg neto priliva gotovine preduzeća očekivanog nakon pripajanja se diskontuje prosečnom cenom kapitala. S obzirom da preduzeće kome se pripaja preuzima i dugoročne i kratkoročne obaveze, spremno je da za sopstveni kapital preduzeća koje preuzima plati u visini razlike između sadašnje vrednosti neto novčanog priliva i vrednosti obaveza.<sup>256</sup>

Imovina i obaveze preduzeća koje je predmet kupovine se vrednuju po fer vrednosti, tako da nije neuobičajena situacija u kojoj iznos koji se plaća za akviziciju preduzeća prelazi knjigovodstvenu vrednost kapitala tog preduzeća. Cena koja se plaća za sticanje preduzeća reflektuje ekonomske koristi koje se očekuju u budućnosti, tako da ukoliko preduzeće pristaje na plaćanje premije, znači da ocenjuje da su akcije preduzeća koje se kupuje potcenjene, nakon čega uglavnom sledi rast tržišnih cena akcija koji pogoduje vlasnicima oba preduzeća. Premija koju preduzeće plaća preko knjigovodstvene vrednosti neto imovine preduzeća koje se kupuje, poznata je pod nazivom gudvil (*Goodwill*) i predstavlja nematerijalno ulaganje preduzeća koje vrši akviziciju. Prema mišljenju Damodarana<sup>257</sup>, gudvil obuhvata uticaj više varijabli. Osim razlike po osnovu tekuće tržišne vrednosti postojeće imovine koja je veća od njene knjigovodstvene vrednosti, gudvil obuhvata i vrednost sredstava rasta i premiju iznad vrednosti koju je sticalac platio za stvarnu ili pretpostavljenu sinergiju.

Posmatranjem neto novčanih tokova koji se tokom narednih perioda očekuju po osnovu akvizicije, njihovim svođenjem na sadašnju vrednost i poređenjem sa tekućim ulaganjima, dobija se maksimalna vrednost koju posmatrano preduzeće može platiti za kupovinu drugog preduzeća, a da interesi vlasnika ne budu ugroženi. S obzirom na sinergijske efekte koje bi procena novčanih tokova trebalo da obuhvati, može se reći da nije jednostavno pouzdano proceniti buduće novčane tokove po osnovu akvizicije.<sup>258</sup> Slobodan novčani tok je često izbor analitičara prilikom utvrđivanja vrednosti ciljane kompanije. Reč je o slobodnom poslovnom novčanom toku koji će imovina generisati u budućnosti umanjenom za očekivana kapitalna ulaganja. Kako izbor merila slobodnog novčanog toka u procesu vrednovanja zavisi od toga šta je predmet vrednovanja, prilikom sticanja neke kompanije ili njenog dela se kao cash flow merilo koristi slobodan novčani tok za kreditore i akcionare.

### 1.2.2. Efekti integracija i akvizicija na strukturu novčanih tokova

Odlukom vlasnika i menadžmenta preduzeća, slobodna novčana sredstva mogu biti plasirana u integraciju i akviziciju. Transakcije integracije i akvizicije se u tom slučaju posmatraju kao investicije po osnovu koje se može očekivati povećanje vrednosti za vlasnike i vrednosti preduzeća u celini. Ukoliko se prilikom vrednovanja kompanije

---

<sup>256</sup> Krasulja, D., Ivanišević, M., op. cit, str. 486.

<sup>257</sup> Damodaran, A., *Korporativne finansije – teorija i praksa*, op. cit., str. 78.

<sup>258</sup> Van Horne, J.C., Wachowicz, J.M., op. cit., str. 604.



uzima u obzir i deo rasta po osnovu akvizicija, neophodno je da se ukupni troškovi akvizicije posmatraju kao deo neto kapitalnih izdataka. Uračunavanje koristi po osnovu rasta prihoda i zarada od akvizicija uz zanemarivanje povezanih troškova vodi precenjivanju preduzeća. Precenjivanje ili potcenjivanje je moguće i u situacijama kada akvizicije nisu pošteno vrednovane.

Jedan od pozitivnih efekata integracija odnosi se na smanjenje rizika ulaganja. Smanjenjem varijabilnosti novčanih tokova i dobitka, smanjuje se i rizik, ali se to može postići ukoliko postoji negativna korelacija novčanih i tokova rentabiliteta između preduzeća koja učestvuju u transakcijama integracija.<sup>259</sup> Integracija i akvizicija preduzeća sa viškom gotovine i ograničenim projektnim prilikama sa jedne strane i preduzeća sa ograničenom gotovinom i projektima visokog prinosa sa druge strane, za efekat može imati višu vrednost preduzeća i veću vrednost za akcionare. Viši novčani tokovi mogu biti nagrada kod finansijskih sinergija.<sup>260</sup> Nije retka situacija da nakon akvizicije nastaju neto novčani tokovi po osnovu prodaje imovine koja preduzeću nije neophodna, ali se na taj način ne narušava kontinuitet i normalno funkcionisanje poslovanja preduzeća.

Ukoliko integracije i akvizicije umanjuju varijabilnost i podstiču stabilnost novčanih tokova i dobitka, preduzeće ima mogućnost privlačenja novih investitora i povoljniji pristup novim izvorima finansiranja. Jačanjem finansijske strukture preduzeća nakon integracija i akvizicija, snižava se prosečna cena kapitala. Niži troškovi finansiranja uz pozitivan efekat oporezivanja dodatno utiču na snižavanje prosečnih troškova finansiranja.

Sticanje imovine po osnovu akvizicije se posmatra kao investiciono ulaganje, a novčani odlivi po osnovu plaćanja imovine predstavljaju deo investicionih aktivnosti preduzeća i iskazuju se u investicionom delu izveštaja o novčanim tokovima. Iznos gotovine isplaćene ili primljene kao nadoknada za dobijanje ili gubitak kontrole nad zavisnim entitetima ili drugim preduzećima, prikazan je zbirno u izveštaju o tokovima gotovine, ali umanjeno za gotovinu i gotovinske ekvivalente stečene ili otuđene u okviru tih transakcija.<sup>261</sup> S obzirom da se u investicionom delu izveštaja prikazuje samo zbirni tok gotovine koji nastaje po osnovu sticanja ili otuđenja preduzeća, potrebno je u napomenama uz finansijske izveštaje detaljno navesti koji delovi imovine čine predmet sticanja, njihove pojedinačne fer vrednosti i uticaj sticanja na novčane tokove. Preduzeća treba da klasifikuju novčane tokove koji nastaju po osnovu sticanja i otuđenja zavisnih preduzeća ili drugih poslovnih jedinica kao neto novčane tokove po osnovu investicionih aktivnosti, ali i da ih prezentuju odvojeno u odnosu na ostale investicione novčane tokove.<sup>262</sup>

Kada kupovinom nekog preduzeća kupac stiče sredstva, kapital i obaveze, očekivano je da u trenutku akvizicije dođe do povećanja rezultata poslovanja i neto novčanog toka,

---

<sup>259</sup> Krasulja, D., Ivanišević, M., op. cit, str. 484.

<sup>260</sup> Damodaran, A., *Damodaran o valuaciji - Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne finansije*, op. cit., str. 542.

<sup>261</sup> Odbor za međunarodne računovodstvene standarde, Međunarodni računovodstveni standard 7 – Izveštaj o tokovima gotovine, op. cit., paragraf 42.

<sup>262</sup> Odbor za međunarodne računovodstvene standarde, Međunarodni standard finansijskog izveštavanja za male i srednje entitete, 2009, paragraf 7.10.

jer se posmatraju ostvarenja dva preduzeća. Akvizicija preduzeća pruža mogućnost dodatnog povećanja neto novčanog toka iz poslovanja bez narušavanja računovodstvenih principa. Povećanje je rezultat različite klasifikacije novčanih tokova po osnovu obrtne imovine koja je stečena akvizicijom i njene kasnije prodaje od strane preduzeća kupca. Kada se posmatra stalna imovina, način sticanja, u smislu kupovine sredstava ili sticanja usled akvizicije, ne utiče na klasifikaciju odliva gotovine, jer se plaćanja za stalna sredstva i u jednom i u drugom slučaju iskazuju kao investicioni odlivi gotovine.

Klasifikacija novčanih tokova koji su nastali po osnovu sticanja obrtnih sredstava i obaveza iz poslovnih aktivnosti se razlikuje u zavisnosti od toga da li je neto obrtna imovina stečena u redovnim uslovima poslovanja ili putem kupovine drugog preduzeća. Način klasifikacije novčanih tokova po osnovu sticanja zaliha i efekti različite klasifikacije na visinu i strukturu novčanih tokova preduzeća kupca, prikazani su u tabeli 59.

Tabela 59. Uticaj klasifikacije sticanja zaliha na novčane tokove

	Redovna nabavka zaliha		Zalihe stečene akvizicijom	
	t	t+1	t	t+1
Poslovni neto novčani tok	(100)	110	0	110
Investicioni neto novčani tok	0	0	(100)	0
Neto novčani tok	(100)	110	(100)	110

Izvor: Mulford, C.W., Comiskey, E.E., 2005, str. 111.

Povećanje zaliha se posmatra se kao deo odliva gotovine iz poslovnih aktivnosti, osim ukoliko te zalihe nisu deo preduzeća koje se kupuje. U tom su slučaju primljene zalihe deo investicionih ulaganja i iskazuju se kao investicioni odlivi gotovine. U periodima prodaje zaliha gotovih proizvoda ili robe, menadžment preduzeća sve prilive po osnovu prodaje zaliha posmatra kao deo priliva iz poslovnih aktivnosti. Na osnovu navedenog se može zaključiti da je putem akvizicije nekog preduzeća moguće steći i dodatnu neto gotovinu iz poslovanja, ali na kratak rok<sup>263</sup>. Neto novčani tok je u celini nepromenjen i ne zavisi od načina sticanja zaliha, a razlike nema ni u periodu prodaje zaliha i naplate potraživanja po osnovu prodaje.

Finansiranje integracija i akvizicija je moguće na nekoliko načina. Transakcije mogu biti realizovane gotovinom, hartijama od vrednosti ili kombinacijom gotovine i hartija od vrednosti. Iako u slučaju realizacije akvizicija emitovanim akcijama gotovina nije potrošena, *Damodaran* smatra da je samo preskočen jedan korak u procesu finansiranja jer bi se akcije mogle emitovati i prodati i prikupljenom gotovinom finansirati transakcije integracija i akvizicija.<sup>264</sup> Posmatrano iz ugla interesa preduzeća prodavca, gotovinska transakcija bi mogla biti u prednosti u odnosu na transakcije hartijama od vrednosti zbog činjenice da transakcija hartijama od vrednosti zahteva dogovor dve ili više strana o njihovoj vrednosti. Kada su u pitanju vrednosno veliki poslovi integracija i

<sup>263</sup> Mulford, C.W., Comiskey, E.E., *Creative Cash Flow Reporting: Uncovering Sustainable Financial Performance*, op. cit., str. 22.

<sup>264</sup> Damodaran, A., *Damodaran o valuaciji - Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne finansije*, op. cit., str. 104

akvizicija, kompenzacija u gotovom novcu može značiti pogoršanje finansijske strukture čime se povećava finansijski rizik preduzeća kupca.<sup>265</sup>

Gotovinsko plaćanje je samo jedan od načina finansiranja akvizicije, tako da se po tom osnovu mogu očekivati novčani odlivi, dok se povezani novčani prilivi očekuju u nekim narednim periodima. Interni izvori gotovine predstavljaju dobru osnovu za finansiranje akvizicije, pri čemu pored neto novčanog toka iz poslovanja preduzeća često namenski prodaju stalnu imovinu radi generisanja dela gotovine potrebne za plaćanje akvizicije. Pored interno generisane gotovine, preduzeća mogu delimično ili u celini koristiti eksterne izvore finansiranja sticanja drugog preduzeća. Način finansiranja akvizicije utiče na visinu i strukturu novčanih tokova posmatranog preduzeća i na finansijsku strukturu u celini.

Kada je u pitanju bezgotovinsko plaćanje akvizicije dodelom akcija akcionarima kupljenog preduzeća, transakcije sticanja preduzeća se neće odraziti na iznos neto novčanog toka u celini, ali će zato struktura novčanih tokova biti promenjena. Povećanje neto odliva iz investiranja koje je uzrokovano izvršenom akvizicijom se kompenzuje povećanjem priliva iz aktivnosti finansiranja nastalih po osnovu povećanja osnovnog kapitala preduzeća. Ukoliko je preduzeće u situaciji da emituje i prodaje akcije na osnovu kojih stiće gotovinu potrebnu za plaćanje akvizicije, prodaja novoemitovanih akcija, kao izvor finansiranja akvizicije, je prikazana u izveštaju o novčanim tokovima kao deo priliva iz finansijskih aktivnosti. Prilivi po osnovu kredita uzetog od banaka u cilju finansiranja akvizicije, takođe će uticati na povećanje neto novčanog toka iz finansiranja. Preduzeća mogu da povećaju stepen zaduženosti i u slučaju da akviziciju finansiraju sopstvenim hartijama od vrednosti. Ukoliko se prilikom akvizicije ciljnog preduzeća preuzima i dug tog preduzeća, visina preuzetog duga je jedna od determinanti finansijskog leveridža preduzeća.

### **1.3. Restrukturiranje**

#### **1.3.1. Razlozi restrukturiranja**

Sprovođenje određenih oblika integracija i akvizicija može biti praćeno sprovođenjem mera restrukturiranja. Nakon akvizicije drugih preduzeća često dolazi do organizacionog restrukturiranja kako kupljenog preduzeća, tako i preduzeća kupca. Restrukturiranje se može inicirati od strane menadžmenta, vlasnika kapitala, eksternih kreditora ili u kombinaciji stejkholdera uključenih u korporativnu strukturu preduzeća. Nekada se restrukturiranje inicira dobrovoljno od strane menadžmenta u cilju poboljšanja performansi, ali je češće prisilno tako da se uglavnom vezuje za loše performanse. Slabe performanse mogu biti rezultat lošeg menadžmenta ili uticaja eksternih faktora koji se odnose na promene na tržištu kapitala i tržištu proizvoda.

Slabi rezultati poslovanja pojedinih delova preduzeća i njihovo neuklapanje u opšti plan poslovanja preduzeća u celini mogu biti ključni razlozi za sprovođenje restrukturiranja. *Gogan*<sup>266</sup> kroz primere iz prakse kao relevantne razloge restrukturiranja putem prodaje

---

<sup>265</sup> Gogan, P.A., op. cit., str. 27.

<sup>266</sup> Ibid, str. 565.

delova preduzeća navodi i obrnutu sinergiju (*Reverse Synergy*), faktore tržišta kapitala i cash flow faktore. Ukoliko vlasnici kompanije procenjuju da delovi preduzeća efikasnije posluju i više vrede odvojeno i da na taj način mogu imati bolji pristup tržištu kapitala, prodaji delova preduzeća pristupaju dobrovoljno. Prodajom dela preduzeća u slučaju nedostatka novčanih sredstava, preduzeće prodaje trajno dobro koje je donosilo određeni priliv gotovinskih sredstava u određenom periodu u zamenu za kratkoročni veći iznos. Kompanije u finansijskim teškoćama pribegavaju prodaji vrednih delova imovine kako bi poboljšale svoju cash flow poziciju.

Nizak prinos na kapital uložen u poslovanje preduzeća, kriza gotovine, stagnacija poslovanja najčešće u industrijama u zreloj fazi razvoja, prebrzi rast, neredovni troškovi otpisivanja ili vanredni gubici, sukcesivno nizak profit godinama, neki su od razloga zbog kojih je prema mišljenju *Checkley*<sup>267</sup> korporativno i finansijsko restrukturiranje preduzeća neophodno. Nekada poslovanje preduzeća ide silaznom putanjom, ali se često signali koji na to ukazuju ne vide ili ignorišu. Potrebno je pratiti interne i eksterne signale o finansijskim i teškoćama u poslovanju, otkriti ih na vreme jer u suprotnom negativni neto novčani tokovi, pad profita i njegovo prerastanje u gubitak koji topi sopstveni pa i kapital poverilaca, preduzeće dovode u tešku situaciju.

Poslovno i finansijsko restrukturiranje se može sprovoditi proaktivno kao deo dugoročnih programa oporavka ili daljeg poboljšanja performansi preduzeća. Iako grupa autora restrukturiranje posmatra kao skup aktivnosti koje se sprovode nakon suočavanja sa krizom kao mere ozdravljenja, činjenica je da restrukturiranje preduzeća i organizacije koje su uspešne ali žele da unaprede poslovanje.<sup>268</sup> Ukoliko se restrukturiranje pokreće kao odgovor na određene situacije i događaje u preduzeću, restrukturiranje dobija reaktivni karakter. Finansijsko restrukturiranje poznato i kao finansijska reorganizacija je jedan od načina da se prevaziđu finansijske neprilike u kojima se preduzeće nalazi. Podobnim za reorganizaciju smatraju se nesolventna preduzeća koja još uvek sprovode poslovne aktivnosti delom ili u celini, imaju prinosnu snagu koja može biti ojačana sprovođenjem određenih mera, pri čemu gubici nisu značajno veći od neraspodeljene dobiti i rezervi preduzeća.<sup>269</sup> Cilj reorganizacije je smanjenje ukupne opterećenosti preduzeća dugovima. Restrukturiranje dugova kao ključna poluga reorganizacije, treba da omogući poslovno i finansijsko ozdravljenje, i to kroz oprost dela duga ili putem smanjenja kamatnih stopa, promene dinamike otplate duga i putem transakcija prodaje. Konverzija dugova u sopstveni kapital je jedna od ne retko korišćenih dimenzija restrukturiranja duga.<sup>270</sup>

Ekonomski posmatrano, krizu preduzeća kod kojih je izgubljen ceo sopstveni kapital, opravdano je okončati proglašenjem bankrotstva. Nesolventna preduzeća koja ne posluju duži vremenski period i čija je oprema zastarela, smatraju se čak i nepodobnim za reorganizaciju. Tokom privatizacije određena preduzeća u Srbiji su pokretanjem postupka restrukturiranja izbegla stečaj uz obrazloženje da imaju potencijala i da mogu nastaviti poslovanje. Ipak, mnoga očekivanja po pitanju novih investicija, uvođenja savremenih oblika organizovanja i upravljanja, porasta proizvodnje, ulaska na nova

---

<sup>267</sup> Checkley, K., *Cash is Still King: The Survival Guide to Cash Flow Management*, op. cit., str. 136.

<sup>268</sup> Erić, D., Stošić, I., *Korporativno restrukturiranje*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, Beogradska bankarska akademija, 2013, str. 9.

<sup>269</sup> Škarić-Jovanović, K., Finansijsko izveštavanje preduzeća u bankrotstvu, *Acta Economica*, br.14/2011, Ekonomski fakultet, Banja Luka, str. 9-36.

<sup>270</sup> Todorović, M., op. cit., str. 2010.

tržišta i nove segmente, bila su izneverena. Preduzeća koja su uspela da opstanu u statusu restrukturiranja, u najvećem broju slučajeva su nastavila poslovanje sa gubitkom koji često prelazi visinu sopstvenog kapitala.

Analiza finansijsko-strukturne promene privrede Srbije u periodu finansijske krize je pokazala rezultat neblagovremenog restrukturiranja preduzeća. Negativan iznos neto obrtnog kapitala preduzeća u restrukturiranju čini 40% negativnog neto obrtnog kapitala cele privrede. Problematičnost ovog privrednog segmenata po pitanju uticaja na finansijsko-strukturnu nesigurnost privrede Srbije se ogleda i u njegovom značajnom učešću u ukupnom gubitku iznad kapitala. Sto pedeset preduzeća u restrukturiranju u 2013. godini čini brojno mali deo privrede, ali u ukupno ostvarenim gubicima koji terete kapital poverilaca cele privrede učestvuju sa 16,2%.<sup>271</sup> Rezultati istraživanja<sup>272</sup> i analize finansijske sigurnosti preduzeća u restrukturiranju iz 2012. godine pokazuju da 93 od 152 analizirana preduzeća beleži gubitak iznad visine sopstvenog kapitala. U pitanju su preduzeća koja se nisu razvijala niti prilagođavala tržištu, već su poslovno i resursno devastirana. Država je odvajala sredstva za njihovo funkcionisanje, ali su izdvojena sredstva služila za isplatu zarada, finansiranje socijalnih programa viškova zaposlenih, a veoma malo za obrtna sredstva i razvoj. Ulaganja u modernizaciju i povećanje kapaciteta gotovo da nije bilo.<sup>273</sup>

### 1.3.2. Uloga analize novčanih tokova u procesu restrukturiranja

Analiza novčanih tokova preduzeća i njegovih delova je neophodna kako bi se utvrdile mogućnosti za oporavak preduzeća i povratak kredibiliteta. Analiza novčanih tokova po osnovu prodaje i nabavke, učešće zaposlenih u kreiranju plana restrukturiranja, analiza satisfakcije kupaca i mogućnosti za redefinisane prodajnih cena prethode definisanju ili revidiranju plana restrukturiranja.<sup>274</sup> Gotovinski tokovi mogu biti jedan od ciljeva korporativnog restrukturiranja pored dobitka, prihoda, definisane stope profita na investirani kapital, ekonomski dodate vrednosti i sl. Rezultati mnogih istraživanja pokazuju da je povećanje priliva gotovine veoma zastupljen cilj među kompanijama koje su preduzimale aktivnosti restrukturiranja.<sup>275</sup> Realizacija plana restrukturiranja je praćena prilivima i odlivima gotovine. Odlivi po osnovu restrukturiranja pripadaju novčanim tokovima koje treba identifikovati i isključiti prilikom utvrđivanja održivog neto novčanog toka iz poslovanja. Korektivni prilivi i odlivi gotovine se isključuju iz osnove za predviđanje budućih ostvarenja preduzeća.<sup>276</sup>

---

<sup>271</sup> Stevanović, S., *Finansijsko strukturne promene privrede Srbije i zaštita poverilaca u uslovima finansijske krize*, naučna monografija *Strukturne promene u Srbiji: dosadašnji rezultati i perspektive*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, 2015, str. 347-361.

<sup>272</sup> Vukelić, G., Stevanović, S., Belopavlović, G., *Analiza finansijske sigurnosti preduzeća u restrukturiranju - prerađivačka industrija*, zbornik radova *Deindustrijalizacija u Srbiji: Mogućnosti revitalizacije industrijskog sektora*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, Beogradska bankarska akademija, 2014, str. 679.

<sup>273</sup> Stošić, I. *Uticaj postojećeg modela privatizacije na stanje industrijskog sektora Srbije*, zbornik radova *Deindustrijalizacija u Srbiji: Mogućnosti revitalizacije industrijskog sektora*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, Beogradska bankarska akademija, 2014, str. 200.

<sup>274</sup> Checkley, K., *Cash is Still King: The Survival Guide to Cash Flow Management*, op. cit., str. 141.

<sup>275</sup> Erić, D., Stošić, I., op. cit., str. 49.

<sup>276</sup> Malinić, D., *Cash Flow kao instrument otkrivanja poslovno - finansijskih rizika*, op. cit., str. 59.

Restrukturiranjem kompanije pod uticajem različitih faktora pribegavaju smanjenju obima poslovanja i reorganizaciji koja podrazumeva i prodaju delova preduzeća. Poslovno restrukturiranje menja obuhvat i obim poslovanja preduzeća, ali i visinu i strukturu troškova i organizacionu strukturu preduzeća. Realizacija strategije kontrakcije kroz transakcije na bazi kojih dolazi do smanjenja visine angažovanih sredstava u preduzeću, za rezultat može imati priliv gotovine ili preuređenje vlasničkih odnosa. Dezinvestiranje koje prvenstveno uključuje transakcije prodaje i transakcije odvajanja delova preduzeća je forma restrukturiranja koja se sprovodi u cilju izoštravanja fokusa, otuđivanja jedinica koje su periferne za jezgro biznisa i u cilju obezbeđivanja dodatnog kapitala.<sup>277</sup> Priliv gotovine po osnovu dezinvestiranja se može koristiti za otplatu dugova, otkup akcija i sl.

Transakcije prodaje, javna prodaja akcija delova preduzeća (*Equity Carve – Out - ECO*) i otkup dela preduzeća od strane menadžera (*Divizional Management Buy-Out – MBO*) su oblici restrukturiranja koji dovode do priliva gotovine. Prodaja delova preduzeća se najčešće naplaćuje u gotovini, utrživim hartijama od vrednosti ili kombinacijom oba načina plaćanja. *MBO* je oblik akvizicije koja se finansira prevashodno dugovima. Transakcije kupovine dela preduzeća od strane uprave tog segmenta preduzeća se obično realizuju gotovinskim plaćanjima, pri čemu pozajmicu gotovine vrši kupac. Delovi preduzeća koji imaju prilive gotovine koji su dovoljni da pokriju otplate novonastalih kredita mogu biti interesantni za realizaciju ove vrste transakcija. Analiza priliva gotovine predstavlja važan korak u postupku razmatranja realizacije *MBO* transakcija i određivanja povoljne finansijske strukture.<sup>278</sup> Procena priliva gotovine se vrši nakon utvrđivanja odnosa duga i kapitala kako bi se odredilo da li će budući prilivi po osnovu poslovanja posmatranog segmenta biti dovoljni da obezbede isplatu kamata na ime duga. Nije retko da se procena priliva vrši za različite odnose duga i kapitala kako bi se ustanovila najprihvatljivija finansijska struktura. Ovakve transakcije često prate restriktivne odredbe po pitanju investicionih i ostalih izdataka.

Otkup akcija (*Stock Repurchase*) je tehnika finansijskog restrukturiranja koja za cilj može imati vraćanje slobodne gotovine akcionarima koji su spremni da prodaju svoje akcije preduzeću. Preduzeća koja nemaju povoljne investicione prilike razmatraju koji je način upotrebe slobodnog novčanog toka najprihvatljiviji. Sa aspekta investitora, najprihvatljivije je slobodan novčani tok isplatiti u obliku dividendi ili kao otkup akcija. Otkup akcija koji podrazumeva odliv slobodne gotovine se može koristiti i kao faktor politike održavanja stabilnih dividendi, ostvarenja poreskih prednosti, dostizanja željene strukture kapitala i željene strukture akcionara.

U slučaju da preduzeće u tekućem periodu ima iznos neto gotovine veći od investicionih i već predviđenih finansijskih potreba, a procenjuje da budući novčani tokovi ne mogu pokriti povećanje dividendi, otkup sopstvenih akcija može predstavljati dobru investicionu odluku preduzeća. Na ovaj način se mogu izbeći negativni efekti na tržišnu cenu akcija usled smanjenja dividendi, a već raspoloživa slobodna novčana sredstva iskoristiti za povećanje performansi preduzeća. Smanjenjem broja akcija koje su u opticaju povećava se dobitak po akciji, nakon čega akcije preduzeća postaju atraktivnije, kao i usled činjenice da menadžment za otkup akcija često nudi cene više od tržišnih, šaljući na taj način javnosti signal da su tržišne cene akcija potcenjene. Na

---

<sup>277</sup> Todorović, M., op. cit., str. 83.

<sup>278</sup> Gogan, P.A., op. cit., str. 425.

ovaj način iskorišćena, preko postojećih potreba raspoloživa, gotovina može povećati tržišnu cenu akcija povećavajući kapitalne dobitke, čime se otkup akcija pojavljuje kao dobar način da se supstituišu novčane dividende<sup>279</sup>.

Fleksibilnost koju odluka o otkupu sopstvenih akcija daje preduzeću ima i svoje nedostatke. Preduzeće može da promeni mišljenje i da produži otkup akcija tokom dužeg vremenskog perioda, ali ne treba zanemariti činjenicu da investitori osluškuju signale koje menadžment šalje sprovođenjem određenih aktivnosti.<sup>280</sup> Preduzeće koje se opredeljuje za otkup akcija umesto za isplatu ili povećanje dividendi zbog neizvesnosti budućih novčanih tokova, investitorima pokazuju da nisu sigurni da li će se sposobnost generisanja slobodnog novčanog toka nastaviti i u budućim periodima. Problemi u sprovođenju politike otkupa akcija i iz tog razloga nastala prolongiranja takođe mogu biti negativan signal investitorima.

Novčana sredstva raspoloživa iznad profitabilno isplativih investicionih ulaganja i otkup sopstvenih akcija mogu biti realan indikator rastućih cash flow performansi, pa je povećanje tržišne cene akcija rezultat realnih očekivanja po pitanju pozitivnih ostvarenja preduzeća. Postavlja se pitanje zašto postoje ograničenja kada je u pitanju otkup sopstvenih akcija? Zakonska regulativa ograničava akcionarska društva u sprovođenju otkupa sopstvenih akcija, a osnovni razlog jeste manipulativno korišćenje otkupa u cilju povećanja atraktivnosti akcija preduzeća u situacijama kada za to nema ekonomski opravdanog osnova. Odredbama Zakona o privrednim društvima<sup>281</sup> je definisano da ukupna vrednost stečenih akcija u Srbiji ne sme preći 10% nominalne vrednosti osnovnog kapitala akcionarskog društva. Potencijalnim investitorima se žele predstaviti akcije preduzeća kao vredna investicija, navodeći ih da misle da je otkup rezultat potcenjene vrednosti akcija. Praksa je pokazala da je menadžment u velikom broju kompanija uspeo da poveća cenu akcija otkupom sopstvenih akcija. Kompanija *Reebok* je 1996. godine otkupila trećinu akcija u opticaju, nakon čega je, samo na dan objavljivanja, tržišna cena akcija porasla za 10%. Kompanija *Disney* je primer kompanije koja je imala suprotno iskustvo. Tržišna cena je opala za više od 10% nakon objavljivanja i otkupa sopstvenih akcija.<sup>282</sup>

Oblasti u kojima su manipulacije privukle veliku pažnju istraživača prema mišljenju Gogana jesu troškovi restrukturiranja i tekući izdaci za istraživanje i razvoj. Korišćenje sredstava za restrukturiranje, istraživanje i razvoj je uputilo na razmatranje konzistentnosti knjigovodstvenog tretmana integracija. Preduzeća koja žele da prikažu svoju zaradu većom, buduće troškove alociraju u tekućoj godini zajedno sa tekućim troškovima, što za rezultat ima nerealno niže buduće troškove i povećanje buduće zarade.<sup>283</sup>

Preuzimanje i restrukturiranje preduzeća, niži kvalitet korporativnog upravljanja, transakcije sa povezanim licima, proces inicijalne javne ponude, okolnosti su koje olakšavaju nastanak pronevera u preduzeću, naročito pronevera i prevara od strane

---

<sup>279</sup> Malinić, D., *Politika dobiti korporativnog preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1999. str. 275.

<sup>280</sup> Damodaran, A., *Korporativne finansije – teorija i praksa*, op. cit., str. 722.

<sup>281</sup> Zakon o privrednim društvima, Službeni glasnik RS, br. 36/2011, 99/2011, 83/2014, 5/2015, član 221.

<sup>282</sup> Brigham, E., Houston, J., op. cit., str. 547.

<sup>283</sup> Gogan, P.A., op. cit., str. 705.

menadžmenta.<sup>284</sup> Menadžeri nekada nastoje da izbegnu neprijateljska preuzimanja iskazivanjem performansi preduzeća koje su više od realnih ostvarenja. Strah menadžera od neprijateljskog preuzimanja zbog loših rezultata je jedan od razloga lažiranja dobiti, pored bonusa i otuđivanja gotovine i prikriivanja tih postupaka nerealnim poslovnim rezultatom.<sup>285</sup>

#### 1.4. Donošenje odluka posmatrano iz perspektive investitora

Investitori kupovinom hartija od vrednosti nekog preduzeća, razmenjuju tekuće raspoloživa sredstva za očekivane veće prinose u budućnosti, dobijajući i mogućnost trgovanja kupljenim hartijama od vrednosti na sekundarnom tržištu. Usmeravanje kapitala ka područjima njihove najprofitabilnije upotrebe je povezano sa brojnim problemima. Pored toga što su investicione odluke povezane sa ulaganjem značajnog iznosa sredstava i pratećim rizikom, problem za investitore i savetnike jeste da prepoznaju perspektivna preduzeća koja su sposobna da stvaraju vrednost za vlasnike. Dileme postoje i po pitanju izbora vrste hartija od vrednosti i izbora tržišta, a dinamičnost finansijskih tržišta pomenute izbore čini težim.<sup>286</sup> Poznavanje vrednosti imovine i šta čini tu vrednost, preduslov je inteligentnog odlučivanja prilikom izbora ulaganja u portfolio, odlučivanja o ceni koju treba platiti ili primiti prilikom preuzimanja, ulaganja, finansiranja i izbora dividende.<sup>287</sup>

Proučavanje informacija o preduzeću je neophodno za prepoznavanje stvarne vrednosti hartija od vrednosti korporativnog preduzeća. S obzirom da nema savršeno efikasnog tržišta i da najčešće nisu sve informacije poznate investitorima, tržišna cena ne mora biti merilo stvarne vrednosti. Ne postoje indikatori koji u potpunosti daju odgovore na pitanja potencijalnih i sadašnjih investitora, da li kupljene, odnosno prodate akcije vrede koliko su plaćene, odnosno naplaćene, da li sa prodajom treba sačekati i u kom pravcu će se kretati vrednost akcija u budućnosti. Presentovani finansijski izveštaji treba da pomognu investitorima da odluče da li da investiraju ili ne. Investitori očekuju da preduzeće stvori dodatnu vrednost a na osnovu analize finansijskih izveštaja procenjuju sposobnost preduzeća da to učini.

Postoje različiti stilovi odlučivanja o ulaganju u hartije od vrednosti i u skladu sa izabranim stilom različite vrste investitora.<sup>288</sup> Intuitivni investitori odluke donose na osnovu sopstvenih instinkta i predosećaja. Pasivni investitori kao što i sam naziv kaže veruju u efikasnost finansijskog tržišta i u činjenicu da je tržišna cena ujedno i stvarna vrednost u odnosu na rizik koji hartija od vrednosti sa sobom nosi. Investicioni stilovi intuitivnih i pasivnih investitora su jednostavni i ne zahtevaju puno napora, što u praksi često za rezultat ima donošenje pogrešnih investicionih odluka i štetu po pitanju

---

<sup>284</sup> Malinić, D., Savremeni izazovi integralnog istraživanja kvaliteta finansijskih izveštaja, *Ekonomika preduzeća*, specijalni broj Tajne bilansa: menadžerski pristup, Savez ekonomista Srbije, Beograd, 2009, str. 142.

<sup>285</sup> Belak, V., op. cit., str. 150.

<sup>286</sup> Malinić, D., *Finansijsko izveštavanje kao determinanta kvaliteta korporativnog upravljanja*, op. cit., str. 334.

<sup>287</sup> Damodaran, A., *Damodaran o valuaciji - Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne finansije*, op. cit., str. 1.

<sup>288</sup> Penman, S., op. cit., str. 3.



prinosu. Fundamentalni investitori prave razliku između tržišne cene koju plaćaju za kupovinu hartije od vrednosti i vrednosti akcije koju dobijaju. Iako je moguće da se cena i vrednost poklope, fundamentalni investitori sprovode fundamentalnu analizu preduzeća, predviđaju buduće prinose kako bi utvrdili da li je tražena cena za akciju realna. Svaki od pomenutih stilova prati povećan rizik da će investitori hartije od vrednosti platiti značajno više ili ih prodati po ceni koja je ispod stvarne vrednosti. Rizik se može smanjiti proučavanjem informacija o preduzeću u cilju prepoznavanje prave vrednosti hartija od vrednosti preduzeća.<sup>289</sup>

Procena performansi preduzeća i analiza determinanti vrednosti kapitala i poslovanja preduzeća u celini su analizirane u prethodnim delovima disertacije i predstavljaju značajne parametre za donošenje odluka o investiranju. Investitori pokazuju sklonost ka informacijama o tržišnoj vrednosti, tako da je zastupljenost tržišnih pokazatelja performansi preduzeća veoma prisutna u fundamentalnoj analizi i proceni vrednosti preduzeća. Sadašnja vrednost očekivanih novčanih tokova po osnovu dividendi i kapitalnih dobitaka je jedno od merila stvarne vrednosti potencijalnih investicija. Modeli vrednovanja koji se u procesu utvrđivanja baziraju na konceptu očekivanog novčanog toka i dobitka za cilj takođe imaju utvrđivanje stvarne vrednosti akcija, kapitala ili poslovanja. Poređenjem stvarne sa tržišnom vrednošću moguće je utvrditi da li su akcije potcenjene ili precenjene. Akcije čija je tržišna cena potcenjena mogu se preporučiti potencijalnim i postojećim investitorima koji razmatraju kupovinu akcija.

## **2. ODLUKE O FINANSIRANJU**

Donošenje ispravnih poslovnih i investicionih odluka podrazumeva detaljnu analizu načina finansiranja predviđenih ulaganja. Realizacija poslovnih i investicionih odluka omogućava održavanje i proširenje poslovnih kapaciteta preduzeća, ali zahteva određeni iznos raspoloživih novčanih sredstava. Kako opstanak i razvoj preduzeća zavise od ulaganja u obrtnu i stalnu imovinu, ne postavlja se pitanje da li je gotovina potrebna preduzeću, već koji iznos gotovine, dinamika plaćanja i izvori finansiranja. Potrebe preduzeća za novčanim sredstvima zavise od iznosa i dinamike poslovnih, investicionih i finansijskih izdataka, dok struktura izvora novčanih sredstava zavisi od sposobnosti preduzeća da generiše gotovinu iz poslovnih aktivnosti.

Preduzeće koje uspeva da interno generiše dovoljno novčanih sredstava za finansiranje predviđenih ulaganja i dividendi, u mogućnosti je da realizuje investicione odluke, odluke o dividendama, otplati duga, otkupu sopstvenih akcija bez eksternih izvora finansiranja. Ukoliko preduzeća nisu u mogućnosti da u celini finansiraju investicione i finansijske izdatke iz interno generisanih izvora, potreba za eksternim izvorima gotovine postaje neophodna.

---

<sup>289</sup> Malinić, D., *Finansijsko izveštavanje kao determinanta kvaliteta korporativnog upravljanja*, op. cit., str. 333.

## **2.1. Mogućnosti finansiranja preduzeća**

### **2.1.1. Novčani tokovi kao izvori internog finansiranja**

Preduzeća sredstva koja su im neophodna za finansiranje poslovnih i investicionih potreba mogu obezbediti iz internih izvora ili prikupiti emitovanjem vlasničkih hartija od vrednosti, prodajom udela u osnovnom kapitalu ili eksternim zaduživanjem. Analiza visine i dinamike interno generisanog novčanog toka preduzeća predstavlja najvažniju i početnu stavku u procesu finansiranja. Neto novčani tok iz poslovanja je značajan izvor novčanih sredstava koja se mogu koristiti za finansiranje poslovanja bez velikih transakcionih troškova, gubitka kontrole i fleksibilnosti.

Interni izvori su različito zastupljeni u procesu finansiranja poslovnih, investicionih i finansijskih potreba preduzeća u zavisnosti od faze rasta u kojoj se preduzeće nalazi. Tokom faze koja se odnosi na početak poslovanja očekivano je da neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti bude negativan, jer su nakon osnivanja preduzeća poslovni i investicioni izdaci veliki. Tokom faza rasta i zrelosti, poslovne aktivnosti generišu pozitivan neto novčani tok koji je veoma bitan izvor gotovine za izdatke nastale radi održavanja, obnove i proširenja proizvodnih kapaciteta. Fazu brzog rasta karakterišu negativni ili skromni poslovni neto novčani tokovi, dok je tokom faze visokog rasta interno finansiranje zastupljeno, ali u manjoj meri u odnosu na potrebe za finansiranjem. Preduzeća u fazi zrelosti karakteriše relativno mali iznos promene vrednosti tekuće imovine i tekućih obaveza, ali su interni izvori finansiranja značajno zastupljeni u zadovoljavanju ukupnih potreba za finansiranjem. Usled smanjenja obima poslovanja i prodaje, kod preduzeća koja prelaze u silaznu fazu životnog ciklusa se registruje smanjenje pozitivnih neto novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti. Preduzeća sa finansijskim teškoćama karakteriše negativno interno finansiranje. Ukoliko se nedostatak interno generisane gotovine može nadoknaditi investicionim prilivima, pozajmljivanjem od kreditora ili emisijom hartija od vrednosti, finansijske teškoće su privremenog karaktera. Problematična je situacija u kojoj su interni i eksterni izvori finansiranja negativni ili nedovoljni za zadovoljenje potreba preduzeća za gotovinom.

Poboljšanje generisanja neto novčanog toka iz poslovanja je moguće uz adekvatno upravljanje gotovinom i neto obrtnom imovinom. Upravljanje kratkoročnim likvidnim sredstvima je vezano za upravljanje potrebama za gotovinom, uvažavanje sezonskih ciklusa poslovanja, finansijsko naprezanje, ali i politiku zaduživanja i naplate potraživanja.<sup>290</sup> Efikasno upravljanje zalihama, naplata potraživanja od kupaca u kraćem roku i eventualno produženje roka plaćanja dobavljačima pozitivno utiču na ciklus konverzije gotovine i povećanje neto novčanog toka iz poslovanja. Preduzeća sa velikim zalihama gotovih proizvoda i robe čija potraživanja od prodaje rastu brže od prihoda od prodaje fokus trebaju staviti na upravljanje likvidnošću. Najbolji efekat na skraćivanje ciklusa konverzije u gotovinu postiže se uključivanjem svih, od menadžmenta i ostalih zaposlenih, preko dobavljača do kupaca. Uspešna preduzeća efikasno upravljanje neto obrtnom imovinom i kapitalom postižu zahvaljujući postojanju strategija unapređenja konverzije u gotovinu. Najčešće se kao determinante dužine ciklusa konverzije u gotovinu koriste broj dana vezivanja zaliha, prosečna starost

---

<sup>290</sup> Vukelić, G., op. cit., str. 149.

potraživanja od prodaje i prosečno vreme plaćanja dobavljača. Formula 38 prikazuje način utvrđivanja dužine gotovinskog ciklusa preduzeća.<sup>291</sup>

$$CCC = DSO + DSI - DPO \quad (38)$$

gde je:

- CCC – ciklus konverzije u gotovinu
- DSO – period kreditiranja kupaca
- DSI – prosečna starost zaliha
- DPO – vreme trajanja obrta dobavljača

Vreme trajanja obrta kupaca, zaliha i obaveza prema dobavljačima se najčešće izražava u danima. Ciklus konverzije je duži ukoliko se realizacija proizvoda vrši na odloženo, tako da je potrebno utvrditi vreme trajanja obrta potraživanja od kupaca. Broj dana koliko traje gotovinski ciklus proizvodnog preduzeća zavisi i od dužine perioda od trenutka nabavke materijala do realizacije gotovih proizvoda. Prosečna starost zaliha se dodaje prosečnom periodu kreditiranja kupaca. Dužina perioda od trenutka nabavke od dobavljača do momenta plaćanja obaveza se za potrebe utvrđivanja dužine gotovinskog ciklusa umanjuje od ukupne dužine perioda od nabavke do naplate potraživanja od prodaje.

Brzina i trend konverzije potraživanja u gotovinu zavise od kretanja prihoda od prodaje i vrednosti potraživanja od kupaca. Povećanje prodaje i po tom osnovu nastalo povećanje vrednosti potraživanja, za rezultat ima stabilan odnos prihoda i potraživanja i održavanje zadovoljavajućeg nivoa obrta potraživanja. Rast obrta i skraćanje perioda kreditiranja kupaca može biti i rezultat brže naplate i po tom osnovu nastalog smanjenja vrednosti potraživanja, što se svakako pozitivno ocenjuje sa aspekta efikasnosti naplate potraživanja i likvidnosti preduzeća. Opadajuća vrednost pokazatelja obrta, uslovljena rastom vrednosti potraživanja, uglavnom se ocenjuje kao nepovoljan trend koji može ukazivati na problem održavanja likvidnosti preduzeća. Ukoliko rast potraživanja prati pad ili stagnacija prihoda od prodaje, problem naplativosti potraživanja je očigledan, a likvidnost ugrožena. Povećanje vrednosti potraživanja koje je rezultat povoljnije kreditne politike preduzeća prema kupcima, a ujedno i instrument privlačenja kupaca i rasta prodaje u narednim periodima, povoljno se može oceniti bez obzira na pad pokazatelja obrta.

Dinamika naplate potraživanja po osnovu prodaje proizvoda, robe i usluga zavisi od politike kreditiranja koju preduzeće vodi. Produženje roka plaćanja kupaca preduzeću može imati dvojake efekte. Povećanje prodaje po osnovu povoljnijih uslova plaćanja je dobra strana takve politike kreditiranja. U tom slučaju postoji rizik da potraživanja neće biti naplaćena ni u produženom roku, ukoliko kupci imaju problema sa likvidnošću. Promena uslova kreditiranja kupaca u pravcu smanjenja roka dospeća potraživanja povoljno se tumači sa aspekta likvidnosti samo ukoliko se potraživanja i naplaćuju u tom kraćem roku, a na strani obima prodaje nema promena. Skraćanjem roka dospeća potraživanja od prodaje koje je praćeno manjom tražnjom za proizvodima preduzeća i manjom prodajom gube se pozitivni efekti takve politike kreditiranja.

---

<sup>291</sup> Checkley, K., *Cash is Still King: The Survival Guide to Cash Flow Management*, op. cit., str. 85.

Efikasnije upravljanje zalihama podrazumeva kraći period zadržavanja zaliha u skladištu, kao i realizaciju u proizvodnji i na tržištu bez zastoja. Zanemarivanje upravljanja zalihama sirovina, robe, nedovršene proizvodnje i gotovih proizvoda za posledicu ima gomilanje zaliha i usporavanje ciklusa konverzije. Predmet i dinamika nabavke, količina i cena po kojoj se nabavka zaliha vrši određuju regularnost i efikasnost nabavke što svakako utiče na dinamiku i visinu poslovnih novčanih tokova preduzeća. Analiza politike nabavke koju preduzeće vodi ukazuje na mogućnosti ubrzanja konverzije zaliha u gotovinu i skraćenje ukupnog ciklusa konverzije.

Povećanje zaliha ne može biti povoljno po performanse preduzeća, ukoliko nije nastalo u cilju podrške povećanju obima prodaje. Smanjenja vrednosti zaliha bez povećanja prihoda od prodaje, ukazuje na prodaju i naplatu postojećih, bez proizvodnje novih zaliha, što ne ugrožava likvidnost tekućeg perioda, ali dovodi u pitanje buduće poslovanje preduzeća. Poznavanje strukture zaliha i obrta materijala, robe, nedovršene proizvodnje i gotovih proizvoda pojedinačno, olakšava ocenu kvaliteta zaliha i uticaj na likvidnost preduzeća. Ukoliko se na zalihama drži više materijala nego što je potrebno za obavljanje procesa proizvodnje ili je materijal neupotrebljiv za tekuću proizvodnju, proces konverzije zaliha u gotovinu je usporen. Isto je i u slučaju postojanja zaliha gotovih proizvoda za kojima ne postoji ili je tražnja na tržištu smanjena. Usporen obrt zaliha materijala može biti rezultat politike nabavke materijala po starim nižim cenama ili korišćenja popusta na količinu, čime se usporava tok gotovine po osnovu zaliha, ali se izbegava suočavanje sa nedostatkom zaliha materijala.

Obaveze prema dobavljačima predstavljaju oblik beskamatnog finansiranja koji preduzeću može biti izrazito relevantan u prevazilaženju kratkoročnih finansijskih problema. Prolongiranje plaćanja obaveza prema dobavljačima bez negativnih posledica po preduzeće je moguće u rokovima koje predviđa politika kreditiranja definisana od strane dobavljača. Kreditni rejting preduzeća i pozicija pregovaranja sa ključnim dobavljačima igraju važnu ulogu u pomeranju rokova plaćanja i unapređenju ciklusa konverzije u gotovinu. Produžavanjem izvan ugovorenih rokova dospeća preduzeće rizikuje pogoršanje kreditnog rejtinga, povećanje cena robe i usluga kao nadoknadu za odloženi rok plaćanja i obustavljanje dalje isporuke robe i usluga. Preduzeća koja nisu u mogućnosti da ispoštuju rokove zahtevane od dobavljača, imaju problem sa likvidnošću koji dodatno može biti pogoršan nastankom novih obaveza po osnovu zateznih kamata dobavljačima ili redovnih kamata za kratkoročne pozajmice od banaka.

Analiza strukture kupaca i dobavljača sa aspekta perioda kreditiranja i po najvažnijim poslovnim partnerima predstavlja važan instrument upravljanja gotovinom, kao i analiza perioda vezivanja zaliha. Posmatranjem strukture potraživanja od kupaca sa aspekta dužine roka naplate i vrednosti zastarelih potraživanja najbolje se stiče utisak o izvesnosti naplate pojedinačnih potraživanja, njihovom učešću u ukupnoj vrednosti potraživanja i daljem tretmanu po pitanju otpisivanja potraživanja. Poželjno je da preduzeće u starosnoj strukturi potraživanja od kupaca ima što veći deo tekućih i naplativih potraživanja. Potreba za gotovinom je veća ukoliko većina obaveza prema dobavljačima dospeva u kraćim rokovima. Kraći rokovi dospeća obaveza nepovoljnije utiču na likvidnost preduzeća, za razliku od preduzeća kojima dobavljači pružaju povoljnije uslove plaćanja olakšavajući održavanje likvidnosti. Detaljna struktura zaliha i analiza perioda vezivanja materijala, robe, nedovršene proizvodnje i gotovih proizvoda pojedinačno, osim ocene kvaliteta zaliha i omogućava pronalaženje prostora za

unapređenje efikasnosti upravljanja zalihama i skraćenje gotovinskog ciklusa bez ugrožavanja kontinuiteta poslovanja preduzeća.

Aktivnosti menadžmenta preduzeća koje utiču na skraćenje perioda vezivanja zaliha, skraćenje perioda kreditiranja kupaca i prolongiranje plaćanja obaveza prema dobavljačima, u meri koja neće ugroziti proizvodnju, prodaju i saradnju sa poslovnim partnerima preduzeća, dovode do skraćanja gotovinskog ciklusa, poboljšanja likvidnosti preduzeća i smanjenja potrebe za eksternim finansiranjem.

### 2.1.2. Novčani tokovi kao izvori eksternog finansiranja

Finansijski zdravo i uspešno preduzeće uglavnom karakteriše pozitivan interno generisani neto novčani tok iz poslovanja i negativan neto novčani tok po osnovu investiranja. Kada je pitanju neto novčani tok iz aktivnosti finansiranja, potrebno je još opreznije pristupiti oceni iznosa neto gotovine iz finansiranja, s obzirom da ne postoji uopšteno pravilo da li je za preduzeće poželjna pozitivna ili negativna vrednost neto novčanog toka iz aktivnosti finansiranja. Struktura finansijskih priliva i odliva gotovine zavisi od faze rasta u kojoj se preduzeće nalazi.

Poslovni i investicioni izdaci gotovine se u početnoj fazi poslovanja najčešće pokrivaju iz eksternih izvora finansiranja, što utiče na postojanje relativno značajnog iznosa neto gotovine iz aktivnosti finansiranja. Eksterno finansiranje se nakon osnivanja sastoji od vlasničkog i pozajmljenog kapitala. Preduzeća koja kreću uzlaznom putanjom, rast finansiraju izdavanjem akcija ili dužničkih hartija od vrednosti. Tokom faze rasta isplate dividendi su slabo zastupljene. Eksterno finansiranje u fazi zrelog rasta se dominantno oslanja na pozajmljeni kapital. Neto novčani tok iz aktivnosti finansiranja već u fazi rasta može početi da se smanjuje i da u preostalom delu životnog ciklusa preduzeća postepeno opada zahvaljujući interno generisanim izvorima gotovine koji umanjuju potrebu za novim zaduživanjem i zbog otplate postojećih finansijskih zaduženja. Otplata dospelih dugova i uglavnom nemogućnost dobijanja novih zaduženja i emisija akcija tokom faze opadanja rasta, za rezultat ima sve manji ili negativan neto novčani tok iz aktivnosti finansiranja.

Struktura priliva i odliva gotovine iz aktivnosti finansiranja, zajedno sa negotovinskim finansijskim transakcijama, govori o potrebama preduzeća za dodatnim vlasničkim i kapitalom kreditora u finansiranju. Izveštaj o novčanim tokovima se može posmatrati i na način prikazan u tabeli 60<sup>292</sup> kako bi se sagledale potrebe preduzeća za eksternim finansiranjem.

Na ovaj način klasifikovane informacije o novčanim tokovima mogu biti značajne u oceni finansijske fleksibilnosti preduzeća u slučaju da se pojave nepredviđene potrebe ili izostanu planirani odlivi gotovine. Poslovni novčani tok umanjen za odlive gotovine iz aktivnosti finansiranja daje informaciju o visini poslovnog novčanog toka nakon isplate finansijskih obaveza. Uključivanjem investicionih novčanih tokova, može se doći do iznosa neto novčanog toka koji je na raspolaganju za zadovoljenje potreba

---

<sup>292</sup> Preuređeno prema: Checkley, K., *Cash is Still King: The Survival Guide to Cash Flow Management*, op. cit., str. 119.

preduzeća pre uključivanja eksternih izvora finansiranja. Povećanje osnovnog kapitala, prilivi po osnovu kratkoročnih i dugoročnih kredita, prilivi po osnovu ostalih finansijskih obaveza su mogući izvori eksternog finansiranja.

Tabela 60. Analiza potrebe za eksternim finansiranjem

<b>Neto novčani tok iz poslovanja</b>	
	Odlivi po osnovu kredita
	Finansijski lizing
	Plaćene dividende
	Odlivi po osnovu ostalih finansijskih obaveza
<b>Neto novčani tok iz poslovanja nakon isplate duga</b>	
	Investicioni prilivi
	Investicioni odlivi
<b>Neto novčani tok pre eksternog finansiranja</b>	
	Povećanje osnovnog kapitala
	Prilivi po osnovu kredita
	Prilivi po osnovu ostalih finansijskih obaveza

Izvor: Checkley, K., 1999, str. 119.

Novčani tokovi prikazani u delu izveštaja koji se odnosi na finansijske aktivnosti su rezultat prethodno donetih odluka o finansiranju. Pozitivan neto novčani tok iz finansiranja pokazuje da preduzeće ima potrebu za dodatnim izvorima finansiranja, ali se pozitivan iznos može različito protumačiti u zavisnosti od namene korišćenja eksterno pribavljenih novčanih sredstava. Pribavljanje sredstava za održavanje kontinuiteta poslovanja i finansiranje profitabilnih ulaganja iz dugoročnih izvora, pozitivno se može oceniti sa aspekta performansi preduzeća. Odluka da se investiciona ulaganja i dividende finansiraju iz kratkoročnih izvora, može imati za rezultat pozitivan neto novčani tok iz aktivnosti finansiranja, ali po tom osnovu nastao priliv gotovine ne može biti ocenjen kao povoljan i poželjan.

Negativan neto novčani tok iz aktivnosti finansiranja utiče na smanjenje neto novčanog toka u celini i na smanjenje salda gotovine preduzeća, što ipak ne mora biti ocenjeno kao nepovoljan trend. Ukoliko je neto odliv rezultat otplate postojećih kredita, sposobnosti finansiranja otplate duga, kapitalnih ulaganja i dividendi iz internih izvora gotovine, negativna vrednost neto novčanog toka iz finansiranja se može shvatiti kao pozitivan trend sa aspekta finansijske strukture i finansijske sigurnosti preduzeća. Negativna vrednost neto gotovine iz aktivnosti finansiranja je uobičajena kod preduzeća koja se nalaze u fazi opadajuće aktivnosti, što može biti rezultat smanjene potrebe za eksternim izvorima finansiranja, usled smanjenog obima poslovanja ili nemogućnosti privlačenja kapitala investitora i kreditora.

## 2.2. Izvori finansiranja i optimalna finansijska struktura

Ostvarenje ciljeva poslovanja preduzeća zavisi i od izvora finansiranja kratkoročnih i dugoročnih ulaganja. Postoji nekoliko opcija pribavljanja dodatnog kapitala. Ukoliko se vlasnici kapitala odluče na dokapitalizaciju, povećanjem osnovnog kapitala bi se mogao

pokriti nedostajući iznos kapitala. Novo zaduživanje je jedan od načina pribavljanja dodatnog kapitala, kao i akumuliranje neto dobitka u narednom periodu. Varijanta u kojoj se preduzeće dodatno zadužuje često podrazumeva akumuliranje neto dobitka u cilju otplate glavnice duga. S obzirom na zasnovanost pokrića nedostajućeg kapitala na akumuliranom dobitku, preduzeća nisu u mogućnosti da isplaćuju dividende i učešća u dobitku vlasnicima kapitala.<sup>293</sup>

Sopstveni i pozajmljeni kapital mogu biti različito zastupljeni kao izvori finansiranja preduzeća, u zavisnosti od potrebe za finansiranjem iz pozajmljenih izvora, cene pojedinih oblika kapitala i mogućnosti pristupa izvorima finansiranja. Stepem pribavljanja novčanih sredstava iz eksternih izvora zavisi od više faktora. Ukupna potreba za novčanim sredstvima, iznos neto novčanog toka iz poslovanja i mogućnost pristupa eksternim izvorima finansiranja predstavljaju ključne faktore koji određuju iznos priliva gotovine iz aktivnosti finansiranja. Sposobnost generisanja neto gotovine iz poslovanja i mogućnost privlačenja kapitala investitora i kreditora pod povoljnim uslovima, ukazuje na dobru finansijsko-strukturnu poziciju.

Mišljenje o upotrebnoj vrednosti informacija o novčanim tokovima u proceni finansijske snage i izražavanju finansijskog potencijala preduzeća je razvijeno usled činjenice da neto novčani tok predstavlja izvor novčanih sredstava koja su na raspolaganju za potrebe finansiranja preduzeća. Poslovni neto novčani tok pokazuje sposobnost preduzeća da interno generiše novčana sredstva za potrebe finansiranja, ali i mogućnost otplate duga na osnovu koje se utvrđuje optimalna granica zaduženja. U slučaju narušene finansijske ravnoteže, poslovni neto novčani tok daje korisna obaveštenja o mogućnostima saniranja finansijskog položaja i upućuje na pravce odlučivanja u vezi sa izvođenjem poduhvata saniranja.<sup>294</sup>

Neto novčani tok iz poslovanja je značajan izvor novčanih sredstava sa aspekta troškova finansiranja, ali i sa aspekta pristupa eksternim izvorima. Preduzeće koje ostvaruje pozitivan i zadovoljavajući iznos neto gotovine iz poslovanja, u mogućnosti je da privuče kapital po osnovu emisije vlasničkih i dužničkih hartija od vrednosti i kapital od kreditora, i to pod relativno povoljnim uslovima. Negativan neto novčani tok iz poslovanja na kratak rok, najčešće u fazi rasta preduzeća, ne remeti pristup pozajmljenom kapitalu. Dugoročna nemogućnost generisanja neto gotovine iz poslovanja je loš signal potencijalnim vlasnicima novoemitovanih hartija od vrednosti i potencijalnim kreditorima, tako da stepen pribavljanja eksternih izvora gotovine najčešće nije i željeni stepen priliva po osnovu aktivnosti finansiranja.

Preduzeća koja raspolažu slobodnim novčanim tokom mogu doneti odluku o kapitalnom ili finansijskom investiranju, otplati duga, plaćanju dividendi ili zadržavanju gotovine. Način raspodele novčanog toka koji je raspoloživ preduzeću utiče na strukturu kapitala preduzeća. Zadržavanje slobodnog novčanog toka u obliku gotovine i gotovinskih ekvivalenata je jedna od varijanti raspodele koju menadžment preduzeća može izabrati. Ipak, treba voditi računa o optimalnom nivou slobodnih novčanih tokova koji treba zadržati, što u velikoj meri zavisi od stabilnosti novčanih tokova tokom perioda, mogućnosti pristupa eksternim izvorima finansiranja i drugih specifičnosti preduzeća. Kompanije koje imaju nestabilne novčane tokove će nastojati da slobodnu gotovinu

---

<sup>293</sup> Rodić, J., Vukelić, G., Andrić, M., *Teorija, politika i analiza bilansa*, op. cit., str. 315.

<sup>294</sup> Ranković, J., *Upravljanje finansijama preduzeća*, op. cit., str. 170.

zadrže za naredne periode kada neto novčani tokovi budu nezadovoljavajući. Kompanije kojima je pristup eksternim izvorima finansiranja otežan, zadržaće iznos gotovine na višem nivou.

Širenjem raspoložive lepeze izvora finansiranja, povećava se finansijska fleksibilnost preduzeća i koristi po osnovu smanjenja cene kapitala. Javna emisija dugova omogućava da se potreba za kapitalom razbije na manje iznose i tako olakša privlačenje dodatnog kapitala pod povoljnijim uslovima. Promena strukture kapitala i povećanje stepena diversifikacije izvora finansiranja predstavlja važan segment uspešnosti poslovanja preduzeća. Preduzeća u Srbiji gotovo da ne koriste javne emisije dugova kao izvore finansiranja. Iako se privlačenje dodatnog kapitala kroz nove emisije akcija dešava sporadično, dominantni izvori finansiranja nedostajućeg kapitala preduzeća u Srbiji jesu bankarski krediti.<sup>295</sup>

Prilikom donošenja ključnih odluka neophodno je ispitati opravdanost investicionih ulaganja i uticaj na finansijsku strukturu preduzeća. Način finansiranja investicionih i finansijskih potreba za gotovinom se može posmatrati i u kontekstu potrebe održavanja optimalne finansijske strukture preduzeća. Sa aspekta uticaja na finansijsku strukturu, najpovoljnije deluju interni izvori neto gotovine. Neto novčani tok iz poslovanja generisan na zadovoljavajućem nivou, ukazuje na jaku strukturu neto obrtnog kapitala i snažnu finansijsko-strukturnu poziciju preduzeća. Kada se posmatraju eksterni izvori gotovine, finansiranje iz sopstvenog kapitala ima povoljnije efekte po finansijsku strukturu od korišćenja pozajmljenih izvora, kada se finansijsko-strukturna pozicija preduzeća menja u obliku povećanja zaduženosti.

Mogućnost finansiranja kapitalnih ulaganja emitovanjem i prodajom novog kola akcija preduzeća, povoljnija je sa aspekta očuvanja zdrave finansijske strukture i očuvanje poverenja poverilaca, koji u strukturi kapitala vide sigurnost sopstvenih potraživanja od preduzeća. Emisija akcija se može posmatrati kao instrument poboljšanja finansijske strukture preduzeća, ali ne treba zanemariti i činjenicu da postoje troškovi emisije, koji predstavljaju veće opterećenje ukoliko je reč o manjim preduzećima. Atraktivnost i uspešnost prodaje novoemitovanih akcija u velikoj meri zavise od sposobnost preduzeća da u što većoj meri iz internih izvora gotovine finansira, ne samo poslovne, već i izdatke po osnovu dividendi. Stabilni izvori finansiranja dividendi i stabilne dividende olakšavaju prodaju novoemitovanih akcija i poboljšavaju finansijsku strukturu preduzeća.

Finansiranje potreba preduzeća za novčanim sredstvima iz eksternih izvora podrazumeva i zaduživanje kod banaka i po osnovu emitovanih dužničkih hartija od vrednosti. Novčana sredstva pribavljena po osnovu uzetih kredita i emitovanih i prodatih dužničkih hartija od vrednosti, u trenutku pribavljanja predstavljaju pozitivnu stavku neto novčanog toka iz finansiranja, ali ne treba zanemariti činjenicu da je preduzeće u obavezi da, po unapred predviđenoj dinamici, otplati iznos glavnice duga i ugovorene troškove finansiranja. Efekti priliva po osnovu emisije i prodaje dužničkih hartija od vrednosti i uzetih kredita, su negativni po finansijsku strukturu, što ne znači i da je po tom osnovu promenjena finansijsko-strukturna pozicija preduzeća loša.

---

<sup>295</sup> Stamenković, R., Todorović, M., *Ocena potrebe i mogućnosti za razvoj kreditnog rejtinga u Srbiji*, zbornik radova *Izazovi poslovno-finansijskog izveštavanja u funkciji menadžmenta preduzeća i banaka*, XXXVIII simpozijum, Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, 2007, str.174.



Ukoliko preduzeće uspeva da održi optimalan odnos između sopstvenih i pozajmljenih izvora finansiranja, novo zaduživanje je opravdano. Finansiranje iz kratkoročnih pozajmica dovodi do povećanja novčanih sredstava, ali odluka da se gotovina pribavljena iz kratkoročnih pozajmljenih izvora koristi za realizaciju investicionih ulaganja, nije dobra sa aspekta održavanja povoljne finansijske strukture preduzeća.

Optimalna finansijska struktura za preduzeće jeste odnos duga i kapitala koji doprinosi maksimiziranju vrednosti preduzeća.<sup>296</sup> Pretpostavka je da vrednost preduzeća nije samo određena ulaganjima koje preduzima, već i odnosom duga i kapitala korišćenim za finansiranje tih ulaganja. U prisustvu rizika, poreza i agencijskih troškova povećanje učešća finansiranja iz duga nekada može povećati a nekada smanjiti vrednost preduzeća. Dodatan dug stvara koristi u obliku poreskih ušteda, ali i troškove zbog rizika bankrota. Empirijski dokazi po pitanju uticaja finansijske strukture na vrednost preduzeća su različiti. Neki govore da postoji mala korelacija između udela duga i vrednosti preduzeća čijim akcijama se javno trguje. S druge strane, postoje dokazi da neke aktivnosti poput otkupa akcija koji se finansira dugom, povećavaju finansijski leveridž povećavaju i vrednost preduzeća. *Damodaran*<sup>297</sup> analizira dve tehnike za ocenjivanje optimalne finansijske strukture preduzeća. Prvi pristup nalazi učešće duga koje minimizira troškove finansiranja dok razlog minimiziranja troškova finansiranja jeste maksimiziranje vrednosti preduzeća. Prema drugom pristupu koristi se APV kako bi se došlo do finansijske strukture koja maksimizira vrednost preduzeća.

Finansijska struktura preduzeća se menja i pod uticajem negotovinskih investicionih i finansijskih aktivnosti. Transakcije konverzije duga u kapital, finansiranja nabavke imovine izdavanjem hartija od vrednosti, sticanja entiteta putem emisije akcija, sticanja sredstava direktnim preuzimanjem obaveza ili putem finansijskog lizinga menjaju zatečenu finansijsku strukturu preduzeća, a pravac promena zavisi od vrste transakcije.

### 2.3. Donošenje odluka posmatrano iz perspektive kreditora

Brojevi govore, a bankari treba da slušaju, izreka je kojom se vodi *Ruth*<sup>298</sup> stavljajući poseban fokus na interpretacije brojeva, a ne na samo računanje. Analiza i interpretacija finansijskih informacija o klijentu podrazumeva poznavanje i izbor relevantnih analitičkih instrumenata od strane kreditora. Za utvrđivanje kreditnog rizika potencijalnog korisnika kredita je neophodno analizirati finansijske informacije, ali konačna kreditna odluka zavisi i od organizacionih i faktora okruženja preduzeća. Ocena poslovne sposobnosti preduzeća i sigurnosti njegovog privređivanja se izvodi na osnovu organizacione i vlasničke strukture preduzeća i informacija prezentovanih u finansijskim izveštajima, a značajan uticaj imaju kvalitet i realnost razvojnih programa, stepen iskorišćenja kapaciteta, nivo produktivnosti rada i kvalitet investicionih programa.<sup>299</sup> Razumevanje samog poslovanja preduzeća, problem moralnog hazarda duga, razumevanje finansijske strategije, tekućih finansijskih aranžmana, kvaliteta

---

<sup>296</sup> Damodaran, A., *Damodaran o valuaciji - Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne finansije*, op. cit., str. 193,

<sup>297</sup> Ibid., str. 223.

<sup>298</sup> Ruth, G., op.cit., str. 1.

<sup>299</sup> Rodić, J., Vukelić, G., Andrić, M., *Analiza finansijskih izveštaja*, op. cit., str. 229.

računovodstvenog sistema preduzeća i vrste revizorskog izveštaja, analitičarima pruža informacije koje su neophodne za kreditnu analizu, predviđanje finansijske pozicije preduzeća i razvoj kreditnog rejtinga.

Utvrđivanje kreditnog rejtinga preduzeća koji je zasnovan na informacijama iz postojećih finansijskih izveštaja je polazna faza u procesu analize kreditnog zahteva klijenta banke. Za sagledavanje sposobnosti preduzeća da izmiruje dospele obaveze po osnovu glavnice i kamate duga, osim analize kreditnog rejtinga neophodno je i projektovanje očekivanih novčanih i tokova rentabiliteta, kao i analiza rizika servisiranja obaveza po osnovu otplate kredita.

Činjenica da se kreditori izlažu riziku svaki put kada pozajmljuju sredstva klijentima zbog mogućnosti da kamate i glavnica neće biti otplaćeni od strane dužnika, za rezultat ima korišćenje različitih instrumenata zaštite od rizika. Jemstvo predstavlja bitan oblik zaštite u slučaju da se pojave problemi sa otplatom kredita. Ipak, stabilan novčani priliv može biti značajan izvor zaštite. Stabilniji prilivi gotovine znače veću sigurnost kreditora da će dospela potraživanja po osnovu kamate i glavnice kredita biti naplaćena.<sup>300</sup>

### **2.3.1. Ocena kreditne sposobnosti preduzeća**

Krajnji interes kreditora preduzeća jeste naplata potraživanja po osnovu odobrenog kredita u predviđenim rokovima, kako glavnice duga tako i ugovorenih kamata. Zainteresovani su za sadašnje i buduće performanse preduzeća kako bi utvrdili da li je preduzeće kreditno sposobno. Primarni zadatak kreditnih analitičara jeste razmatranje mogućnosti servisiranja zajma u skladu sa dogovorenim rokovima dospeća. Kreditni rizik je sastavni deo svakog kreditnog plasmana, ali je na kreditnim analitičarima da adekvatno sagledaju finansijsku stabilnost i kapacitet preduzeća, kako bi konačna kreditna odluka bila ispravna, a kreditni rizik prihvatljiv.

Kvalitativni i kvantitativni izraz poslovne sposobnosti preduzeća i sigurnosti njegovog privređivanja je poznat pod nazivom bonitet preduzeća. S obzirom da obuhvata sve karakteristike preduzeća, može se reći da bonitet predstavlja sintetizovanu ocenu o finansijskoj stabilnosti, likvidnosti, solventnosti, adekvatnosti i strukturi kapitala, imovinskoj situaciji, profitabilnosti, riziku ostvarenja finansijskog rezultata i organizovanosti. Postoje različiti pristupi oceni boniteta preduzeća koji se koriste u zavisnosti od toga šta je namena ocene boniteta. Ocena se može izvoditi u cilju utvrđivanja da li je preduzeće siguran dužnik, zatim da bi se ocenio položaj preduzeća na tržištu ili da bi se ukazalo na njegovu perspektivu poslovnog razvoja i poslovnu orijentaciju. U tom kontekstu bonitet ima uži smisao po kome izražava kreditnu sposobnost i likvidnost preduzeća, kao i širi smisao koji osim kreditne sposobnosti i likvidnosti izražava sveobuhvatnu poziciju (organizacionu, kadrovsku, materijalnu, finansijsku, poziciju na tržištu, poslovnu reputaciju, razvojne programe i poslovnu perspektivu) preduzeća.<sup>301</sup>

---

<sup>300</sup> Gogan, P.A., op. cit., str. 436.

<sup>301</sup> Rodić, J., Vukelić, G., Andrić, M., *Analiza finansijskih izveštaja*, op. cit., str. 230.

Bodovanje kreditne sposobnosti je proces dodeljivanja poena za godine poslovanja, broj uzastopnih godina u kojima je ostvaren pozitivan neto finansijski rezultat, stopu zaduženosti, oblik obezbeđenja kredita i ročnost otplate kredita. Analiza kreditne sposobnosti u širem kontekstu se uglavnom koristi za velike kreditne zahteve, tako da osim analize finansijskih informacija obuhvata intervjuisanje menadžmenta preduzeća i sagledavanje brojnih drugih finansijskih i nefinansijskih faktora. Na osnovu broja bodova se procenjuje sposobnost otplate kredita i donosi konačna odluka o odobravanju kredita.

Osnova za odobravanje kreditnih plasmana treba da bude sveobuhvatna, jer nijedna finansijska tehnika ne daje kompletnu finansijsku sliku preduzeća. Pokazatelji se koriste kao opšti indikatori poslovanja, s tim da pre odobravanja kredita takođe treba razmatrati nefinansijske snage i slabosti preduzeća. Donošenje ispravne odluke i izbor adekvatne strukture kredita podrazumeva i analizu proizvodnih kapaciteta, promene u tehnologiji, industrijskih trendova, sudskih sporova i drugih relevantnih faktora. Važni aspekti za donošenje odluka o odobravanju kredita odnose se na određivanje cene kredita, pregovore o specifičnim uslovima i raspoloživost sredstava.

*Rose i Hudgins*<sup>302</sup> razmatranje zahteva za odobravanje kredita analiziraju sa nekoliko aspekata, pri čemu definisani kriterijumi moraju biti zadovoljavajući kako bi kreditor doneo odluku koja je pozitivna po klijenta. Analiza karaktera u smislu odgovornosti i ozbiljne namere da se pozajmljena sredstva vrate, analiza svojstva u smislu postojanja adekvatnog ovlašćenja za pregovaranje o kreditu. Analiza gotovine je ključna karakteristika svakog zahteva za kredit i utvrđivanje sposobnosti da se generišu novčani tokovi dovoljni za otplatu kredita. Tri su izvora sredstava iz kojih se otplaćuje kredit. Novčani tokovi po osnovu prodaje proizvoda i usluga, neto prilivi od prodaje dela imovine ili na kraju neto novčana sredstva ostvarena izdavanjem dugoročnih finansijskih instrumenata ili hartija od vrednosti sa pravom učešća u dobiti.<sup>303</sup> Iako sva tri izvora mogu generisati dovoljno gotovine za otplatu kredita, najpoželjnije je da osnovni izvor budu interno generisani novčani tokovi. Prodaja imovine može negativno da utiče na poslovanje preduzeća, a stoga i na slabljenje pozicije sigurnosti kreditora kao poverioca.

Bilo da se razmatra realizacija kreditnih plasmana za pokriće nedostajućeg neto obrtnog kapitala ili u cilju finansiranja kapitalnih izdataka preduzeća, analiza novčanih tokova je primarno područje u okviru ocene kreditnog rizika. Kreditore pažljivo ispituju i analiziraju izveštaj o novčanim tokovima jer su zainteresovani za sposobnost preduzeća u pogledu izmirenja obaveza po osnovu kredita. Analiza se započinje od neto novčanog toka iz poslovanja i kreditore u izveštajima traže odgovore na pitanja u kojoj meri je preduzeće uspešno kada je u pitanju generisanje neto novčanog toka iz poslovanja, kakav je trend poslovnog novčanog toka tokom proteklih perioda i šta su glavni razlozi negativnog ili pozitivnog neto novčanog toka.<sup>304</sup> Poslovni neto novčani tok je poželjan kao izvor finansiranja jer ukoliko se znatan deo priliva ostvaruje po osnovu prodaje imovine ili novih zaduživanja, izloženost riziku potencijalnog kreditora je u porastu.

---

<sup>302</sup> Rose, P.S., Hudgins, S.C., *Bankarski menadžment i finansijske usluge*, op. cit., str. 533.

<sup>303</sup> Izvori gotovine su isti i prema: Checkley, K., *Cash is Still King: The Survival Guide to Cash Flow Management*, op. cit., str. 102.

<sup>304</sup> Kieso, D.E., Weygandt, J.J., Warfield, T.D., op. cit., str. 210.

Nedostaci u neto novčanim tokovima predstavljaju glavni indikator slabljenja poslovanja i pojave problema sa otplatom kredita. Osim visine i trenda, važno je utvrditi šta čini osnovu poslovnih tokova gotovine. Pristup utvrđivanja poslovnog neto novčanog toka koji uzima u obzir neto dobitak, bezgotovinske troškove, promene zaliha, potraživanja i ostalih relevantnih elemenata neto obrtnog kapitala je pogodan za praćenje novčanih tokova jer usmerava pažnju na faktore poslovanja. Efikasnim upravljanjem neto obrtnim sredstvima i kapitalom, moguće je smanjenje potencijalne potrebe za eksternim finansiranjem<sup>305</sup> i lakša otplata postojećih dugovanja. Analiza gotovinskog ciklusa preduzeća je za kreditore važna, jer neto novčani tok koji preostaje u ciklusu poslovnih aktivnosti, raspoloživ je za finansiranje investicionih i finansijskih poduhvata.

Rizik neispunjenja obaveza zavisi od poslovnog novčanog toka i ugovorenih finansijskih obaveza po osnovu glavnice duga i kamata. Preduzeća sa višim poslovnim novčanim tokom u odnosu na finansijske obaveze imaju niži rizik neizvršenja obaveza u odnosu na preduzeća sa nižim učešćem poslovnog novčanog toka u finansijskim obavezama. Stabilniji novčani tokovi bi trebalo da znače da je kreditor izložen nižem kreditnom riziku od strane preduzeća dužnika.

Kreditori koriste sisteme za kreditni rejting za odobravanje kreditnih zahteva, ali i za praćenje otplate kredita do poslednje rate. Periodično se vrši ponovna procena klijenta kako bi se utvrdilo da li se kreditna sposobnost održava bar na istom nivou. Kreditori mogu koristiti interne sisteme za kreditni rejting. Banke koje istovremeno primenjuju eksterne i interne sisteme rejtinga, vrše dvostruku proveru procene kreditne sposobnosti klijenta. Sistemi se vremenom menjaju sa većim akcentom na analizu profitabilnosti i osetljivosti korisnika kredita na rizike.

U literaturi se govori o dva modela za ocenu kreditnog boniteta koji se koriste u praksi. Pored već pomenutog *Z-score* modela, postoje i tradicionalni modeli po kojima se ocena kreditnog boniteta izvodi na osnovu finansijskih pokazatelja o finansijskom, imovinskom i prinostnom položaju, pokazatelja o upravljanju i tržišnoj vrednosti akcija.<sup>306</sup> Kreditni rejting koji je zasnovan na finansijskim pokazateljima je jedan od instrumenata predviđanja koji kreditni analitičari koriste. Banke dobijene informacije o kreditnom bonitetu sažimaju i prezentuju u obliku kreditnog rejtinga. Metode po kojima se finansijski pokazatelji kombinuju i sažimaju u jedan kompozitni indeks koji pokazuje kreditni bonitet preduzeća mogu biti različite. Kreditni scoring model kao kombinacija seta finansijskih pokazatelja se može predstaviti u obliku predstavljenom u formuli 39.<sup>307</sup>

$$K = (w_1 \times \text{Racio}_1) + (w_2 \times \text{Racio}_2) + (w_3 \times \text{Racio}_3) + \dots + (w_N \times \text{Racio}_N) \quad (39)$$

gde je:

K – kreditni rejting

w – ponder

N – broj finansijskih racio brojeva

---

<sup>305</sup> Checkley, K., *Cash is Still King: The Survival Guide to Cash Flow Management*, op. cit., str. 72.

<sup>306</sup> Rodić, J., Vukelić, G., Andrić, M., *Analiza finansijskih izveštaja*, op. cit., str. 233.

<sup>307</sup> Penman, S., op. cit., str. 728.

Suma izabranih finansijskih racio brojeva je ponderisana određenim ponderima. Raznovrsne statističke tehnike mogu biti korišćene za potrebe utvrđivanja pondera, a *Penman* kao dve uobičajeno korišćene navodi multiplikovanu diskriminacionu analizu (*Multiple Discriminant Analysis*) i logičku analizu (*Logic Analysis*). Najpoznatiji model koji je zasnovan na tehnikama diskriminacione analize jeste Altmanov Z-score. Z-score model je baziran na preduzećima koja odlaze u bankrotstvo, ali model može biti ocenjen i za neke druge događaje u preduzećima poput neizvršenja dospelih obaveza po osnovu duga ili nekih dugih oblika finansijskih teškoća. Logička analiza je zasnovana na različitim statističkim pretpostavkama iz diskriminacione analize i za rezultat daje rejting koji se kreće u rasponu od 0 do 1 i pokazuje verovatnoću neizmirenja dospelih obaveza po osnovu zaduženja. Rejting može biti kvantitativan ili kvalitativan. Kreditni rejting koji kombinuje informacije iz finansijskih izveštaja i druge informacije se najčešće rangira u rasponu od 1 do nekog definisanog broja. Ukoliko je rejting kvalitativna kategorija, kreditni rejting preduzeća može biti u kategoriji normalno prihvatljivog rizika, neizvestan ili nenaplativ.<sup>308</sup>

U cilju minimiziranja kreditnog rizika banke razvijaju različite interne sisteme, ali za konačnu ocenu kreditne sposobnosti koriste i izveštaje o bonitetu koje sastavljaju druge relevantne institucije. Sastavljanje Izveštaja o bonitetu je jedna od aktivnosti Agencije za privredne registre (APR) u Srbiji. Izveštaj je deo postupka vođenja Registra finansijskih izveštaja i podataka o bonitetu pravnih lica i preduzetnika. Reč je o sistematizovanom setu podataka o bonitetu za period od tri godine, koji predstavlja osnov za sagledavanje rezultata poslovanja i finansijskog položaja pravnog lica ili preduzetnika. Prema metodologiji Agencije<sup>309</sup> Izveštaj o bonitetu osim statusnih podataka sadrži i računovodstvene podatke i pokazatelje, podatke o reviziji finansijskih izveštaja, danima nelikvidnosti, hartijama od vrednosti i druge relevantne podatke. Računovodstveni podaci i pokazatelji se dobijaju na osnovu redovnih i vanrednih godišnjih finansijskih izveštaja pravnih lica i preduzetnika i konsolidovanih finansijskih izveštaja ekonomskih celina. Uobičajeni instrumenti finansijske analize koji se koriste za ocenu boniteta, odnose se na imovinsku strukturu, strukturu kapitala, efikasnost upravljanja imovinom i izvorima finansiranja, likvidnost i solventnost, profitabilnost, kao i na analizu tržišne vrednosti i budućeg rasta preduzeća. Prema metodologiji APR-a, za analizu profitabilnosti i tržišne vrednosti preduzeća nije predviđeno korišćenje pokazatelja koji su zasnovani na novčanim tokovima. Za analizu likvidnosti je predviđeno korišćenje racia novčane likvidnosti i cash flow-a, bez obrazloženja šta cash flow analiza obuhvata.

Izveštaji kreditnog biroa čine deo dokumentacije koja je kreditorima potrebna za ocenu kreditne sposobnosti klijenata i za ispravno donošenje odluka o kreditiranju. Razvoj Kreditnog biroa i izveštaja koji sastavljaju donosi korist svim učesnicima na bankarskom i finansijskom tržištu u celini. Kreditni biro kao nacionalni registar podataka o tekućim, potencijalnim novčanim obavezama i urednosti fizičkih i pravnih lica u izmirivanju obaveza prema bankama i drugim organizacijama koje su uključene u sistem, organizovan je u okviru Udruženja banaka Srbije.<sup>310</sup> Pored ocene kreditne

---

<sup>308</sup> Ibid, str. 728.

<sup>309</sup> Agencija za privredne registre, Metodologija za utvrđivanje podataka i pokazatelja o bonitetu pravnih lica i preduzetnika i davanje mišljenja o bonitetu privrednih društava, <http://www.apr.gov.rs>.

<sup>310</sup> Udruženje banaka Srbije, Kreditni biro, dostupno na: [www.kreditnibiro.com](http://www.kreditnibiro.com).

sposobnosti banke svoje sadašnje i potencijalne klijente kategorizuju u jednu od pet kategorija u zavisnosti od trajanja docnje u plaćanju obaveza.

Kamatne stope po kojima preduzeća mogu koristiti pozajmljeni kapital zavise od kreditorove procene kreditnog rizika. Kamatne stope prilagođene za rizik neispunjenja obaveza predstavljaju cenu kapitala pozajmljenog po osnovu zaduženja kod banke, ali i po osnovu emitovanja dužničkih hartija od vrednosti. Rizik neispunjena obaveza po osnovu korporativnih obveznica mere agencije za utvrđivanje rizika. Rejting koji agencija preduzeću dodeljuje, utiče na kamatne stope po kojima se preduzeća mogu zaduživati. Za većinu preduzeća informacije iz finansijskih izveštaja i na osnovu njih utvrđeni pokazatelji solventnosti, novčanih i tokova rentabiliteta obezbeđuju osnovu za ocenu rejtinga obveznica preduzeća. Rejting agencije dodeljuju preduzeću emitentu obveznica bolji rejting ukoliko su prinose i finansijske performanse bolje. Agencija *Standard and Poor's* kao ključne pokazatelje za merenje rizika neispunjenja obaveza koriste sledeće pokazatelje<sup>311</sup>:

- Pokriće kamata pre oporezivanja,
- Pokriće kamata dobitkom pre kamata, poreza i amortizacije,
- Odnos prihoda iz poslovanja i ukupnog duga,
- Odnos slobodnog novčanog toka i ukupnog duga,
- Prinos na kapital pre oporezivanja,
- Bruto profitna marža,
- Odnos dugoročnog duga i ukupnog dugoročnog kapitala,
- Odnos ukupnog duga i ukupnog kapitala.

Odnos slobodnog novčanog toka i ukupnog duga se prema S&P agenciji u proseku kreće u rasponu od 40,5% za AAA do 1% za BB rejting obveznica. Najniži rejtingi na nivou B i CCC beleže negativan pokazatelj usled negativnog slobodnog novčanog toka. Dodatne informacije dostavljene od strane menadžmenta i vlasnika preduzeća takođe mogu biti uključene. Postoje i situacije u kojima agencije u konačan rejting uključuju subjektivan stav koji oslikava pozitivna ili negativna očekivanja agencije vezana za ostvarenja preduzeća.

Politika upravljanja kreditnim bonitetom se oslanja na postojeće i projektovane finansijske izveštaje. Ocena likvidnosti, solventnosti i profitabilnosti je značajna za ocenu trenutne finansijske pozicije preduzeća, ali su kreditori zainteresovani i za buduću sposobnost izmirenja dospelih obaveza. Predviđanjem determinanti finansijske pozicije, kreditni analitičari imaju za cilj stvaranje kreditnog rejtinga koji pokazuje mogućnost neizvršenja obaveza od strane dužnika. Strategija poboljšanja kreditnog boniteta zahteva izgradnju projektovanih finansijskih izveštaja.

### 2.3.2. Projektovanje finansijskih izveštaja

Strategijsko planiranje je zadatak top menadžmenta, ali planirane ciljeve je potrebno kvantifikovati, u čemu važnu ulogu igra računovodstveno planiranje. Projektovanjem tokova rentabiliteta, novčanih tokova, finansijsko-strukturne pozicije i kapitala, menadžeri računovodstva sastavljaju projektovane finansijske izveštaje koji, zajedno posmatrano, daju sliku o mogućim budućim ostvarenjima preduzeća. Aktivnosti

---

<sup>311</sup> Damodaran, A., *Korporativne finansije – teorija i praksa*, op. cit., str. 177.

preduzeća se efikasno sprovode uz postavljanje planova vezanih za područja poslovanja, investiranja i finansiranja, kao i kontrolu ostvarenja u odnosu na planirane stavke. Kontrolnim postupcima se prate ostvarenja planiranih ciljeva, ali i preduzimaju korektivne mere u slučaju mimoilaženja planiranih i stvarnih veličina.

Sastavni deo finansijskog planiranja preduzeća predstavljaju projektovani finansijski izveštaji. Kroz projektovane pozicije stanja, uspeha i novčanih tokova, menadžment preduzeća prikazuje predviđanja i prognoze po pitanju uspešnosti poslovanja, likvidnosti i solventnosti preduzeća u budućim periodima. Projektovani finansijski izveštaji predstavljaju analitički instrument koji donosiocima odluka olakšava proces odlučivanja. U zavisnosti od informacionih potreba donosioca odluka, u okviru projektovanja elemenata finansijskih izveštaja se može pristupiti detaljnijem predviđanju prihoda od prodaje, tako što se za nekoliko narednih perioda prihodi i njihove stope rasta projektuju po segmentima. Kapitalna ulaganja takođe mogu biti predmet detaljnijih analiza i predviđanja. Napomene uz finansijske izveštaje informaciono odgovornih preduzeća već sadrže determinante neto kapitalnih ulaganja u tekućem i prošlom obračunskom period. U cilju predviđanja neto kapitalnih ulaganja zajedno sa stanjem imovine na početku perioda i akumuliranom amortizacijom imovine pojedinačno projektuju se nova ulaganja u nekretnine, postrojenja i opremu, vrednost prodaje i tekuća amortizacija. Važna determinanta projektovanja kapitalnih ulaganja može biti procenat prihoda od prodaje, tako da se u budućim periodima može određeni procenat prihoda izdvajati u cilju povećanja kapitalnih ulaganja.<sup>312</sup>

Projektovani finansijski izveštaji često predstavljaju sastavni deo dokumentacije koja je neophodna za razmatranje kreditnih zahteva upućenih bankama. Period za koji se projektovani izveštaji sastavljaju zavisi od vrste kreditnih zahteva i predviđenog perioda otplate. Banke dostavljene projektovane finansijske izveštaje proveravaju sa aspekta tehničke ispravnosti i realnosti pretpostavki na kojima su zasnovane.

Zbog moguće pristrasnosti i upravljanja ključnim računovodstvenim kategorijama, banke samostalno pristupaju sastavljanju pro forma izveštaja. Na osnovu informacija kojima raspolažu i sopstvenih pretpostavki za prognoze, kreditori ocenjuju uticaj određenih eksternih i internih faktora na kapacitet preduzeća za otplatu kredita. Kreditori koriste konceptualne i mehaničke instrumente kada ocenjuju realnost projekcija sastavljenih od strane menadžmenta preduzeća, ali i za izradu sopstvenih projekcija klijenta. Jedna od metoda jeste analiza optimističnog i pesimističnog scenarija. Broj scenarija može biti i veći ukoliko se sposobnost servisiranja obaveza po osnovu kredita žele oceniti pod većim brojem različitih pretpostavki.

Pro forma finansijski izveštaji pokazuju projektovano finansijsko stanje preduzeća koje je rezultat ranijih događaja i njihovog kontinuiteta, kao i predviđenih događaja eksterne i interne prirode koji utiču na poslovanje preduzeća. Početna stavka pro forma izveštaja jeste predviđanje iznosa buduće prodaje, kako bi se projektovao očekivani prihod od prodaje. Stopa rasta prihoda, profitna marža, pokazatelji obrta poslovne imovine su ključni faktori projekcije zajedno sa informacijama o poslovnim prihodima, rashodima, imovini, kapitalu i obavezama iz poslednje izveštajne godine.

---

<sup>312</sup> Stickney, C., Brown, P., Wahlen, J., op. cit., str. 1071.

Projektovani bilans stanja, bilans uspeha i izveštaj o novčanim tokovima često predstavljaju reklasifikovanu formu zvaničnih javnih finansijskih izveštaja ističući njihove ključne elemente. Glavni poslovni prihodi i poslovni rashodi, finansijski rashodi po osnovu kamata, dobitak, zalihe, potraživanja, obaveze prema dobavljačima, slobodni novčani tok, isplata dividendi, neki su od elemenata pro forma izveštaja. Kroz pro forma analizu finansijskih izveštaja kreditni analitičari procenjuju sposobnost servisiranja obaveza po osnovu kredita fokusirajući se na gotovinu koja je u te svrhe raspoloživa.

Projekcija novčanih tokova sadrži projekciju determinanti buduće finansijske pozicije preduzeća i potrebe za finansiranjem. Projektovanjem očekivanih novčanih priliva i odliva, priliva koji su rezultat odluke o finansiranju nedostajuće gotovine i odliva koji su posledice plasiranja viška gotovine, dobija se projektovani izveštaj o novčanim tokovima. Izveštaj o novčanim tokovima je moguće projektovati na osnovu projektovanih ostalih finansijskih izveštaja ili direktno na osnovu parcijalnih planova prodaje, proizvodnje, troškova proizvodnje, nabavke, troškova prodatih proizvoda, troškova perioda, kapitalnih ulaganja i finansiranja. Interni projektovani izveštaji o novčanim tokovima pomažu kreditorima da izvrše procenu sposobnosti preduzeća da generiše pozitivne novčane tokove iz poslovanja u budućim periodima, njihovog iznosa, vremenskog perioda i izvesnosti nastanka.

### **2.3.3. Merila sposobnosti servisiranja duga**

Preduzeća prave planove novčanih tokova na godišnjem nivou, ali i za periode koji su kraći od godinu dana kako bi kontrolisala svoje mesečne, sedmične i dnevne potrebe za gotovinom. Kreditori plan novčanih tokova koriste za testiranje sposobnosti preduzeća da otplati kredit i za analizu kreditnog boniteta od perioda dodele kredita do njegove otplate. Svrha projekcije tokova rentabiliteta i novčanih tokova jeste utvrđivanje mogućnosti servisiranja duga po osnovu kredita i visine duga koji može biti podržan prihodima od prodaje, neto poslovnim dobitkom i novčanim tokovima iz poslovanja.<sup>313</sup> Procena sposobnosti izmirenja dospelih obaveza podrazumeva poznavanje, ne samo uobičajenih izvora i načina upotrebe gotovine, već i predviđanje budućih aktivnosti koje bi mogle imati efekte na novčane tokove.

Kreditori se pre svega usredsređuju na sposobnost preduzeća da generiše gotovinu za otplatu duga, investiranje u osnovna sredstva i podršku rastu prodaje. Činjenica da samo gotovina otplaćuje kredit je razlog da analiza novčanih tokova bude značajan instrument u rukama kreditora za donošenje odluke o odobravanju kredita, rokovima i uslovima kredita i vrsti nadzora tokom otplate. U tabeli 61 su prikazani ključni novčani tokovi koji determinišu visinu gotovine koja je raspoloživa za otplatu kredita i efekti koje pojedinačni novčani tokovi imaju na sposobnost servisiranja duga.

Kapitalni izdaci, eksterno finansiranje i plaćene dividende su relevantni faktori koji utiču na buduća novčana sredstva za servisiranje duga. Neto novčani tok iz poslovanja umanjen za kapitalne izdatke kao najznačajnije investicione izdatke i plaćene dividende, zajedno sa dodatnim izvorima eksternog finansiranja čini iznos poslovnog neto novčanog toka koji je raspoloživ za otplatu kredita. Od visine neto novčanog toka koji

---

<sup>313</sup> Ruth, G., op.cit., str. 154.



je raspoloživ za otplatu kredita i ukupne kamate i glavnice na ime otplate duga zavisi iznos novčanih tokova nakon otplate potencijalnog kredita, a samim tim i odluka kreditora o zahtevu klijenta.

Tabela 61. Determinante sposobnosti servisiranja duga

Novčani tokovi	Efekat
Neto novčani tok iz poslovanja	Pozitivan
<i>Kapitalni izdaci</i>	Negativan
Investicioni neto novčani tok	Negativan
<i>Eksterno finansiranje</i>	Pozitivan
<i>Plaćene dividende</i>	Negativan
Novčani tokovi raspoloživi za otplatu kredita	
<i>Rashodi kamata</i>	Negativan
<i>Otplata glavnice duga</i>	Negativan
<i>Ukupna otplata (Kamata i glavnica)</i>	Negativan
Novčani tokovi nakon otplate kredita	
<b>Pokazatelj servisiranja duga</b>	

Izvor: Prikaz autora

Sposobnost servisiranja duga se može ocenjivati i na osnovu finansijskog pokazatelja. Pokazatelj servisiranja duga (*Debt Service Coverage Ratio – DSCR*) se najčešće utvrđuje na osnovu odnosa neto novčanog toka iz poslovanja koji je raspoloživ za otplatu kredita i ukupnog iznosa otplate kredita koji obuhvata glavicu i pripadajuću kamatu za određeni period, i to na godišnjem nivou. Način utvrđivanja *DSCR* pokazatelja koji je zasnovan na novčanim tokovima je prikazan u formuli 40, ali se u literaturi i praksi mogu naći tumačenja da je neto poslovni dobitak jedna od determinanti pokazatelja servisiranja duga.

$$DSCR = \frac{\text{Novčani tokovi raspoloživi za otplatu kredita}}{\text{Ukupna otplata kredita}} \quad (40)$$

Zadovoljavajuća visina pokazatelja je jedan i više što pokazuje da poslovne aktivnosti generišu dovoljno gotovine za pokriće duga po osnovu kredita. *DSCR* na nivou od 1 se najčešće posmatra kao prelomna tačka za kreditore, iako postoje primeri da se zahteva minimalna visina pokazatelja od 1,2 ili više.<sup>314</sup> Iznos pokazatelja ispod jedan signalizira da se na osnovu predložene strukture duga raspoloživim neto novčanim tokom iz poslovanja može pokriti manje od 100% izdataka na ime godišnje otplate duga, što je uglavnom nedovoljno sa aspekta opravdanosti odobravanja kredita. Kao primer se može navesti vrednost pokazatelja od 0,95 što ima značenje da je procenat servisiranja duga 95%.

Negativna vrednost pokazatelja je posledica negativnog neto novčanog toka iz poslovanja i nesposobnosti preduzeća da iz internih izvora generiše gotovinu koja će pokriti izdatke po osnovu otplate kredita. Preduzeća koja duži vremenski period imaju

<sup>314</sup> Direct Lender Alliance, How to Calculate DSCR: Debt Service Coverage Ratio for Commercial Loan Approval, <http://businessloansfinancing.com>.

probleme sa generisanjem neto gotovine iz poslovanja, najčešće mogu imati probleme sa novim zaduživanjem. Negativni novčani tokovi iz poslovanja kreditorima šalju nepovoljan signal o bonitetu preduzeća, jer preduzeće koje ne generiše dovoljno novca iz poslovnih aktivnosti nema gotovine za plaćanje obaveza o rokovima dospeća niti mogućnost pristupa alternativnim izvorima gotovine.

Na osnovu vrednosti pokazatelja kreditori mogu odrediti da li i pod kojim kreditnim uslovima dužnik može otplaćivati kredit u amortizacionom periodu, i da li je to prihvatljivo sa aspekta profitabilnosti banke ili ne. Analitičari često pribegavaju analizi više mogućih scenarija kako bi utvrdili u kojim uslovima je sposobnost servisiranja obaveza po osnovu kredita od strane klijenta ugrožena. Za te potrebe koriste metodologiju koja je slična *VaR* modelu (*Value-at-Risk*) koji se uobičajeno koristi za ocenu tržišnog rizika portfolia finansijskih sredstava. Po uzoru na formulu po kojoj je *Var* model definisan, verovatnoća neizvršenja obaveza po osnovu servisiranja duga se može prikazati na način koji je prezentovan u formuli 41.<sup>315</sup>

$$\text{Pr of Default} = \text{Pr} \{ \text{Cash za DS} < \text{DSR} \} \quad (41)$$

gde je:

Pr – verovatnoća

Default – nemogućnost servisiranja duga

Cash za DS – gotovina raspoloživa za servisiranje duga

DSR – traženi iznos duga

Varijacije iznosa gotovine raspoložive za servisiranje duga zavise od pretpostavki o iznosu determinanti slobodne gotovine, što za rezultat ima različita scenaria analize kreditnog zahteva. Za utvrđivanje scenaria koji ukazuju na neizvršenje obaveza, osim raspoložive gotovine potrebna je i iznos kreditnog zahteva. Verovatnoća nemogućnosti servisiranja duga koja je ključna osnova za utvrđivanje cene kredita koji banka plasira je ukupna verovatnoća svih scenarija koji su sa aspekta sposobnosti servisiranja obaveza po osnovu kredita negativni. Tačka u kojoj se razdvajaju negativna i pozitivna scenaria (*Default Point*) pokazuje da je raspoloživa gotovina manja od iznosa koji je potreban za izmirenje obaveza po osnovu kredita.

### 2.3.4. Rezultati empirijskog istraživanja

#### 2.3.4.1. Struktura i sadržaj upitnika

Sagledavanje upotrebne vrednosti informacija o novčanim tokovima iz perspektive kreditora je upotpunjeno anketnim istraživanjem koje je sprovedeno tokom 2015. godine. S obzirom da je problematika u upitniku vezana za analizu upotrebne vrednosti novčanih tokova za kreditnu analizu, anketirani su kreditni analitičari banaka koje posluju u Srbiji i koji se bave kreditnim plasmanima privredi.

Upitnik se sastoji od deset pitanja na koja anketirani analitičari odgovaraju izborom jednog ili više ponuđenih odgovora.<sup>316</sup> U skladu sa mišljenjem koje žele da iznesu po

---

<sup>315</sup> Penman, S., op. cit., str. 734.

<sup>316</sup> Upitnik za kreditne analitičare je prikazan u Prilogu.

određenom pitanju, analitičari mogu odlučiti da pitanje ostave bez odgovora, kao i da u okviru otvorenog odgovora daju komentare, pojašnjenja i dodatne odgovore koji upitnikom nisu predviđeni. Deset pitanja na koje analitičari daju odgovore mogu se grupisati u četiri celine koje se odnose na:

- Izveštaj o tokovima gotovine,
- Primenu finansijskih pokazatelja u postupku utvrđivanja kreditnog rejtinga,
- Merila sposobnosti servisiranja duga,
- Ocenu korisnosti cash flow pokazatelja za donošenje odluka o kreditiranju.

Prva grupa pitanja se odnosi na postojeće i projektovane izveštaje o tokovima gotovine. Upitnik započinje pitanjem vezanim za izbor kategorija klijenata koje za potrebe analize kreditnog rejtinga bankama dostavljaju izveštaj o tokovima gotovine. S obzirom na značaj projektovanih novčanih tokova za ocenu sposobnosti preduzeća da izmiruje obaveze po osnovu kredita, drugo i treće pitanje u upitniku se odnose na projektovani izveštaj o tokovima gotovine. Analitičari iznose mišljenje po pitanju obaveznosti klijenata da dostavljaju pomenute izveštaje, kao i praksi pripremanja izveštaja od strane analitičara.

Sledeća i najbrojnija grupa pitanja se odnosi na strukturu i frekvenciju primene finansijskih pokazatelja u postupku utvrđivanja kreditnog rejtinga klijenata banke. Kao ključni finansijski pokazatelji navode se pokazatelji likvidnosti, finansijskog leveridža, profitabilnosti i vrednosni pokazatelja koje kreditni analitičari koriste prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga. U okviru svake kategorije u upitniku su ponuđeni pokazatelji koji su uobičajeno prisutni u literaturi i praktičnoj primeni, s tim da analitičari imaju mogućnost da dodaju pokazatelje koje koriste, a nisu ponuđeni u upitniku. Iako je fokus na finansijskim pokazateljima koji su zasnovani na novčanim tokovima, kao nezaobilazni deo ocene kreditnog boniteta klijenata, ponuđeni su i pokazatelji zasnovani na pozicijama ostalih finansijskih izveštaja.

Pitanja osam i devet se odnose na jedan od najznačajnijih pokazatelja koji se koristi prilikom ocene sposobnosti servisiranja duga. Pored toga što se izjašnjavaju o primeni pokazatelja za potrebe ocene sposobnosti servisiranja kredita, anketirani analitičari mogu izabrati determinante koje određuju visinu pokazatelja.

Za razliku od prethodnih pitanja u kojima se od analitičara traži da izaberu pokazatelje koji se prema sistemu kreditnog rejtinga banke u kojoj rade koriste prilikom utvrđivanja kreditnog boniteta klijenta, u poslednjem pitanju ispitanici izražavaju mišljenje o korisnosti određenih pokazatelja u skladu sa ličnim kompetencijama. Od kreditnih analitičara se traži da ocene korisnost odabranih pokazatelja koji su zasnovani na novčanim tokovima. Korisnost pokazatelja se vrednuje ocenama u rasponu od 1 po kojoj pokazatelj nije koristan do ocene 5 koja znači da je pokazatelj veoma koristan. Ocena 2 znači da je pokazatelj malo koristan, ocena 3 da je umereno koristan i 4 da je reč o cash flow pokazatelju koji je koristan za donošenje odluka o kreditiranju klijenta.

#### 2.3.4.2. Analiza strukture ispitanika

Upitnik je namenjen kreditnim analitičarima banaka koje posluju na teritoriji Republike Srbije. Fokus je na ispitivanju mišljenja analitičara koji se bave kreditnom analizom plasmana koji su namenjeni privredi. Prema zvaničnim informacijama na sajtu Narodne banke Srbije<sup>317</sup>, u januaru 2015. godine je registrovano 30 banaka koje posluju u Republici Srbiji. Upitnik za kreditne analitičare je prvobitno prosleđen na zvanične mejl adrese 26 banaka. S obzirom da su kreditni analitičari samo jedne banke pokazali spremnost za saradnju nakon elektronske molbe za popunjavanje anketnog upitnika, obavljani su razgovori sa jednim brojem menadžera sektora koji se bavi upravljanjem kreditnim rizikom.

Razlozi za izuzimanje četiri banke iz anketnog istraživanja su različiti. Jedna od banaka obezbeđuje pre svega kredite i druge finansijske usluge preduzetnicima, mikro i malim preduzećima, ruralnim domaćinstvima i poljoprivrednim gazdinstvima u Srbiji koji nisu zakonski obveznici sastavljanja izveštaja o novčanim tokovima. Druga banka je u vlasništvu banaka u stečaju, a treća se nalazi u procesu reorganizacije zbog promene poslovne politike i planira da prati sistem preduzeća iz namenske industrije. Najnovija banka koja je dobila licencu za rad u Srbiji i čiji početak poslovanja se očekuju u toku 2015. godine se nalazi na spisku banaka koje čine bankarski sistem Srbije, ali zbog neposlovanja nije uključena u anketno istraživanje.

U sprovedenom anketnom istraživanju je učestvovalo 26 kompetentnih kreditnih analitičara iz 12 banaka koje čine 48% ukupnog broja banaka koje su uključene u anketno istraživanje. Jedan od razloga nemogućnosti saradnje i učestvovanja banaka i njihovih kreditnih analitičara u anketnom istraživanju je promena vlasničke strukture. Banka koja je 2014. godine promenila vlasničku strukturu i poslovno ime sada posluje samo sa fizičkim licima, tako da kreditni analitičari banke nisu bili u prilici da upitnik kvalitetno popune.

Iz intervjuja koji su vođeni sa manjim brojem menadžera organizacionih delova banaka koji se bave kontrolom i upravljanjem kreditnim rizikom, moglo se zaključiti da odluka o odobravanju kredita dominantno zavisi od faktora nefinansijske prirode. To je i razlog da kreditni analitičari ne učestvuju u istraživanju koje se odnosi na analizu novčanih tokova koja je samo formalni deo internog sistema kreditnog rejtinga banke. Manji broj analitičara nije pristupio odgovaranju na pitanja vezana za upotrebnu vrednost informacija o novčanim tokovima zbog činjenice da u analizi kreditnog boniteta klijenata dominantno učestvuju pokazatelji zasnovani na pozicijama bilansa stanja i uspeha. Činjenica da analizirani finansijski pokazatelji čine deo sistema kreditnog rejtinga koji predstavlja intelektualnu svojinu banke, jedan je od razloga nemogućnosti popunjavanja upitnika. Ovaj razlog se ne bi mogao smatrati opravdanim, jer navedeni pokazatelji učestvuju u ukupnom sistemu kreditnog rejtinga samo jednim delom, što potvrđuju kreditni analitičari i menadžeri u bankama koje su pokazale spremnost za saradnju. Od ukupnog broja banaka koje nisu učestvovala u anketnom istraživanju, u najvećem broju slučajeva nije bilo odgovora, ali ni obrazloženja razloga neučestvovanja u istraživanju.

---

<sup>317</sup> Narodna banka Srbije, Spisak banaka, [www.nbs.rs](http://www.nbs.rs).

### 2.3.4.3. Analiza rezultata istraživanja

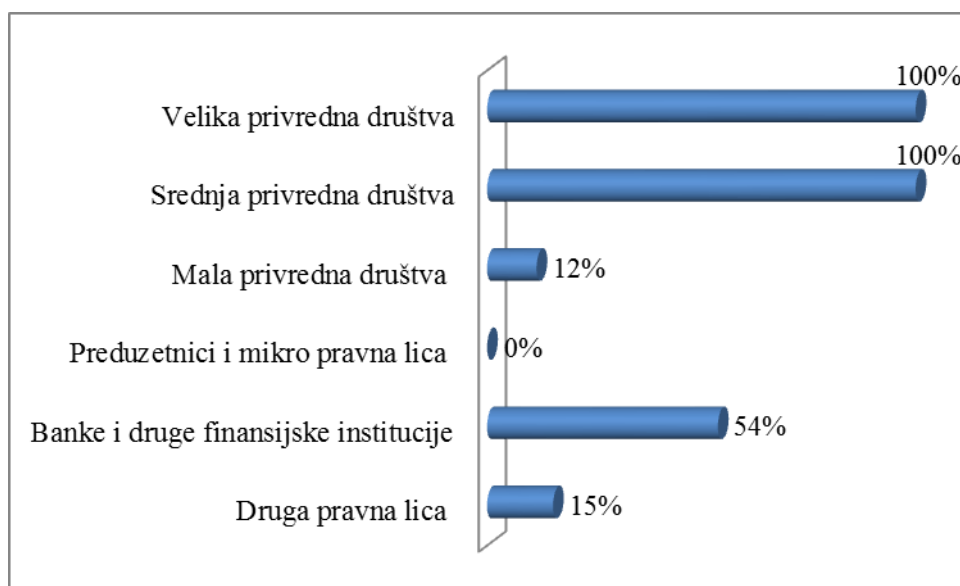
Donošenje odluka od strane kreditora je složen proces. Relevantna determinanta tog procesa jesu finansijske i nefinansijske informacije o klijentu čiji kreditni zahtev banka razmatra. Korišćenjem koncepta novčanih tokova povećava se upotrebna vrednost instrumenata finansijske analize, kako za potrebe kreditne analize, tako i u druge svrhe. Anketirani kreditni analitičari u Srbiji su u značajnoj meri svesni korisnosti informacija o novčanim tokovima preduzeća u procesu donošenja kvalitetnih odluka o kreditiranju. Analiza rezultata sprovedenog istraživanja i analiza upotrebne vrednosti informacija o novčanim tokovima iz perspektive kreditora je prikazana po anketnim pitanjima redosledom koji je naveden u upitniku.

Prvo pitanje za kreditne analitičare glasi: „*Molimo Vas da izaberete kategorije klijenata koji za potrebe analize kreditnog rejtinga dostavljaju Izveštaj o tokovima gotovine*“. Odgovori na pitanje pokazuju strukturu klijenata koji za potrebe analize kreditnog rejtinga dostavljaju kreditnim analitičarima izveštaj o tokovima gotovine. Velika i srednja privredna društva u Srbiji su u zakonskoj obavezi da sastavljaju izveštaj o tokovima gotovine kao deo seta redovnih godišnjih finansijskih izveštaja. Anketirani kreditni analitičari u Srbiji stopostotnim izborom navedene dve kategorije klijenata banaka koji za potrebe analize kreditnog rejtinga dostavljaju Izveštaj o tokovima gotovine to i potvrđuju. Izbor analitičara po pitanju kategorija klijenata koji za potrebe analize kreditnog rejtinga dostavljaju Izveštaj o tokovima gotovine je prikazan u grafikonu 5.

Analitičari koji su naveli da mala preduzeća za potrebe razmatranja kreditnih zahteva dostavljaju izveštaj o novčanim tokovima, polaze od činjenice da su mala privredna društva kao emitenti hartija od vrednosti u obavezi da dostavljaju izveštaj o tokovima gotovine kao deo set finansijskih izveštaja. Zakonska obaveza sastavljanja javno dostupnih godišnjih cash flow izveštaja se odnosi i na mala pravna lica koja primenjuju međunarodne standarde finansijskog izveštavanja za mala i srednja pravna lica. Zakonodavac dozvoljava da se mikro pravna lica mogu odlučiti za primenu standarda koji važe za mala i srednja pravna lica, što bi ih obavezalo na sastavljanje cash flow izveštaja. Izbor malih privrednih društava kao klijenata koji za potrebe analize kreditnog rejtinga dostavljaju Izveštaj o tokovima gotovine je izvršilo 12% anketiranih analitičara.

Preduzetnici kao fizička lica koja samostalno obavljaju privrednu delatnost radi sticanja dobiti i koji se opredeljuju da poslovne knjige vode po sistemu dvojnog knjigovodstva nisu u obavezi da sastavljaju izveštaj o novčanim tokovima. Redovan godišnji set finansijskih izveštaja mikro pravnih lica i preduzetnika koji vode dvojno knjigovodstvo čine bilans stanja i bilans uspeha. To je osnovni razlog da navedene kategorije klijenata banaka ne dostavljaju izveštaj o novčanim tokovima za potrebe analize kreditne sposobnosti, tako da kategorija preduzetnika i mikro pravnih lica izostaje u izboru anketiranih analitičara.

Grafikon 5. Klijenti koji dostavljaju Izveštaj o tokovima gotovine



Izvor: Prema rezultatima istraživanja autora

Banke i druge finansijske institucije prema mišljenju 54% anketiranih analitičara spadaju u grupu klijenata koji za potrebe realizacije kreditnog zaduženja dostavljaju izveštaj o novčanim tokovima. Finansijske organizacije kao izdavaoci hartija od vrednosti spadaju u javna društva, i u smislu Zakona o tržištu kapitala su u obavezi da sastavljaju godišnji izveštaj o tokovima gotovine i izveštaj na polugodišnjem i kvartalnom nivou u skraćenom obliku. Zakon o bankama<sup>318</sup> banke obavezuje na objavljivanje revidiranog godišnjeg seta i tromesečnih finansijskih izveštaja koji uključuju i izveštaj o tokovima gotovine. Razlog nepostojanja stopostotnog izbora banaka i drugih finansijskih institucija od strane analitičara treba tražiti u činjenici da svi anketirani analitičari ne učestvuju u kreditnim plasmanima finansijskim organizacijama.

Druga pravna lica u smislu odredbi Zakona o računovodstvu<sup>319</sup> čine pravna lica čije se poslovanje delom finansira iz javnih prihoda ili drugih namenskih izvora, kao i organizacije koje su kao pravna lica organizovane po osnovu učlanjenja i čije finansiranje je delom ili u celini zasnovano na članarinama. Mišljenja anketiranih analitičara pokazuju da druga pravna lica izveštaj o tokovima gotovine dostavljaju po potrebi, dok se izveštaj pre svega očekuje od pravnih lica koja na sastavljanje i obelodanjivanje obavezuje zakonodavac. Pravna lica koja finansijske izveštaje sastavljaju u skladu sa kontnim planom za budžetske korisnike, kao deo sistema finansijskog izveštavanja imaju izveštaj o tokovima gotovine, što je razlog da analitičari u 15% slučajeva kao klijente koji za potrebe analize kreditnog rejtinga dostavljaju izveštaj o tokovima gotovine navode jedinice lokalne samouprave. Opštine i gradovi kao korisnici budžetskih sredstava u Srbiji sastavljaju izveštaj koji sadrži novčane

<sup>318</sup> Zakon o bankama, Službeni glasnik RS, br. 107/2005, 91/2010, 14/2015, član 61.

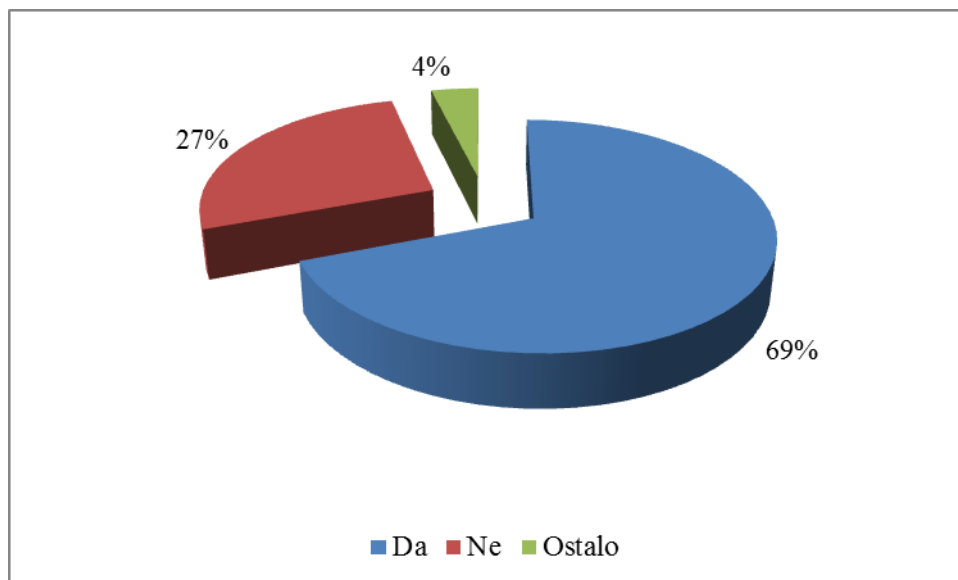
<sup>319</sup> Zakon o računovodstvu, Službeni glasnik RS, br. 62/2013, član 2.

prilive i odlive po osnovu tekućih prihoda i rashoda<sup>320</sup> i dostavljaju bankama za potrebe kreditiranja.

Odgovori prikazani na grafikonu 5 pokazuju mišljenje analitičara za svaku kategoriju klijenata pojedinačno. S obzirom da ispitanici imaju mogućnost izbora više kategorija klijenata koji dostavljaju Izveštaj o tokovima gotovine, najčešći su odgovori u kojima se istovremeno biraju tri kategorije klijenata. Pedeset procenata anketiranih analitičara bira tri kategorije klijenata u isto vreme, a od toga 46% bira velika privredna društva, srednja privredna društva i banke i druge finansijske institucije. Od ukupnog broja ispitanika, 42% u odgovorima kombinuje velika i srednja privredna društva.

Pitanje broj dva glasi: „Da li su Vaši klijenti u obavezi da dostavljaju projektovani Izveštaj o tokovima gotovine?“ Među anketiranim kreditnim analitičarima u Srbiji, mišljenje po pitanju obaveze dostavljanja projektovanih izveštaja o tokovima gotovine od strane klijenta je podeljeno, kao što se može videti na grafikonu 6.

Grafikon 6. Obaveza dostavljanja projektovanih izveštaja o tokovima gotovine



Izvor: Prema rezultatima istraživanja autora

Od ukupnog broja anketiranih analitičara, 69% ispitanika iznosi da je dostavljanje projektovanog izveštaja o novčanim tokovima od strane klijenata banke obavezno. Među njima je 31% analitičara koji su uz pozitivan odgovor i naveli da od svojih klijenata traže projektovani izveštaj o novčanim tokovima samo ukoliko su zahtevi vezani za novo angažovanje, projektno finansiranje, dugoročne kreditne plasmane i sl., navodeći da kod razmatranja kratkoročnih kreditnih plasmana ova obaveza ne postoji.

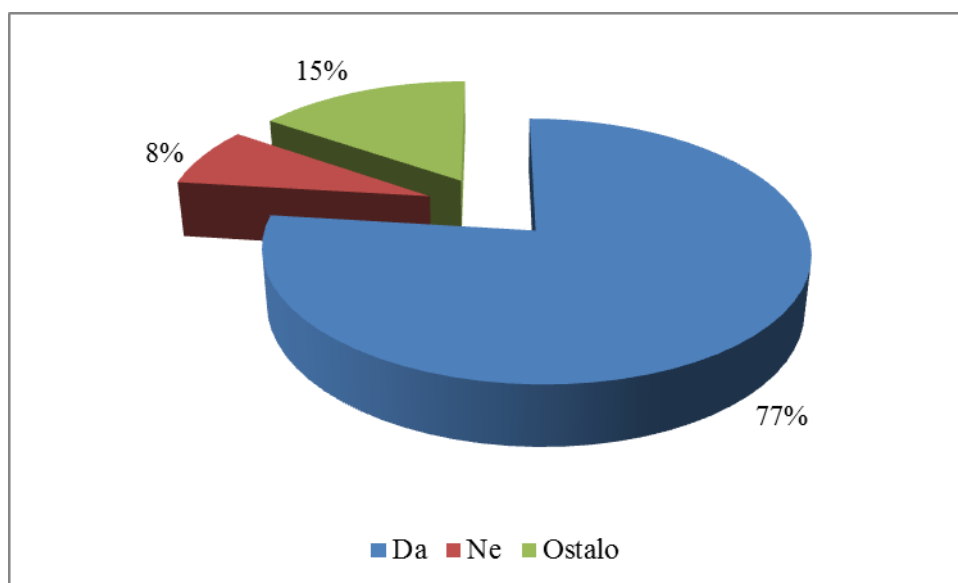
Prema mišljenju 27% anketiranih analitičara, klijenti banke nisu u obavezi da dostavljaju projektovane tokove gotovine. Postoji i detaljnije obrazloženje negativnog odgovora u kome analitičari ističu da od svojih klijenata traže projektovane bilanse

<sup>320</sup> Obrasci – Budžetsko računovodstvo i finansijsko izveštavanje, <http://www.paragraf.rs/obraci-paragraf/obraci-budzetsko-racunovodstvo-i-finansijsko-izvestavanje.html>.

stanja i bilanse uspeha na osnovu kojih analitičari indirektno dolaze do projektovanih novčanih tokova.

Treće pitanje za se odnosi na mogućnost sastavljanja izveštaja od strane kreditnih analitičara i glasi: „U slučaju da klijent nije u obavezi da sastavlja Izveštaj o tokovima gotovine, da li Vi kao kreditni analitičar pripremate izveštaj na osnovu informacija kojima raspolazete?“ U situacijama kada klijenti banke nisu u obavezi da sastavljaju izveštaj o tokovima gotovine, kreditni analitičar u najvećoj meri izveštaj pripremaju na osnovu informacija kojima raspolazu. Distribucija odgovora na pitanje broj 3 je prikazana u grafikonu 7.

Grafikon 7. Sastavljanje izveštaja o tokovima gotovine od strane analitičara



Izvor: Prema rezultatima istraživanja autora

Od ukupnog broja anketiranih analitičara, 77% izveštaj o novčanim tokovima sastavlja i kada klijenti nisu u obavezi da izveštaj dostave. Odgovor na pitanje je negativan samo po mišljenju 8% ispitanika, koji napominju da izveštaj ne sastavljaju, jer naknadno od klijenta traže izveštaj o novčanim tokovima. Dodatni komentari ispitanika se odnose na činjenicu da bankarski analitičari proveravaju realnost dostavljenih izveštaja. Pod ostalim odgovorima se nalaze komentari analitičara koji objašnjavaju detaljnije na koji način dolaze do informacija o novčanim tokovima. Bankarski sistemi omogućavaju da se izveštaji automatski generišu na osnovu podataka iz bilansa stanja i bilansa uspeha. Neke banke od klijenata traže da izveštaj sastave i dostave i ukoliko nemaju zakonsku obavezu. U tom slučaju se izveštaj sastavlja prema indirektnoj metodi.

Pitanje broj četiri glasi: „Molimo Vas da zaokružite pokazatelje likvidnosti koje koristite prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga klijenta“. Likvidnost predstavlja sposobnost blagovremenog pretvaranja sredstava u gotovinu i gotovinske ekvivalente bez gubitka tržišne vrednosti.<sup>321</sup> Blagovremenom konverzijom negotovinskih oblika obrtno imovine u gotovinu oslobađaju se novčana sredstva neophodna za izmirenje dospelih obaveza. Sposobnost izmirenja obaveza u definisanim rokovima dospeća se sagledava na osnovu

<sup>321</sup> Ruth, G., op.cit., str. 139.



raspoloživog stanja gotovine i analizom sposobnosti generisanja novčanih sredstava. S obzirom na značaj kratkoročne finansijske sigurnosti za ocenu kreditnog boniteta klijenata, kreditni analitičari likvidnost ocenjuju pre svega na osnovu pokazatelja koji su zasnovani na novčanim tokovima i stanju obrtne imovine i kratkoročnih obaveza.

Pokazatelj tekuće likvidnosti, pokazatelj monetarne likvidnosti i cash flow pokazatelj likvidnosti su ponuđeni odgovori na pitanje izbora pokazatelja likvidnosti koje koriste prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga klijenta. Odnos obrtne imovine i kratkoročnih obaveza (*Current Ratio - CR*) koji je u proporciji 2:1 je polazna vrednost pokazatelja koju analitičari smatraju prihvatljivom. Navedena vrednost je rezultat starog bankarskog pravila finansiranja koje potiče iz američke bankarske prakse<sup>322</sup>. Tokom razvoja finansijske analize analitičari prestaju da strogo primenjuju ovo pravilo usredsređujući se na analizu elemenata obrtne imovine i kratkoročnih obaveza i njihovu ročnost. Lošije vrednosti pokazatelja statičke analize likvidnosti u odnosu na vrednosti definisane pravilima finansiranja ne znači automatski i lošu kreditnu sposobnost klijenta, naročito ukoliko je reč o profitabilnom klijentu. Isto tako, po pravilima prihvatljive vrednosti pokazatelja likvidnosti ne znače i da ne postoji mogućnost povećanog kratkoročnog rizika ulaganja u preduzeće. Nekvalitetni elementi obrtne imovine mogu da utiču na stvaranje pogrešne slike likvidnosti preduzeća. Analiza dinamike i kvaliteta determinanti pokazatelja je neophodna za ocenu likvidnosti, jer neto obrtna sredstva pokazuju likvidnost preduzeća iako nisu koeficijenti.

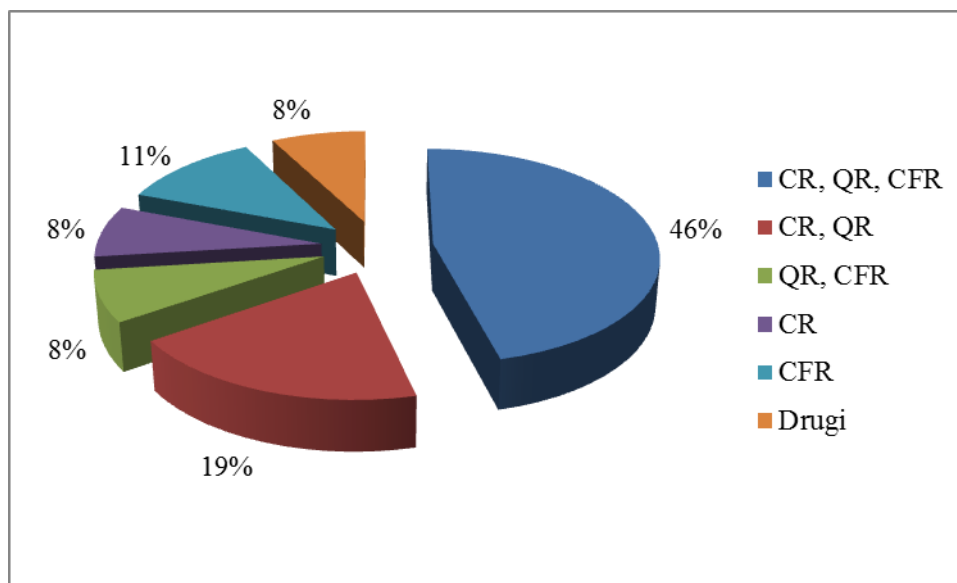
Pokazatelj monetarne likvidnosti (*Quick ratio - QR*) kao strožije pravilo finansiranja prihvatljivim smatra odnos monetarne imovine i kratkoročnih obaveza koji je na nivou 1:1. Položaj likvidnosti analitičari ocenjuju na osnovu vrednosti ovog pokazatelja, ali i na osnovu analize kvaliteta kratkoročnih potraživanja i strukture obaveza prema dobavljačima. Stepenn pokrića kratkoročnih obaveza preduzeća likvidnom imovinom nije dovoljan pokazatelj za konačnu ocenu kratkoročne sigurnosti poverilaca. Analiza usklađenosti novčanih priliva i odliva predstavlja sastavni deo kompletne ocene likvidnosti preduzeća. Cash flow pokazatelj likvidnosti (*Cash Flow Ratio - CFR*) koji pokazuje pokriće prosečnih kratkoročnih obaveza neto novčanim tokom iz poslovnih aktivnosti se koristi kao dodatni pokazatelj koji ukazuje na sposobnost izmirenja kratkoročnih obaveza. Izbor pokazatelja likvidnosti koje anketirani kreditni analitičari koriste prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga klijenata je prikazan na grafikonu 8.

Najčešće postupak utvrđivanja kreditnog rejtinga podrazumeva korišćenje sva tri ponuđena pokazatelja, i to u 46% slučajeva. Od ukupnog broja ispitanika, 27% analitičara bira dva pokazatelja, od čega njih 19% koristi pokazatelj tekuće i monetarne likvidnosti, a preostalih 8% analitičara zajedno sa pokazateljem monetarne likvidnosti koristi cash flow pokazatelj likvidnosti. Cash flow pokazatelj je jedini izbor između tri ponuđena merila likvidnosti kod 11% ispitanika, a pokazatelj tekuće likvidnosti kod 8% anketiranih analitičara.

---

<sup>322</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V., op. cit., str. 116.

Grafikon 8. Pokazatelji likvidnosti koje se koriste prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga



Izvor: Prema rezultatima istraživanja autora

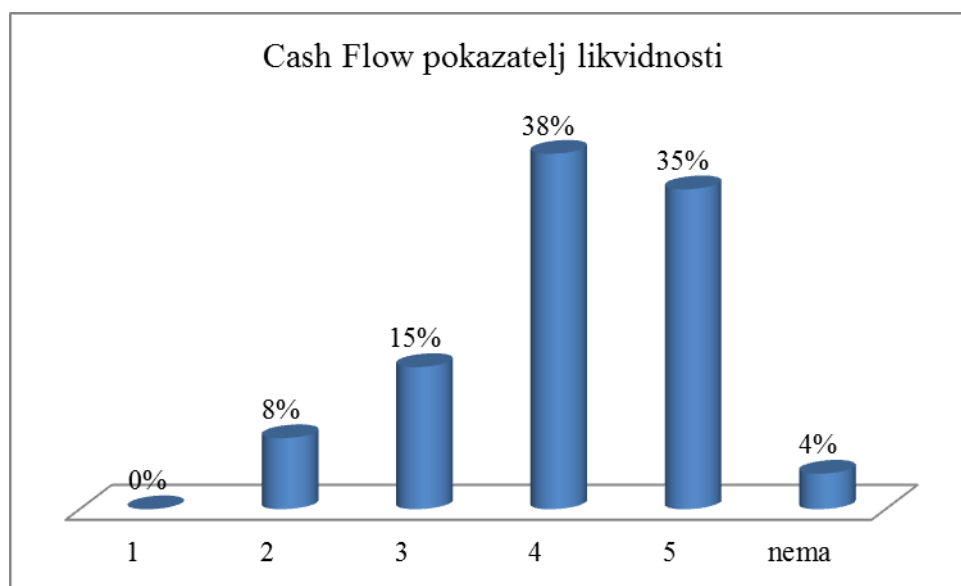
Posmatrano po pojedinačnim pokazateljima, analitičari u 73% slučajeva biraju prva dva tradicionalna pokazatelja likvidnosti za utvrđivanje kreditnog rejtinga, a cash flow pokazatelj kao merilo likvidnosti novijeg datuma je zaokruženo od strane 65% ispitanika. S obzirom na dobijene komentare analitičara vezane za pitanje pokazatelja likvidnosti, može se zaključiti da neki analitičari pod cash flow pokazateljem likvidnosti posmatraju odnos gotovine i kratkoročnih obaveza, umesto poslovnog novčanog toka.

Pokazatelj koji meri odnos gotovine i kratkoročnih finansijskih obaveza se u nekim bankama koristi kao deo internog modela za merenje kreditnog rejtinga. U delu upitnika gde se od analitičara tražilo da cash flow pokazatelje ocene prema korisnosti za donošenje odluka o kreditiranju klijenta, dobijena je distribucija ocena kao što je prikazano u grafikonu 9.

Bez obzira da li je modelom kreditnog rejtinga banke predviđeno utvrđivanje cash flow pokazatelja ili ne, anketirani analitičari su iskazali stručan lični stav o korisnosti pokazatelja za donošenje odluka o kreditiranju klijenta. Najveći procenat analitičara smatra da je cash flow pokazatelj likvidnosti koristan za donošenje odluka o kreditiranju, njih 35% pokazatelj ocenjuje kao veoma koristan, što za rezultat ima prosečnu ocenu pokazatelja na nivou od 4,04. Među svim ocenjivanim pokazateljima koji su zasnovani na novčanim tokovima, ocena 1 koja ima značenje da pokazatelj nije koristan je najmanje prisutna, a u ovom slučaju ocena 1 izostaje. Samo je 4% ispitanika bilo bez ocene pokazatelja, što je znatno manje u odnosu na 35% analitičara koji su naveli da pokazatelj ne koriste u procesu utvrđivanja kreditnog rejtinga. Ocena pokazatelja nije izostala, jer su svesni upotrebne vrednosti i korisnosti pokazatelja.

Anketirani analitičari napominju da se navedeni pokazatelji razmatraju u odnosu na granski prosek, kao i da su prilikom ocene likvidnosti najmerodavnije promene neto obrtnog kapitala posmatrano u odnosu na prihode od prodaje.

Grafikon 9. Distribucija ocena cash flow pokazatelja likvidnosti



Izvor: Prema rezultatima istraživanja autora

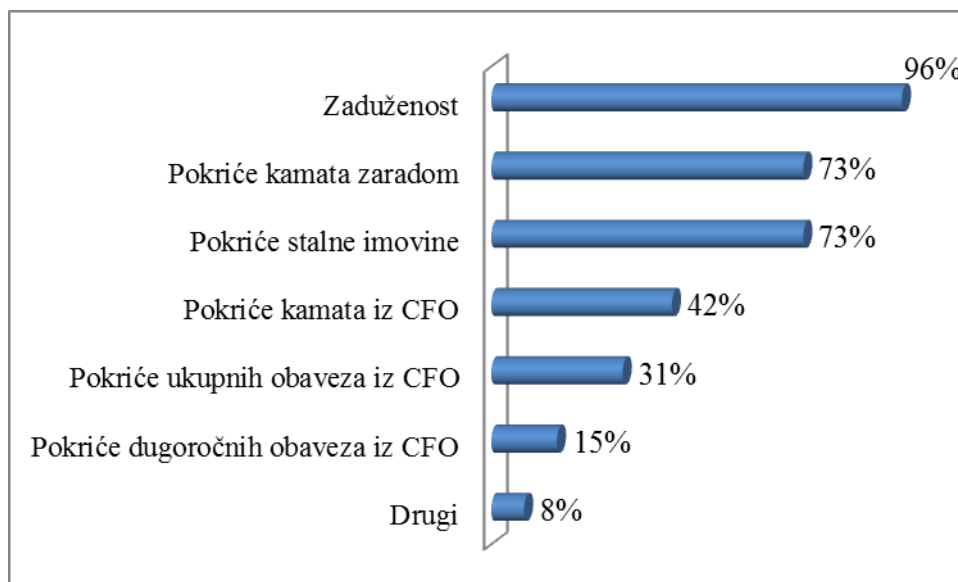
Adekvatan neto obrtni kapital je analitičarima signal dobre usklađenosti imovine i njenih izvora finansiranja, što pozitivno utiče na ocenu likvidnosti i stvara dobru pretpostavku za ostvarenje dugoročne finansijske sigurnosti. Osim perioda obrta pojedinačnih determinanti neto obrtnog kapitala, analitičari kao dodatna merila likvidnosti navode pokazatelj udela obrtne imovine u ukupnoj imovini klijenta. U jednoj banci su analitičari izrazili mišljenje da se pokazatelji likvidnosti navedeni u upitniku ne koristi direktno u obračunu racia za utvrđivanje rejtinga, već je to izraženo kroz druga racia.

Peto pitanje glasi: „*Molimo Vas da zaokružite pokazatelje finansijskog leveridža koje koristite prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga klijenta*“. Zainteresovanost dugoročnih poverilaca, u koje spadaju i kreditori, za dugoročnu finansijsku sigurnost preduzeća je opravdana i otuda značajna zastupljenost pokazatelja solventnosti u analizi kreditnog rejtinga preduzeća. U izboru navedenih pokazatelja finansijskog leveridža među kreditnim analitičarima dominantno je učešće pokazatelja zaduženosti. Zastupljenost odnosa ukupnih obaveza i neto vrednosti vlasničkog kapitala i drugih pokazatelja finansijskog leveridža u oceni kreditnog rejtinga je prikazano u grafikonu 10.

Izloženost preduzeća dugoročnim finansijskim rizicima je u upitniku posmatrana kroz pokazatelj zaduženosti i pokazatelje pokrića. U grafikonu 10 su pokazatelji poređani po procentu zastupljenosti u kreditnoj analizi. Koficijent zaduženosti koji pokazuje odnos ukupnih obaveza i neto vrednosti vlasničkog kapitala je izbor analitičara u 96% slučajeva. Preostalih 4% analitičara koji nisu zaokružili pokazatelj zaduženosti, kao merilo finansijskog leveridža za potrebe ocene potrebe kreditnog rejtinga koriste pokazatelj pokrića kamata zaradom. Pokriće stalne imovine neto vrednošću vlasničkog kapitala i pokriće kamata zaradom su sledeći pokazatelji finansijskog leveridža koje kreditni analitičari koriste prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga klijenta.

Pokazatelji pokrića koji su zasnovani na novčanim tokovima su ređe u upotrebi u odnosu na prethodno analizirane pokazatelje zasnovane na pozicijama bilansa stanja i uspeha. Pod ostalim pokazateljima koje su analitičari u upitniku naveli nalazi se pokazatelj pokrića kratkoročnih finansijskih obaveza iz poslovnog neto novčanog toka.

Grafikon 10. Zastupljenost pokazatelja finansijskog leveridža prilikom utvrđivanje kreditnog rejtinga



Izvor: Prema rezultatima istraživanja autora

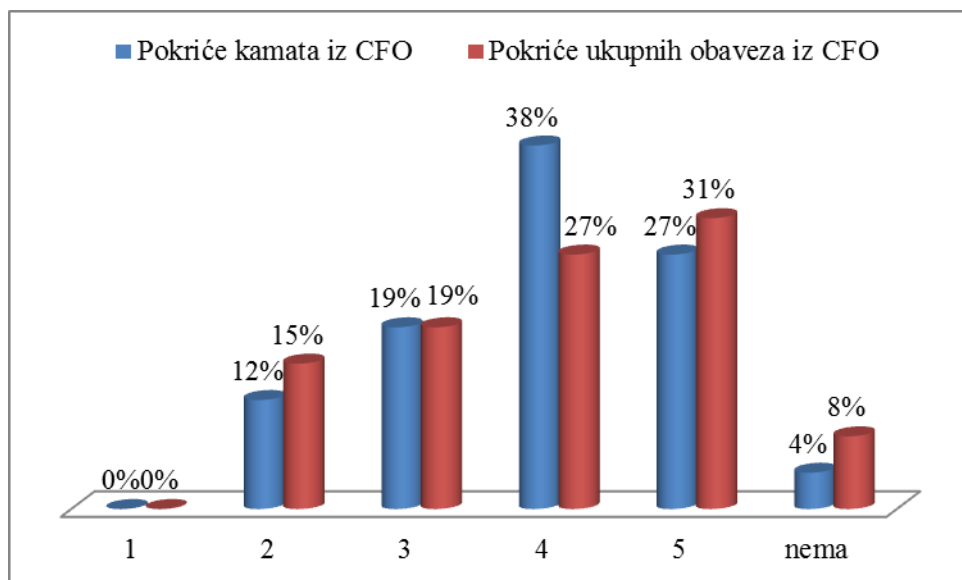
Kako izloženost preduzeća dugoročnim finansijskim rizicima zavisi i od stepena efikasnosti upravljanja imovinom i kapitalom preduzeća, ne iznenađuje odgovor u kome se može videti da se za merenje pokrića obaveza koje dospevaju na kratak rok koristi novčani tok koji je raspoloživ nakon odbitka operativnih troškova, promena neto obrtnog kapitala, kapitalnih izdataka i troškova kamata. U jednoj od napomena analitičara ističe se da su pokazatelji različiti u zavisnosti od delatnosti preduzeća.

Pokriće kamata neto novčanim tokom iz poslovanja je sa 42% najzastupljeniji među ispitivanim analitičarima, zatim slede pokazatelji pokrića ukupnih obaveza i dugoročnih obaveza neto novčanim tokom koji je generisan iz poslovnih aktivnosti sa 31% i 15% respektivno. U delu upitnika u kome se od analitičara traži da ocene cash flow pokazatelje prema korisnosti za donošenje odluka o kreditiranju klijenta, ispitanici su od pokazatelja finansijskog leveridža ocenjivali pokazatelje pokrića kamata i ukupnih obaveza poslovnim neto novčanim tokom. Distribucija ocena je prikazana u grafikonu 11.

Pokazatelj pokrića kamata poslovnim neto novčanim tokom je od strane anketiranih analitičara ocenjen prosečnom ocenom od 3,84. Slično je ocenjen i pokazatelj pokrića ukupnih obaveza neto novčanim tokom iz poslovanja, čija prosečna ocena iznosi 3,79. Za razliku od proseka ocena koji su slični, distribucija ocena korisnosti analiziranih pokazatelja finansijskog leveridža zasnovanih na novčanim tokovima se razlikuje. Pokriće kamata poslovnim novčanim tokom je najčešće ocenjivano kao koristan pokazatelj za donošenje odluka o kreditiranju klijenta. Veoma korisnim za proces

odlučivanja od strane kreditora se smatra pokazatelj pokrića ukupnih obaveza poslovnim novčanim tokom, i to kod 31% anketiranih analitičara.

Grafikon 11. Distribucija ocena pokazatelja pokrića iz poslovnog novčanog toka



Izvor: Prema rezultatima istraživanja autora

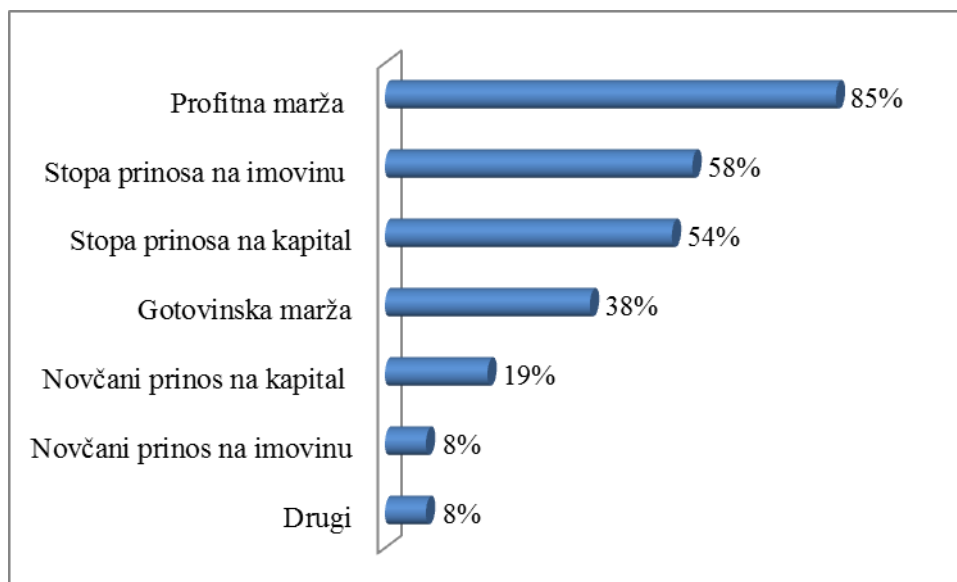
Korisnost oba pokazatelja je nesporna, s obzirom da ne postoje odgovori po kojima su pokazatelji ocenjeni kao da nisu korisni. Ocena jedan izostaje, ali ne i ankete bez odgovora po pitanju korisnosti pokazatelja pokrića kamata i ukupnih obaveza. Procenat ispitanika koji nisu ocenili korisnost pokazatelja je nizak u odnosu na procenat analitičara koji su se izjasnili da se pokazatelji u banci ne koriste prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga klijenta. Od 58% analitičara koji prilikom utvrđivanja kreditnog ne koriste pokazatelj pokrića kamata iz *CFO*, svega njih 4% nije pristupilo oceni njegove korisnosti. Kada je u pitanju pokriće ukupnih obaveza iz *CFO*, 69% analitičara pokazatelj ne koristi za ocenu kreditnog rejtinga, ali njih 61% smatra da korisnost pokazatelja postoji.

Pitanje broj šest glasi „*Molimo Vas da zaokružite pokazatelje profitabilnosti koje koristite prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga klijenta*“. Izloženost preduzeća dugoročnim finansijskim rizicima zavisi od zaduženosti, ali i od dobitnosti prihoda i profitabilnosti preduzeća. Pokazatelji profitabilnosti čine deo sistema kreditnog rejtinga banaka u Srbiji, ali u različitoj meri. Anketirani analitičari su imali mogućnost da kao pokazatelje profitabilnosti koje koriste prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga klijenta izaberu profitnu maržu, gotovinsku maržu, stopu prinosa na imovinu, novčani prinos na imovinu, prinos na kapital, novčani prinos na kapital, kao i mogućnost da dodaju pokazatelje koji upitnikom nisu predviđeni. Na koji način su to analitičari uradili, može se videti na osnovu prikaza na grafikonu 12.

Profitna marža je izbor većine analitičara, tačnije njih 85%. Iznenaduje će je da izbor nije stopostotan s obzirom da profitne marže, kako bruto, tako i neto profitna marža čine nezaobilazan deo projektovanih finansijskih izveštaja klijenata čiji se kreditni rejting utvrđuje. Profitna marža je izbor većine analitičara koji biraju samo jedan od ponuđenih

pokazatelja profitabilnosti. Profitna marža se može utvrditi na osnovu dobitka pre kamata i poreza, ali i drugih oblika dobitka tako da ne iznenađuju dodatni komentari analitičara koji pod ostalim pokazateljima profitabilnosti vide *EBITDA* maržu, stopu poslovnog dobitka i sl.

Grafikon 12. Zastupljenost pokazatelja profitabilnosti prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga



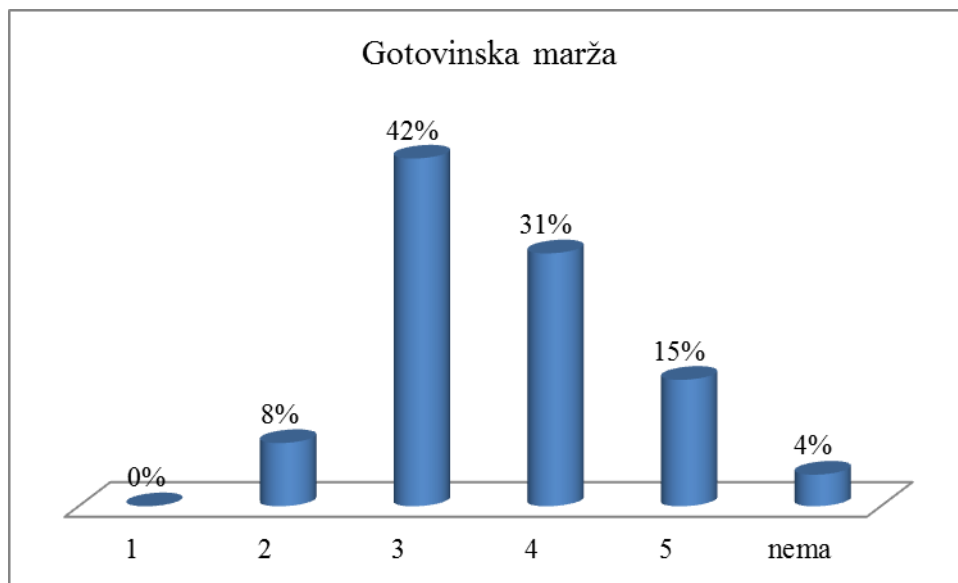
Izvor: Prema rezultatima istraživanja autora

Za razliku od 23% ispitanika koji biraju samo jedan pokazatelj profitabilnosti, njih 73% bira kombinaciju ponuđenih pokazatelja, a 4% se izjašnjava da pokazatelje ne koristi prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga klijenata banke. Najčešće se izbor analitičara svodi na kombinaciju pokazatelja čije determinante predstavljaju deo bilansa stnja i bilansa uspeha. Stopa prinosa na imovinu i stopa prinosa na kapital u približno istoj meri učestvuju u procesu utvrđivanja kreditnog rejtinga prema mišljenju analitičara, odnosno 58% i 54% respektivno.

Pokazatelji profitabilnosti koji su zasnovani na novčanim tokovima i u ovom slučaju imaju prosečan, odnosno potprosečan obuhvat posmatrano na nivou grupe ispitanika. Gotovinska marža kao odnos poslovnog neto novčanog toka i prihoda od prodaje je predmet utvrđivanja od strane 38%, novčani prinos na kapital utvrđuje 19% ispitanika, a novčani prinos na imovinu svega 8% anketiranih analitičara. Anketirani analitičari u najvećoj meri smatraju da korisnost pokazatelja gotovinska marža postoji, a na koji način je korisnost izražena pokazuje distribucija ocena prikazana na grafikonu 13.

Prosečna ocena korisnosti gotovinske marže za donošenje odluka o kreditiranju klijenta koja iznosi 3,54 je rezultat najvećeg prisustva ocena 3 i 4 u odgovorima ispitanika. Procentualno više analitičara smatra da je gotovinska marža veoma koristan pokazatelj nego što misle da je malo koristan. Najniža ocena se prema mišljenju kreditnih analitičara u Srbiji ne može povezati s korisnošću ovog pokazatelja, dok njih 4% ocene nije iznelo. Procenat upitnika bez odgovora je mali s obzirom da 62% ispitanika ističu da pokazatelj ne koriste prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga klijenata banke.

Grafikon 13. Distribucija ocena korisnosti gotovinske marže



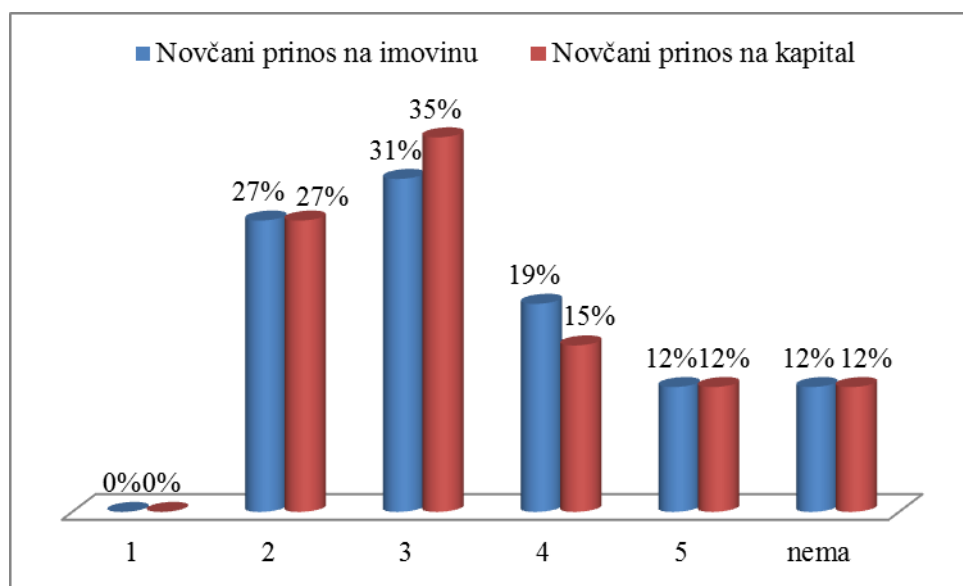
Izvor: Prema rezultatima istraživanja autora

Distribucija ocena korisnosti preostala dva upitnikom ponuđena pokazatelja profitabilnosti koja su zasnovana na novčanim tokovima je drugačija u odnosu na ocene korisnosti gotovinske marže, što se može videti na grafikonu 14. Pokazatelji novčanih prinosa kao merilo prinosa koriste poslovni neto novčani tok, tako da ne iznenađuje približna ocena korisnosti koju su u proseku analitičari izneli. Prosečne ocene novčanog prinosa na imovinu i novčanog prinosa na kapital koje iznose 3,17 i 3,13 respektivno, rezultat su dominantnog mišljenja analitičara da su pomenuti pokazatelji umereno korisni za donošenje odluka o kreditiranju. Za razliku od gotovinske marže, mišljenje je analitičara da su novčani prinosi više malo korisni nego što njihova korisnost zaslužuje ocenu 4. Veoma korisnim novčane prinose smatra 12% ispitanika. Podjednak broj analitičara koji korisnost ocenjuju ocenom 5, ovaj deo upitnika ostavljaju bez odgovora. Procenat od 12% je mali u odnosu na 92% i 81% analitičara koji se izjašnjavaju da novčane prinos na imovinu i na kapital ne koriste prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga klijenata banke.

Pitanje broj sedam glasi: „*Molimo Vas da zaokružite vrednosne pokazatelje koje koristite prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga klijenta*“. Vrednosni pokazatelji koji su navedeni u upitniku su sastavni deo analize koja je neophodna za donošenje investicionih odluka. Kada su u pitanju odluke o kreditiranju, kreditna sposobnost klijenata banke može uključivati i analizu navedenih pokazatelja, ali često i ne, kao što se i vidi iz odgovora anketiranih analitičara koji su slikovito prikazani na grafikonu 15.

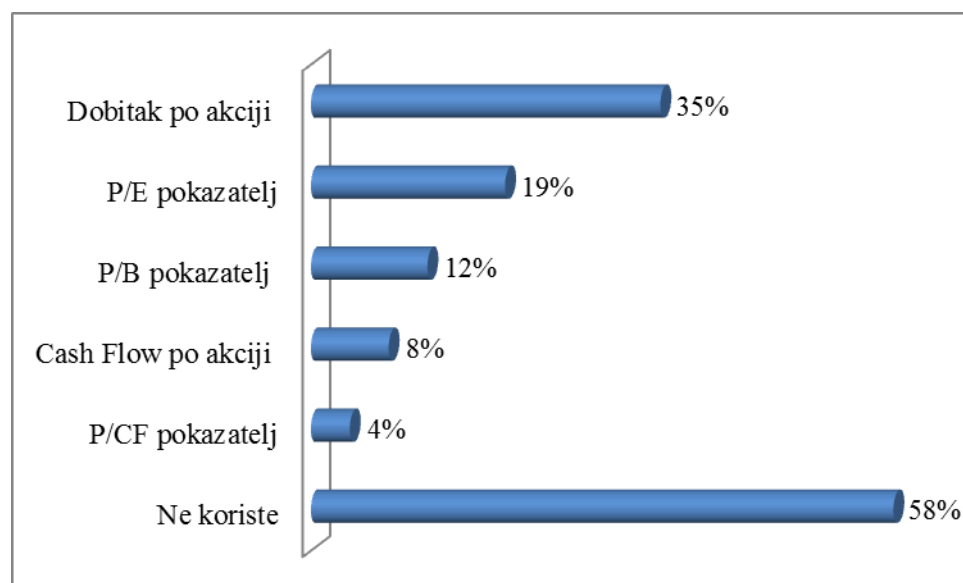
Pokazatelji koji povezuju tržišne vrednosti i informacije iz finansijskih izveštaja su direktno ili indirektno uključeni u proces vrednovanja pa otuda naziv vrednosni pokazatelji. Od ukupnog broja anketiranih kreditnih analitičara, 58% ispitanika se izjašnjava da ponuđene pokazatelje ne koriste u kreditnoj analizi. Njihovo uključivanje u proces procene budućih prinosa čini ih atraktivnim za analizu profitabilnosti iz perspektive investitora.

Grafikon 14. Distribucija ocena korisnosti pokazatelja novčanog prinosa



Izvor: Prema rezultatima istraživanja autora

Grafikon 15. Zastupljenost vrednosnih pokazatelja prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga

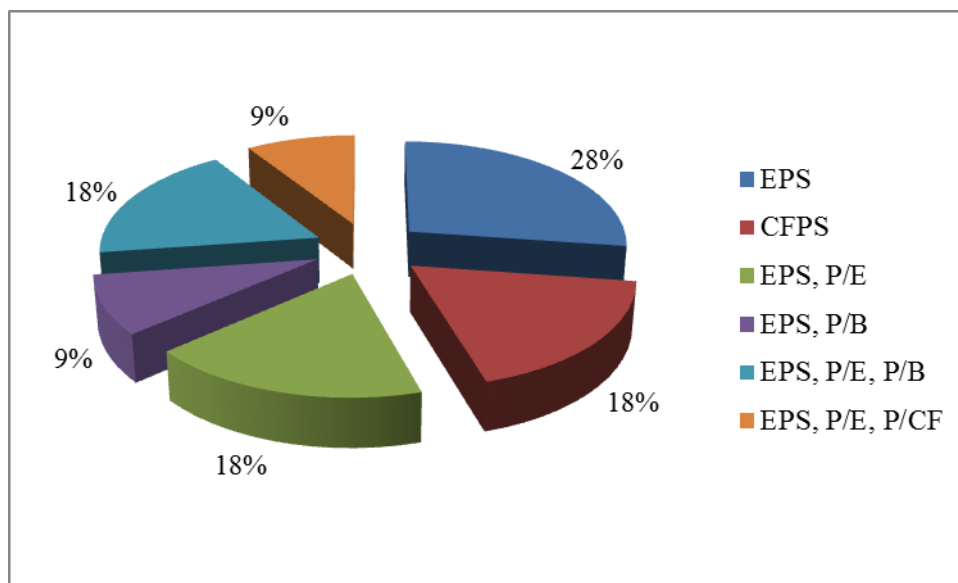


Izvor: Prema rezultatima istraživanja autora

Analiza kreditne sposobnosti jednim delom uključuje navedene pokazatelje ali znatno manje u odnosu na pokazatelje finansijske sigurnosti. Dobitak po akciji, odnos između tržišne cene akcija i dobitka po akciji i odnos tržišne i knjigovodstvene vrednosti su najčešće zastupljeni prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga klijenta. Primena cash flow pokazatelja po akciji i odnosa tržišne vrednosti i poslovnog neto novčanog toka po akciji je sa 8% i 4% izrazito niska. Među 42% ispitanika koji su u određenoj meri prepoznali primenu vrednosnih pokazatelja, postoje različite kombinacije odgovora, što je prikazano na grafikonu 16.



Grafikon 16. Vrednosni pokazatelji koji se koriste prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga



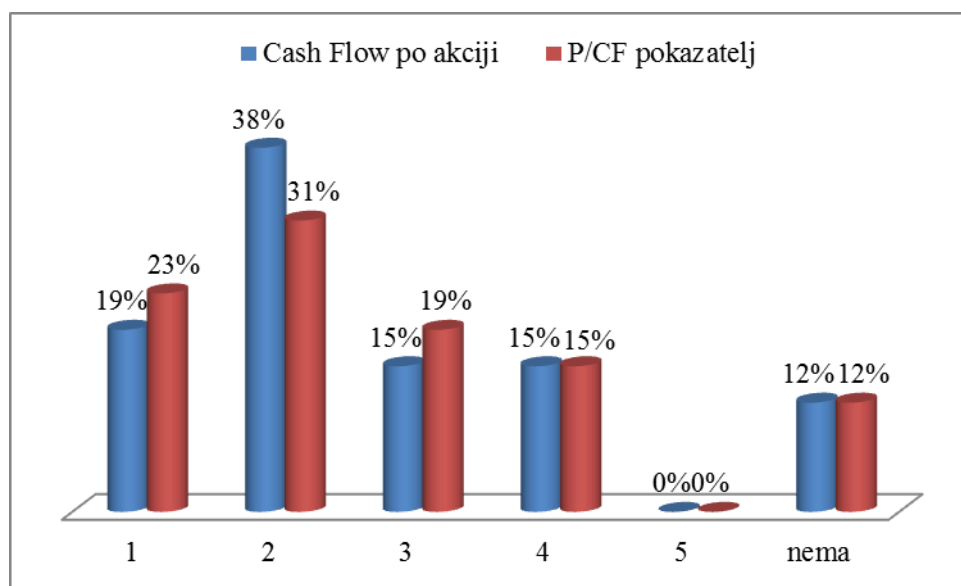
Izvor: Prema rezultatima istraživanja autora

Grafikon pokazuje strukturu odgovora 42% analitičara koji su izrazili mišljenje da se vrednosni pokazatelji koriste prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga klijenata banke. Dobitak po akciji je najzastupljeniji kako u kombinaciji sa drugim pokazateljima, tako i među ispitanicima koji su na ovo pitanje imali samo jedan odgovor. Podjednako su zastupljene kombinacije sa dva i sa tri izabrana pokazatelja.

Pokazatelj koji predstavlja iznos poslovnog neto novčanog toka po akciji je izbor analitičara koji smatraju da se od ponuđenih vrednosnih pokazatelja samo CF po akciji može koristiti u procesu utvrđivanja kreditnog rejtinga. Primena cash flow pokazatelja po akciji i *P/CF* pokazatelja je izrazito niska, ako i prosečne ocene njihove korisnosti za donošenje kreditnih odluka. Distribucija ocena korisnosti oba pokazatelja je data u grafikonu 17.

Prosečne ocene korisnosti cash flow po akciji i *P/CF* pokazatelja su iste i iznose 2,3. Ujedno su to i najlošije ocenjeni cash flow pokazatelji koji se mogu koristiti za donošenje odluka o kreditiranju. Procenat ispitanika koji smatraju da pokazatelji nisu korisni i onih koji ocenu nisu ni izvršili zajedno čini 31%, odnosno 35% u slučaju *P/CF* pokazatelja što je i dalje znatno manje u odnosu na broj analitičara koji navode da pokazatelje ne koriste prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga. Najveći procenat analitičara smatra da su navedeni pokazatelji malo korisni i otuda najveći broj odgovora sa ocenom dva.

Grafikon 17. Distribucija ocena vrednosnih cash flow pokazatelja



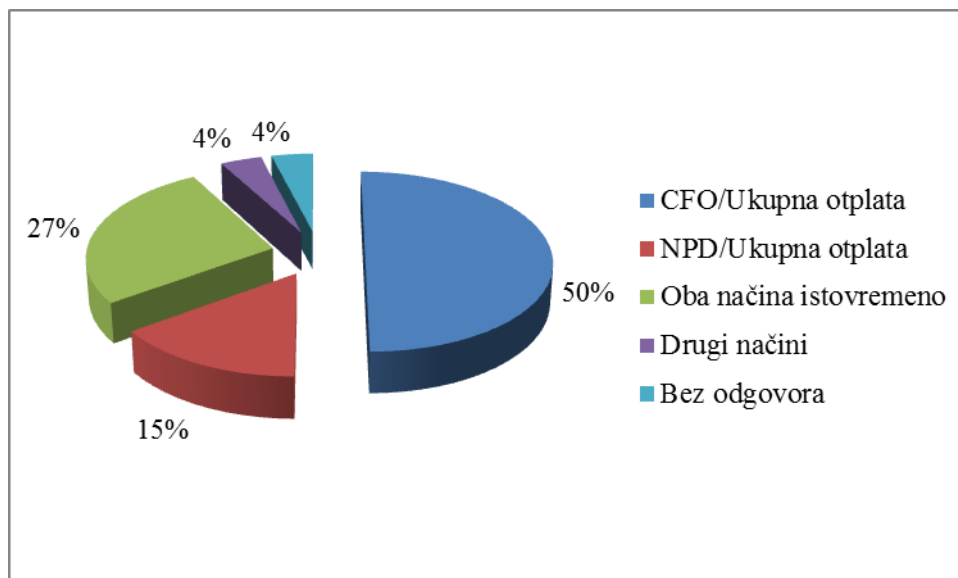
Izvor: Prema rezultatima istraživanja autora

Pitanje broj osam glasi: „*Da li za potrebe ocene sposobnosti servisiranja kredita utvrđujete pokazatelj servisiranja duga (Debt Service Coverage Ratio – DSCR)?*“ Kreditni analitičari u Srbiji u 96% slučajeva utvrđuju pokazatelj servisiranja duga za potrebe ocene sposobnosti servisiranja kredita. Anketirani analitičari iz dve banke su naglasili da pokazatelj servisiranja duga utvrđuju samo za određene kreditne plasmane. U pitanju su dugoročni plasmani, posebno naglašavajući u jednom slučaju da su plasmani namenjeni za finansiranje nekretnina. U jednoj od banaka se ocena sposobnosti servisiranja kredita ne utvrđuje na osnovu pokazatelja u ovoj formi.

Pitanje broj devet glasi: „*U slučaju da utvrđujete pokazatelj servisiranja duga (DSCR), izaberite determinante pokazatelja*“. Pored toga što banke dominantno koriste pokazatelj servisiranja duga, ne postoji jedinstven stav među analitičarima po pitanju načina utvrđivanja pokazatelja. U upitniku su u pitanju gde se od analitičara traži da izaberu determinante pokazatelja ponuđena dva odgovora po kojima su neto novčani tok iz poslovanja (*CFO*) i ukupna otplata kredita, odnosno neto poslovni dobitak (*NPD*) i ukupna otplata kredita determinante pokazatelja. Osim zaokruživanja postojećih odgovora, postoji mogućnost unošenja nekog dodatnog odgovora. Na koji način su ispitivani analitičari odgovorili na ovo pitanje, prikazano je u grafikonu 18.

Neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti i ukupan iznos otplate kredita koji obuhvata glavnica i pripadajuću kamatu za određeni period su determinante pokazatelja servisiranja duga u slučaju 77% anketiranih analitičara. Poslovni novčani tok se koriguje za kapitalne izdatke i eksterne izvore finansiranja. Neto poslovni dobitak i ukupna otplata kredita su determinante *DSCR* pokazatelja po izboru 42% od ukupnog broja anketiranih analitičara. Analitičari iz 5 banaka su u odgovoru na pitanje vezano za determinante pokazatelja servisiranja duga naveli da pokazatelj utvrđuju na oba ponuđena načina. Ankete bez odgovora na ovo pitanje se odnose na analitičare koji *DSCR* pokazatelj ne utvrđuju.

Grafikon 18. Način utvrđivanja pokazatelja servisiranja duga



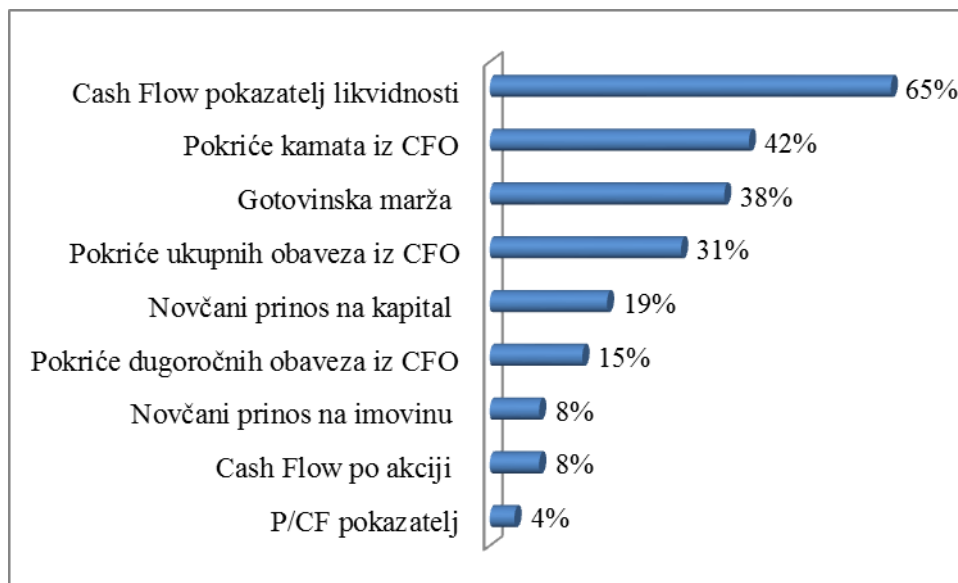
Izvor: Prema rezultatima istraživanja autora

Pitanje broj deset glasi: „*Molimo Vas da prema Vašem mišljenju ocenite Cash Flow pokazatelje prema korisnosti za donošenje odluka o kreditiranju klijenta*“. Primena pokazatelja likvidnosti, finansijskog leveridža, profitabilnosti i vrednosnih pokazatelja koji su zasnovani na novčanim tokovima, kao i ocena njihove korisnosti prilikom utvrđivanja kreditnog boniteta klijenta, analizirane su u okviru prethodnih pitanja koja se odnose na pomenute grupe pokazatelje. Na grafikonu 19 je sveobuhvatno prikazana zastupljenost cash flow pokazatelja prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga klijenata od strane kreditnih analitičara banke. Zastupljenost je iskazana kao procentualno učešće broja ispitanika koji su naveli da pokazatelji čine deo sistema ocene kreditne sposobnosti u odnosu na ukupan broj anketiranih analitičara.

Redosled pokazatelja prema zastupljenosti u proceni kreditnog rejtinga preduzeća skoro da prati redosled po pitanju visine ocene korisnosti pokazatelja u procesu donošenja kreditnih odluka. Najveći broj analitičara navodi da koristi cash flow pokazatelj likvidnosti, dok najmanju primenu u navedene svrhe imaju vrednosni pokazatelji. Bez obzira na iznošenje stava o trenutnoj primeni pokazatelja u sistemu kreditnog rejtinga banke, činjenica je da je većina analitičara imala potrebu da iskaže svoje stručno mišljenje o korisnosti navedenih pokazatelja. Anketirani analitičari su u poslednjem delu upitnika izrazili mišljenje o korisnosti pokazatelja u skladu sa ličnim kompetencijama, ocenjujući ih ocenama od 1 do 5. Prosečne ocene cash flow pokazatelja su prikazane u grafikonu 20.

Slobodan novčani tok, pokazatelj likvidnosti i pokriće kapitalnih izdataka su najbolje ocenjeni pokazatelji sa aspekta korisnosti analitičarima za donošenje odluka o kreditiranju. Navedena tri pokazatelja zajedno sa pokazateljima pokriva kamata i obaveza iz poslovnog neto novčanog toka su u proseku ocenjena bolje u odnosu na prosečnu ocenu svih navedenih cash flow pokazatelja koja iznosi 3,44.

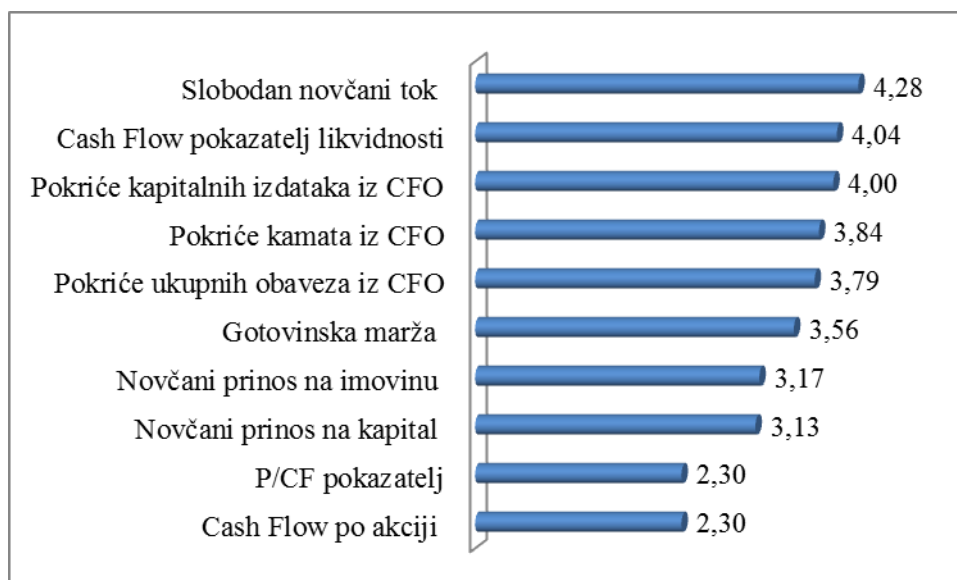
Grafikon 19. Primena cash flow pokazatelja u oceni kreditnog rejtinga



Izvor: Prema rezultatima istraživanja autora

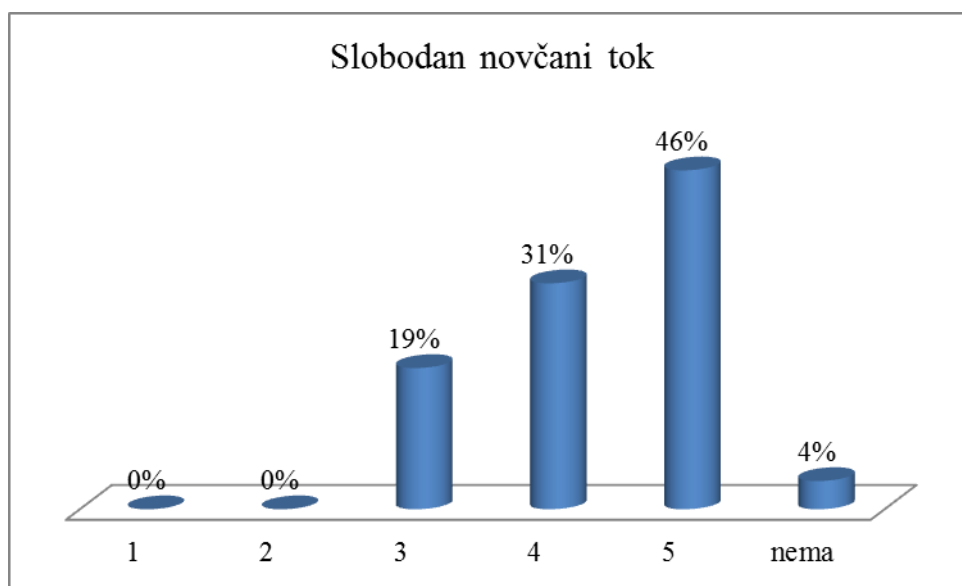
Gotovinska marža je na nivou proseka svih pokazatelja, a stepen korisnosti stope novčanih prinosa, cash flow po akciji i *P/CF* pokazatelja je prema mišljenju analitičara ispod prosečne ocene grupe cash flow pokazatelja. Slobodan novčani tok je cash flow koncept koji ima važnu ulogu u donošenju kreditnih odluka, što pokazuju i ocene anketiranih analitičara. Distribucija ocena koje čine prosečnu ocenu od 4,28 je prikazana u grafikonu 21.

Grafikon 20. Prosečne ocene korisnosti cash flow pokazatelja



Izvor: Prema rezultatima istraživanja autora

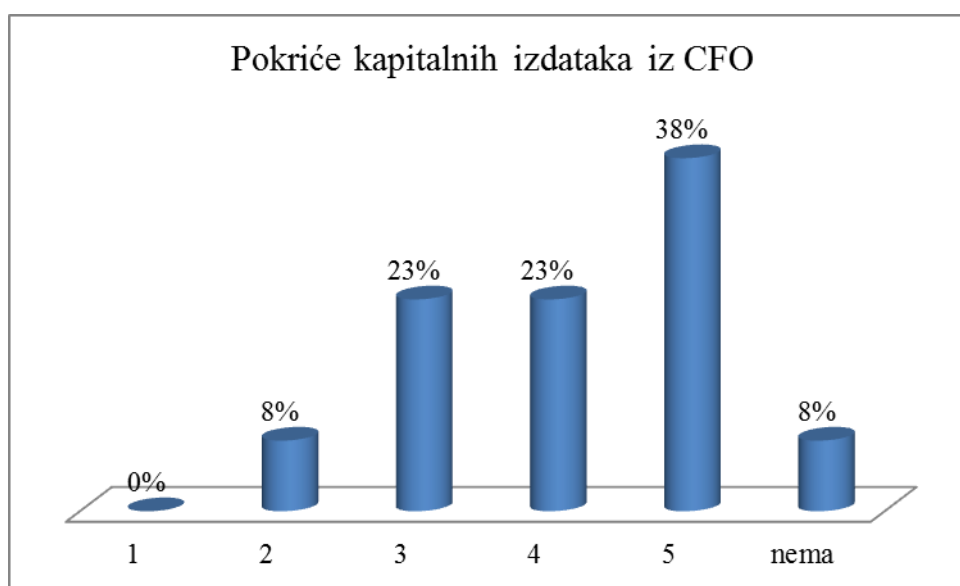
Grafikon 21. Distribucija ocena korisnosti slobodnog novčanog toka



Izvor: Prema rezultatima istraživanja autora

Malo koristan i nije koristan su prema mišljenju analitičara opisne ocene koje se ne mogu povezati sa korisnošću pokazatelja slobodan novčani tok. Među ispitanicima dominira najviša ocena, tako da čak 46% njih smatra da je slobodan novčani tok veoma koristan za donošenje odluka o kreditiranju. Ukupno 31% ispitanika deli mišljenje da je slobodan novčani tok koristan, dok 19% analitičara korisnost pokazatelja ocenjuje ocenom 3. Bez odgovora na pitanje vezano za korisnost pokazatelja slobodni novčani tok je svega 4% ispitanika. Slobodni novčani tok ne pripada nijednoj od analiziranih grupa pokazatelja, što je jedan od razloga da se njegova korisnost analizira posebno, kao i činjenica da je u pitanju cash flow koncept relevantan za donošenje odluka.

Grafikon 22. Distribucija ocena korisnosti pokazatelja pokriva kapitalnih izdataka



Izvor: Prema rezultatima istraživanja autora

Pokazatelj pokriva kapitalnih izdataka je iz istih razloga analiziran posebno, a distribucija ocena korisnosti pokazatelja pokriva kapitalnih izdataka je prikazana u grafikonu 22. Pokazatelj investicionih mogućnosti klijenta, anketirani kreditni analitičari smatraju korisnim za donošenje kreditnih odluka, i to veoma korisnim smatra čak 38% ispitanika. Prosečna ocena korisnosti pokazatelja na nivou od 4 je rezultat mišljenja 23% ispitanika po kojima je pokazatelj koristan i istog broja analitičara koji korisnost vide kao umerenu. Podjednako su zastupljeni analitičari koji pokazatelj smatraju malo korisnim, kao i oni koji su odlučili da ocenu korisnosti ne iznesu u ovom delu pitanja.

### 3. ODLUKE O RASPODELI DOBITKA

Politika dobiti je sastavni deo opšte korporativne politike preduzeća, jer je dobitak jedan od najvažnijih ciljeva poslovanja i osnovna pokretačka snaga preduzeća. Politika dobiti obuhvata ukupne aktivnosti menadžmenta preduzeća prilikom svesnog oblikovanja i raspodele periodičnog rezultata, što je čini delom računovodstvene politike. U okviru politike iskazivanja dobiti preduzeće se može opredeliti za politiku uravnotežavanja ili izjednačavanja dobiti, politiku fluktuirajuće dobiti i politiku "odrešenih ruku"<sup>323</sup> gde se visina dobitka iskazuje u zavisnosti od trenutnih zahteva u poslovanju, potrebe razvoja i ponašanja drugih preduzeća.

Politika raspodele dobiti ujedno je politika dividendi, politika stvaranja rezervi i politika učešća zaposlenih u dobiti. Dobitak nakon oporezivanja, iskazan u finansijskim izveštajima predstavlja osnovu za raspodelu. Isto tako, unapred definisana politika raspodele dobiti daje smernice za politiku zadavanja i iskazivanja dobitka raspoloživog za raspodelu. Odluke o raspodeli dobitka koje su u nastavku analizirane odnose se na odluke o distribuciji dela dobitka akcionarima u obliku dividendi i odluke o participiranju menadžera i ostalih zaposlenih u raspoloživom dobitku.

#### 3.1. Odluke o dividendama

Osnovni razlog ulaganja investitora u kapital preduzeća jeste ostvarenje prinosa po osnovu uloženi sredstava. Kupujući akcije preduzeća, investitor očekuje da će ostvariti prinos u obliku dividendi i kapitalnog dobitka. Dividende za vlasnika akcija predstavljaju prinos na uloženi kapital, a za akcionarsko društvo obavezu prema vlasnicima društva, koja se izmiruje gotovinskom isplatom ili u nekom drugom obliku. Postoje investitori kojima više odgovara redovan prihod u obliku dividende u odnosu na kapitalne dobitke, zbog poreza i stabilnih prihoda koje im akcije sa dividendama omogućavaju.

Bez obzira na interes akcionara na raspodelu što većeg dela raspoloživog dobitka u obliku dividendi, menadžment preduzeća mora voditi računa o poslovanju društva u celini, kao i težnji za stalnim unapređenjem poslovanja putem rasta i razvoja. Iz tog razloga je neracionalno raspodeliti raspoloživi dobitak u celini na dividende akcionara.

---

<sup>323</sup> Malinić, D., *Politika dobiti korporativnog preduzeća*, op. cit., str. 84.

Deo dobitka je potrebno zadržati u preduzeću u obliku rezervi ili kao neraspoređeni dobitak, kako bi se iskoristili za samofinansiranje investicionih projekata preduzeća.

Obaveze po osnovu dividendi akcionara pravno nastaju u trenutku objavljivanja dividendi. Visina obaveze zavisi od usvojene politike dividendi preduzeća koja uvažava potrebe za ulaganjima u cilju razvoja preduzeća. Stalna je dilema koji je odnos visine raspodeljenog dobitka na dividende i visine zadržanog dobitka optimalan kako bi se ostvarila što bolja tržišna vrednost preduzeća. Polazeći od pretpostavke da objavljivanje i isplata dividendi pozitivno utiču na potencijalne akcionare koji treba da donesu odluku o ulaganju u preduzeće, da postojećim akcionarima daju sigurnost, jer na osnovu informacija o dividendama stvaraju pozitivnu sliku o preduzeću i njegovoj zarađivačkoj sposobnosti, može se reći da dividende mogu uticati na tržišnu vrednost preduzeća. Kretanje tržišne cene akcija preduzeća u pozitivnom pravcu može da zavisi ne samo od visine objavljenih dividendi, već i od trenda dividendi tokom perioda. Sa aspekta stabilnosti plaćanja preduzeće se može opredeliti za politiku stabilnih dividendi, politiku fluktuirajućih dividendi i politiku stabilnih periodičnih dividendi plus ekstra dividenda.

Nosioci dividendne politike se opredeljuje za politiku dividendi vodeći računa o dostupnom dobitku kao okviru za isplatu dividendi, interesima poverilaca i drugim faktorima dividendne politike u koje spadaju institucionalna i finansijska ograničenja, perspektive rasta i razvoja, faktori preferencije i sl. Kreditore i potencijalne akcionare, vodeći brigu o sigurnosti naplate potraživanja mogu ograničiti isplatu dividendi, dok dobitak i sopstveni kapital ne dostignu određeni iznos ili dok preduzeće ne postigne zadovoljavajuću likvidnost.

### 3.1.1. Dividendna politika vs. novčani tokovi

Kvantitativni izraz gotovine koja bi se mogla vratiti akcionarima kroz isplate dividendi ili otkup akcija predstavlja slobodni novčani tok za akcionare. Neka preduzeća akcionarima isplaćuju više gotovine od iznosa slobodnog novčanog toka, što obezbeđuju potrošnjom postojećeg stanja gotovine, gotovinskih ekvivalenata, dodatnim zaduživanjem ili emisijom akcija. Preduzeća koja isplaćuju manje gotovine od raspoloživog slobodnog novčanog toka zadržavanjem stvaraju zalihe gotovine.

Dividende se mogu pojavljivati u više različitih oblika, kao redovne gotovinske, ekstra, specijalne dividende, ali su najčešće dividende u vidu gotovinske isplate. Kada se preduzeće pravno obaveže na redovne dividende, to je signal da menadžment kompanije očekuje uspešno poslovanje u budućnosti i neto novčane tokove koji će omogućiti redovnu isplatu dividendi.

Razmatranje poželjne investicione finansijske strategije preduzeća zavisi od slobodnog novčanog toka raspoloživog za akcionare (*FCFE*), isplaćene gotovine akcionarima i kvaliteta projektnih mogućnosti preduzeća. Različito procenjene navedene determinante utiču na izbor najrazumnije odluke. Mogući scenariji preduzeća se mogu videti na slici 15.

Preduzeće koje isplaćuje manje gotovine nego što iznosi slobodan novčani tok i čije su investicione prilike loše, pod pritiskom je da veći iznos isplaćuje svojim akcionarima.

Akumulirana novčana sredstva se mogu investirati u finansijske instrumente ili preuzimanja drugih preduzeća, pri čemu opravdanost odluka o načinu raspodele slobodnog novčanog toka zavisi od efekata na vrednost preduzeća. Preduzeće sa potencijalnim investicionim projektima koji daju visoke prinose, bez obzira na manje isplaćen u odnosu na raspoloživ slobodan novčani tok, nemaju pritisak za većom isplatom gotovine akcionarima zbog očekivanih prinosa. Akumuliranje novčanih sredstava je po ovom scenariju prihvatljivo.

Slika 15. Analiza dividendne politike

	Loše investicije	Dobre investicije
Isplaćena gotovina < FCFE	Povećavanje isplate Smanjivanje investicija	Fleksibilnost za akumulaciju gotovine
Isplaćena gotovina > FCFE	Smanjivanje isplate Smanjivanje investicija	Smanjivanje isplate Investiranje u projekte

Izvor: Damodaran, A., 2007, str. 698.

Prema scenariju u kome preduzeća imaju dobre investicione prilike, ali je isplata gotovine akcionarima veća od slobodnog novčanog toka, najrazumnija odluka jeste smanjenje dividendi i preusmeravanje novčanih tokova na investicione projekte. Najlošiji scenario po preduzeće i njegove akcionare jesu loše investicione prilike i visina isplaćene gotovine koja prelazi iznos slobodnog novčanog toka. Najprihvatljivija odluka u tom slučaju jeste smanjenje isplate gotovine i smanjenje investicionih izdataka.

U preduzećima u kojima je preporučljivo povećati isplate gotovine izbor između isplate gotovinskih dividendi i otkupa akcija determiniše nekoliko faktora. Jedan od motiva zbog koga preduzeće može preferirati otkup akcija umesto isplate dividendi jeste vođenje politike stabilnih dividendi. Preduzeće prilikom isplate gotovine kroz program otkupa ima veću fleksibilnost jer je vremenski okvir za sprovođenje otkupa duži i postoji mogućnost odustajanja od planiranog programa otkupa. Stabilnost slobodnog novčanog toka raspoloživog za akcionare, predvidivost budućih investicionih prilika, efekti klijentele i poreske preferencije akcionara takođe mogu biti relevantni faktori koji opredeljuju izbor načina vraćanja gotovine akcionarima preduzeća. Preduzeća koja karakteriše veća nestabilnost slobodnog novčanog toka i slabija predvidivost budućih investicionih potreba, trebalo bi da pojačaju orijentisanost na otkup akcija, kao i u preduzećima u kojima akcionari umesto dividendi preferiraju kapitalne dobitke.<sup>324</sup> Menadžeri sa značajnijim brojem opcija koje dobijaju kao kompenzaciju, verovatnije je da se prilikom razmatranja upotrebe slobodnog novčanog toka odluče za otkup sopstvenih akcija nego za isplatu dividendi.<sup>325</sup>

Uobičajena mera politike dividendi je odnos dividendi i zarada. Pokazatelj koji vrednost dividendi izražava kao procenat od zarada je tradicionalni pokazatelj dividendne

<sup>324</sup> Todorović, M., op. cit., str. 387.

<sup>325</sup> Damodaran, A., *Korporativne finansije – teorija i praksa*, op. cit., str. 724.



politike. Prema novijem pristupu umesto tradicionalnog pokazatelja isplate dividendi koristi se pokazatelj koji meri iznos novčanih sredstava isplaćenih akcionarima kao postotak slobodnog novčanog toka od kapitala. Pod iznosom gotovine koja je isplaćena akcionarima se može podrazumevati iznos isplaćenih dividendi ili ukupno vraćena gotovina akcionarima, što je prikazano u formuli 42.<sup>326</sup>

$$\text{Pokazatelj isplate akcionarima prema FCFE} = \frac{\text{Dividende} + \text{Otkup akcija}}{\text{FCFE}} \quad (42)$$

gde je:

FCFE – slobodan novčani tok za akcionare

Odnos vraćene gotovine prema slobodnom novčanom toku za akcionare pokazuje koliko je raspoložive gotovine vraćeno vlasnicima kapitala u obliku dividendi ili otkupa sopstvenih akcija. Preduzeća često isplaćuju manje gotovine akcionarima nego što je raspoloživ iznos slobodnog novčanog toka. Ključni razlozi za to su želja za stabilnošću, očekivanje značajnijih budućih investicionih izdataka, poreski faktori, signaliziranje budućih izdataka i interes menadžera.

### 3.1.2. Analiza dividendne politike odabrane grupe preduzeća u Srbiji

Odabrana grupa od šest preduzeća koja je analizirana u prethodnom delu rada sa aspekta determinanti vrednosti preduzeća, predmet je analize i sa aspekta politike dividendi koju preduzeća vode u posmatranom trogodišnjem periodu. Stvarne dividende po akciji i slobodan novčani tok po akciji kao merilo potencijalnih dividendi prikazane su za odabrana preduzeća u tabeli 62.

Preduzeća NIIS i RUBN ne isplaćuju dividende u kontinuitetu za razliku od ostalih preduzeća u kojima se dividende isplaćuju u sve tri posmatrane godine. Akcionari preduzeća NIIS su u 2013. godini ostvarili pravo na isplatu dividendi u visini od 76 dinara po akciji. S obzirom da je slobodan novčani tok za akcionare u toj godini iznosio 134 dinara po akciji, preduzeće je 56,6% potencijalnih dividendi isplatilo. Prethodne dve godine je slobodan novčani tok kao merilo potencijalnih dividendi fluktuirao od pozitivnog u 2011. do negativnog u 2012. godini i preduzeće nije vršilo isplatu dividendi.

Preduzeće RUBN ima najviši slobodan novčani tok za akcionare po akciji u posmatranoj grupi ali dividende se isplaćene samo u 2011. godini kada je slobodan novčani tok i bio najviši u posmatranom periodu. Politika dividendi je bila takva da su isplaćene dividende činile oko 38% slobodnog novčanog toka u 2011. godini a u naredne dve koje karakteriše pad slobodnog novčanog toka isplate dividendi i nije bilo.

Uprkos smanjenju broja akcija u opticaju u 2012. godini, preduzeća IMLK i BMBI beleže smanjenje dividendi po akciji u odnosu na početak posmatranog perioda. Akcionari preduzeća IMLK u 2011. godini isplaćuju najviše dividende po akciji iako je

---

<sup>326</sup> Damodaran, A., *Damodaran o valuaciji - Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne finansije*, op. cit., str. 113.

slobodan novčani tok za akcionare skoro šest puta niži. U sledećoj godini je jedinična dividenda niža ali je slobodan novčani tok po akciji u rastu tako da isplaćene dividende čine 7,5% potencijalnih dividendi. U 2013. godini je taj procenat veći i iznosi oko 13%, ali zahvaljujući padu slobodnog novčanog toka u odnosu na prethodnu godinu, a ne rastu dividendi po akciji. Zbirni iznos dividendi u posmatranom trogodišnjem periodu čini oko 16% kumulativno posmatranog za akcionare raspoloživog novčanog toka.

Tabela 62. Stvarne i potencijalne dividende preduzeća

		<b>Dividende po akciji (u din.)</b>	<b>FCFE po akciji (u din.)</b>	<b>Odnos dividendi i FCFE (u %)</b>
<b>NIIS</b>	2011	0	104	/
	2012	0	-19	/
	2013	76	134	56,6
<b>IMLK</b>	2011	80	14	559,2
	2012	63	838	7,5
	2013	55	419	13,2
<b>BMBI</b>	2011	1.066	1.045	102,1
	2012	502	3.714	13,5
	2013	624	47	1338,9
<b>FITO</b>	2011	252	329	76,4
	2012	165	67	247,5
	2013	191	427	44,9
<b>RUBN</b>	2011	7.122	18.475	38,6
	2012	0	2.878	/
	2013	0	1.953	/
<b>AERO</b>	2011	34	33	103,8
	2012	30	0	/
	2013	14	-2	-807,1

Izvor: Obračun autora prema podacima APR-a

Fluktuirajući iznos isplaćenih i potencijalnih dividendi po akciji u posmatranom periodu je karakteristika preduzeća BMBI. Nakon 2011. godine kada je skoro ujednačen iznos isplaćenih dividendi i slobodnog novčanog toka koji je bio raspoloživ za isplatu akcionarima, sledi period pada dividendi po akciji i rasta slobodnog novčanog toka, što za rezultat ima učešće isplaćenih dividendi u raspoloživom novčanom toku od svega 13,5%. Dividende po akciji koje su isplaćene u 2013. godini su više u odnosu na prethodnu godinu, ali je slobodan novčani tok ostvaren u toj godini nedovoljan za isplatu dividendi. Posmatrajući kumulativan iznos slobodnog novčanog toka u sve tri godine, više je nego dovoljan za isplatu ukupnih dividendi u istom periodu. Tačnije akcionarima preduzeća je isplaćeno 45,6% slobodnog novčanog toka.

Preduzeće FITO takođe karakterišu promenljive dividende po akciji i nestabilan slobodan novčani tok. Učešće isplaćenih dividendi u ukupno raspoloživom slobodnom novčanom toku za akcionare je oko 76% u 2011. godini. Opadajući trend u 2012. beleže dividende, i naročito slobodan novčani tok. Iako je slobodan novčani tok u 2012. godini nedovoljan za predviđene dividende, stanje se u 2013. godini popravlja, tako da povećane dividende po akciji čine 50% raspoloživog novčanog toka. Analiza odnosa kumulativnih iznosa dividendi i slobodnog novčanog toka pokazuje da je u posmatranom periodu 74% raspoloživog iznosa isplaćeno, što je po akcionare povoljan procenat.

Za razliku od prethodnih preduzeća u kojima je kumulativan iznos slobodnog novčanog toka dovoljan za isplatu dividendi, preduzeće AERO beleži nedostatak slobodnog novčanog toka. Razlog je nepovoljan trend novčanog toka koji je u 2011. godini skoro dovoljan za isplatu objavljenih dividendi, ali je u 2012. jedva pozitivan i u narednoj godini negativan. Opadajući trend je prisutan i po pitanju iznosa dividendi po akciji koje se iako u manjem iznosu isplaćuju sve tri godine.

Dividendni prinos se može posmatrati kao indikator sposobnosti preduzeća da generiše dobitak i pozitivne novčane tokove i spremnosti menadžmenta i vlasnika kapitala da deo ostvarenog dobitka raspodele i isplate u obliku dividendi. Merili povećanja bogatstva akcionara definisano u obliku ukupnih prinosa akcionara se nekada koristi za procenu doprinosa menadžera ostvarenom uspehu preduzeća. Rizik postoji i odnosi se na činjenicu da kretanje tržišnih cena akcija nije uvek posledica kvaliteta odluka menadžera preduzeća. Procena kvaliteta rada menadžera i zasnivanje podsticajnih mehanizama na visini ukupnog prinosa akcionara može biti pogrešan izbor mehanizama kompenzacione šeme preduzeća.<sup>327</sup>

## 3.2. Novčane stimulacije

### 3.2.1. Novčane stimulacije kao deo motivacione politike preduzeća

Stimulacije menadžmenta da aktivnosti sprovede u interesu vlasnika kapitala i u cilju poboljšanja performansi preduzeća na dugi rok, mogu se vršiti uključivanjem menadžmenta u vlasništvo preduzeća. Zahtevi i interesi menadžera i ostalih zaposlenih za participiranjem u ostvarenom raspoloživom dobitku čine deo politike učešća zaposlenih u uspehu preduzeća. Planovi koji stimulišu učešće u vlasništvu kompanije, planovi opcija na akcije kompanije, planovi dodele akcija uz ograničenja prava, planovi dodele prava na porast vrednosti akcija i odloženi bonus planovi, primeri su najčešće korišćenih dugoročnih podsticajnih planova<sup>328</sup>. Učešće u vlasništvu predstavlja snažan motivacioni faktor za menadžment i efikasno sredstvo za prevazilaženje razlika i ujednačavanje interesa principala i njihovih agenata. Ostvarenje vlasničkih prava, za menadžment je dovoljna stimulacija da svoje veštine i sposobnosti usmere na donošenje kvalitetnih upravljačkih odluka i ostvarenje planiranih performansi. Navedenim stimulacionim mehanizmima pospešuje se učešće menadžera i ostalih zaposlenih u vlasništvu, ali i dobitku što prerasta u domen politike dividendi.

Novčane stimulacije i učešće u vlasništvu predstavljaju najefikasnije instrumente koji se mogu koristiti za približavanja ličnih interesa menadžera interesima vlasnika i ostalih stejkholdera preduzeća. Efikasan korporativni odbor, sistem interne kontrole i interne revizije, nezavisna revizija preduzeća, periodično finansijsko izveštavanje od strane menadžmenta i provera rada menadžmenta, neki su od mehanizama monitoringa koji ublažavaju potencijalne principal-agent probleme. Mehanizmi monitoringa koji su ujedno i mehanizmi korporativnog upravljanja nekada nisu dovoljni za potpuno

---

<sup>327</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V., op. cit., str. 181.

<sup>328</sup> Malinić, D., *Kompenzacione šeme za menadžere*, zbornik radova *Korporativno i javno upravljanje u funkciji razvoja konkurentnosti*, Savez ekonomista Srbije, Beograd, 2007, str. 77.

angažovanje i posvećenost menadžera preduzeća u upravljačkim aktivnostima koje sprovode. Neadekvatno motivisan menadžment izbegava visoko profitabilna investiciona ulaganja koja podrazumevaju naporno angažovanje i visok rizik. Nedovoljno ili angažovanje suprotno interesima vlasnika kapitala za rezultat ima izostajanje poboljšanja performansi preduzeća. Zato su stimulacije efikasniji instrument usklađivanja interesa menadžmenta i vlasnika kapitala u odnosu na monitoring.

Preduzeće vodi stimulationsu politiku koja je adekvatna potrebama i procenjenim koristima. Visina, način podsticaja i interesna grupa na koju se stimulationsi plan preduzeća odnosi, u skladu su sa mogućnostima finansiranja preduzeća. Način isplate učešća zaposlenih u uspehu preduzeća je stvar politike koju preduzeće vodi koja osim analize finansijskih mogućnosti podrazumeva analizu uspešnosti poslovanja i uticaja podsticaja na poslovnu klimu u preduzeću. Sistem motivacije najčešće obuhvata kombinaciju nekoliko oblika stimulacija, kako finansijske, tako i nefinansijske prirode. Kao kratkoročne stimulacije zaposlenih mogu se koristiti nagrade za postizanje natprosečnih rezultata, isplate kao priznanje za izuzetno stručno angažovanje, nagrade za položeni stručni ispit i unapređenje znanja i bonusi. Kategorizacija navedenih stimulacija kao kratkoročnih opredeljena je činjenicom da se stimulacije izvršavaju najčešće na godišnjem nivou, a godišnje finansijske performanse preduzeća služe kao kriterijumi za njihovo sticanje.

Bonusi predstavljaju najzastupljeniji oblik podsticaja i uobičajeno se dodeljuju zaposlenima ukoliko ostvare unapred definisane ciljeve po pitanju radnih rezultata i doprinosa uspešnosti preduzeća. Po svojoj prirodi, bonusi ne predstavljaju sastavni deo redovne zarade, već imaju karakter učešća u dobitku preduzeća. Kompenzacioni plan preduzeća može da sadrži plaćene stipendije, školarine i seminare, zatim razne vrste beneficija poput penzijskog i životnog osiguranja, naknadu za bolovanje koja je viša od zakonski zagarantovane. Korišćenja kredita preko preduzeća pod povoljnijim uslovima, besplatni pravni i finansijski saveti, službeni auto, besplatan prevoz avionom, članstvo u fitnes klubu primeri su pogodnosti u kojima zaposleni mogu uživati.

### **3.2.2. Cash flow performanse kao uslov dodele stimulacija**

Primarni kriterijum za učešće zaposlenih u uspehu i raspodeli dobiti treba da bude doprinos uspešnom poslovanju koji menadžeri i ostali zaposleni daju. Izostanak uspeha preduzeća za posledicu ima gubitak učešća i stimulacija. Merenje individualnih i grupnih doprinosa menadžera pozitivnim performansama preduzeća predstavlja relevantan element motivacionog sistema preduzeća, jer se u skladu sa ocenjenim doprinosom vrši distribuiranje podsticaja.

Efektivnost stimulacija zavisi od merila na bazi kojih se obračunavaju. Ukoliko su merila doprinosa menadžera uspehu preduzeća konzistentna sa postavljenim standardima i vrednošću stvorenom za vlasnike kapitala, može se govoriti o efikasnom nagrađivanju. U suprotnom se mogu desiti situacije da ostvarene loše performanse budu nagrađene umesto sankcionisane, ali i da visoko ostvarene performanse od strane menadžera budu nedovoljno nagrađene.

Procena pojedinačnih ili grupnih doprinosa menadžera uspešnom poslovanju preduzeća, može se vršiti na osnovu tradicionalnih računovodstvenih merila koja su zasnovana na dobitku, zatim merila zasnovanih na novčanim tokovima, ekonomskih merila i nefinansijskih indikatora uspeha. Izabrani indikator ili izabrana kombinacija indikatora određuju visinu i dinamiku kompenzacija datih menadžerima preduzeća. Kao kriterijumi za ostvarenje novčanih stimulacija mogu se koristiti dobitak, prihodi, troškovi, prinos na ukupnu imovinu, prinos na sopstveni kapital, zarada po akciji, dividende po akciji, neto novčani tok iz poslovanja, slobodan novčani tok i sl. Poboljšanje troškovnih performansi se ogleda u pronalaženju načina da se troškovi smanje ili da se bar izbegne nastanak većih stvarnih u odnosu na planom predviđene troškove. Povećanje obima prodaje i prihoda od prodaje za rezultat ima unapređenje prihodnih performansi. Korišćenjem iznosa i trenda dividendi po akciji nastoji se pravo i visina kompenzacija menadžera direktno vezati za primanja akcionara u obliku dividendi.

Tržišna vrednost preduzeća, dodata ekonomska vrednost, dodata tržišna vrednost i ukupan prinos akcionara predstavljaju ekonomske indikatore uspeha koji se sve češće koriste kao kriterijum za ostvarenje kompenzacija menadžera preduzeća. Menadžment koji je u mogućnosti da isposluje neto poslovni dobitak u iznosu koji je veći od troškova kapitala u celini, stvara vrednost za akcionare. Nivo kompenzacija menadžmenta se u tom slučaju vezuje za očekivano povećanje dodate ekonomske vrednosti i povećanje dodate ekonomske vrednosti iznad očekivanog nivoa. Ukupan prinos akcionara koji obuhvata prinos po osnovu dividendi i kapitalnih dobitaka može predstavljati merilo doprinosa menadžmenta povećanju vrednosti za vlasnike kapitala.

Analiza novčanih tokova se može posmatrati kao instrument za ocenu prava na stimulacije zaposlenih, ali i kao ograničavajući faktor za realizaciju stimulacione politike koja je zasnovana na novčanim isplatama. Performanse zasnovane na novčanim tokovima koje se koriste kao kriterijumi za ostvarenje prava na kompenzacije zaposlenih najčešće obuhvataju neto novčani tok iz poslovanja, slobodni novčani tok, novčani prinos na kapital ili novčani prinos na imovinu. Zahtevi stimulacione politike se mogu odnositi na ostvarenje rastućih performansi ili na definisanje stopa rasta pojedinih performansi koju je potrebno ostvariti u nekom periodu. Upotreba visine slobodnog novčanog toka kao osnove za dodelu kompenzacija, tumači se činjenicom da povećanje slobodnog novčanog toka dovodi do rasta tržišne cene akcija preduzeća, na osnovu čega se može potvrditi i individualan doprinos menadžmenta uspehu preduzeća<sup>329</sup>.

Iako su performanse preduzeća zasnovane na dobitku češće pod uticajem manipulativnih aktivnosti menadžera u odnosu na cash flow performanse, najefikasnije je kao kriterijum za ostvarenje prava na stimulacije zaposlenih koristiti kombinaciju performansi koje su zasnovane na dobitku i na novčanim tokovima. Primer takve kombinacije jesu očekivana stopa prinosa na kapital i cash flow stabilnost preduzeća. Ostvarenjem zadovoljavajuće stopa prinosa na kapital uz nestabilne novčane tokove dovodi se u pitanje ostvarenja očekivane stope prinosa u narednim periodima, mogućnost isplate novčanog dela kompenzacija i ostalih novčanih izdataka preduzeća, što sve zajedno može uticati na lošiju ocenu prinosa snage, finansijske pozicije i finansijske fleksibilnosti preduzeća. Za sticanje prava na stimulacije potrebno je

---

<sup>329</sup> Mulford, C.W., Comiskey, E.E., *Creative Cash Flow Reporting: Uncovering Sustainable Financial Performance*, op. cit., str. 353.

istovremeno proceniti sposobnost menadžmenta da efikasno upravljaju kapitalom vlasnika i da generiše stabilne novčane tokove.<sup>330</sup>

Neravnotežan odnos kompenzacija među menadžerima, ali i neosnovano visoke kompenzacije mogu biti rezultat preteranog isticanja ostvarenja prinosa na kapital, bez posmatranja cash flow performansi, ali i ostalih ciljeva preduzeća poput održanja ili rasta tržišnog učešća, razvoja proizvoda, tehnologija, kadrova i održanja opšteg ugleda preduzeća, što povratno u dužem roku može ugroziti i sam prinos na kapital<sup>331</sup>.

Korišćenje performansi zasnovanih na novčanim tokovima kao merila za ocenu doprinosa zaposlenih povećanju vrednosti preduzeća, predstavlja dobar način za stvaranje poslovnog ambijenta u kome će menadžeri delovati u interesu vlasnika kapitala i u pravcu povećanja tržišne vrednosti preduzeća. Dodeljivanje stimulacija podrazumeva određeno finansijsko naprezanje preduzeća, naročito ukoliko je reč o visokim novčanim izdacima. Realizacija kompenzacionog plana preduzeća direktno ili indirektno ima za posledicu odliv novčanih sredstava koji može biti materijalno značajan u odnosu na ukupne odlive gotovine. Neto gotovina i likvidnost preduzeća se mogu posmatrati kao ograničavajući faktori realizacije predviđene podsticajne politike. Ipak, novčani izdaci ili u drugom obliku isplaćene i date kompenzacije se mogu posmatrati kao investicioni izdaci, pri čemu pozitivni novčani tokovi kao buduće ekonomske koristi neće izostati. Neposredni odlivi po osnovu novčanih stimulacija predstavljaju sastavni deo ukupnog novčanog toka i mogu se relativno jednostavno kvantifikovati za razliku od novčanih tokova kao budućih koristi od stimulacione politike koje je skoro nemoguće izolovano kvantificirati.

Način isplate stimulacija zavisi od stimulacione politike preduzeća, ali i kratkoročne finansijske sigurnosti. Činjenica je da menadžeri i ostali zaposleni mogu preferirati isplate u gotovini, ali ukoliko je likvidnost preduzeća narušena trenutak isplate se odlaže, ostavljajući mogućnost da se učešća pretvore u kratkoročne ili dugoročne obaveze. Trenutak isplate može biti različit, od akontacionog, preko mesečnog ili kvartalnog do plaćanja posle određenog poslovnog perioda. Odlaganje isplate može biti na kratak rok ili čak u nekim situacijama do trenutka odlaska zaposlenih iz preduzeća.<sup>332</sup>

Efikasna stimulaciona politika preduzeća utiče na stvaranje povoljne poslovne klime i unapređenje znanja i vrednosti koje su važne za preduzeće, ali ne treba zanemariti i uticaj koji poslovni ambijent ima na mere stimulacione politike. Dobar sistem upravljanja stimulacijama zahteva stalnu procenu i preispitivanje u odnosu na izmenjene okolnosti. Preduzeća koja se nalaze u finansijskim teškoćama ili posluju u privrednim uslovima koji su otežani, pribegavaju promeni motivacionog sistema. Češće su kvantitativne promene poput smanjenja ili zamrzavanja rasta novčanih stimulacija i ostalih oblika podsticaja, dok su promene sistema nagrađivanja i redefinisane odnosa između rezultata i sistema nagrađivanja znatno manje zastupljene.<sup>333</sup>

---

<sup>330</sup> Brigham, E., Houston, J., op. cit., str. 99.

<sup>331</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V., op. cit., str. 243.

<sup>332</sup> Malinić, D., *Politika dobiti korporativnog preduzeća*, op. cit., str. 317.

<sup>333</sup> Stevanović, S., Belopavlović, G., *Atraktivnost stimulacija zaposlenih u savremenom društvu*, tematski zbornik *Aktivne mere na tržištu rada i pitanja zaposlenosti*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, 2011, str. 88.

## **ZAKLJUČAK**

Informacije o novčanim tokovima preduzeća postaju nezaobilazan analitički instrument u rukama stejkholdera kao analitičara preduzeća. Tržišne privrede sa razvijenom računovodstvenom praksom kao uobičajen element seta redovnih finansijskih izveštaja javnog karaktera imaju Izveštaj o novčanim tokovima. Finansijske informacije su korisne i upotrebljive donosiocima odluka ukoliko su relevantne, što informacije o novčanim tokovima jesu. Ukoliko su uz to i verodostojno predstavljene u finansijskim izveštajima, upotrebna vrednost informacija koje izveštaj o novčanim tokovima direktno ili indirektno pruža se ne dovodi u pitanje. Ipak, neophodno je raditi na jačanju svesti o značaju novčanih tokova preduzeća i korisnosti informacija za donošenje odluka na različitim nivoima. Važnu ulogu u tome imaju stejkholderi preduzeća. Regulatorne, profesionalne i obrazovne institucije, akademska, naučna i stručna javnost mogu dati značajan doprinos unapređenju izveštavanja i analize novčanih tokova, ali i unapređenju kvaliteta programa akademske i kontinuirane edukacije o novčanim tokovima. Izveštaj o tokovima gotovine je deo seta redovnih finansijskih izveštaja pravnih lica Srbiji koja primenjuju međunarodne računovodstvene standarde, međunarodne standarde finansijskog izveštavanja i standarde za mala i srednja preduzeća. Izveštaj je i obavezan deo prospekta za izdavanje hartija od vrednosti i prospekta za organizovanje trgovanja na berzanskom tržištu, ali ne i informatora koji izdavaoci hartija od vrednosti dostavljaju Beogradskoj berzi. Informator o izdavaocu i nakon najnovijih izmena javnost informiše o finansijskim podacima izdavaoca na osnovu pozicija bilansa stanja i bilans uspeha.

Finansijski pokazatelji nastali kao proizvod razvoja računovodstvene profesije predstavljaju široko zastupljene analitičke instrumente koji se koriste u proceni performansi preduzeća. Imajući u vidu informacioni značaj novčanih tokova za stejkholdere preduzeća, analiza finansijskih izveštaja postaje sveobuhvatna samo ukoliko uključuje i pokazatelje zasnovane na novčanim tokovima. Cash flow informacije imaju potencijal koji povećava korisnost finansijskog izveštavanja i analize. Hipoteza koja ističe da se korišćenjem koncepta novčanih tokova povećava upotrebna vrednost instrumenata finansijske analize, dokazana je kroz pregled najrelevantnijih referenci o novčanim tokovima u domaćoj i stranoj literaturi, ali i anketnim istraživanjem na osnovu koga je sprovedena analiza upotrebne vrednosti informacija o novčanim tokovima iz perspektive kreditora. Kreditni analitičari banaka koje posluju u Srbiji su u sprovedenom istraživanju izneli mišljenje o upotrebi i stepenu korisnosti informacija o novčanim tokovima i cash flow pokazateljima u oceni mogućnosti servisiranja obaveza po osnovu kredita od strane klijenata banke. Pored opravdanih razloga neučestvovanja kreditnih analitičara pojedinih banaka u anketnom istraživanju, razlog za odbijanje saradnje je i činjenica da analiza novčanih tokova i finansijska analiza u celini čine samo formalni deo internog sistema kreditnog rejtinga banke i da konačna odluka o odobravanju kredita dominantno zavisi od faktora nefinansijske prirode. Stav analitičara da u analizi kreditnog boniteta klijenata dominantno učestvuju pokazatelji zasnovani na pozicijama bilansa stanja i uspeha je takođe jedan od argumenata nesaradnje, kao i argument da finansijski pokazatelji čine deo sistema kreditnog rejtinga koji predstavlja intelektualnu svojinu banke.

Anketirani kreditni analitičari u Srbiji koji se bave kreditnom analizom plasmana koji su namenjeni privredi su u značajnoj meri svesni korisnosti informacija o novčanim tokovima u procesu donošenja kvalitetnih odluka o kreditiranju preduzeća. Nivo primene analize novčanih tokova prilikom utvrđivanja kreditnog boniteta klijenta zavisi od banke, ali i vrste kreditnih zahteva. Za potrebe analize kreditnog rejtinga izveštaj o tokovima gotovine dostavljaju velika i srednja privredna društva, finansijske organizacije i u manjem procentu mala privredna društva i druga pravna lica. Kreditori od svojih klijenata u velikom procentu (69%) traže projektovani izveštaj o novčanim tokovima ili izveštaj pripremaju na osnovu informacija kojima raspolažu. U nekim slučajevima umesto projektovanog cash flow izveštaja traže projektovane bilanse stanja i bilanse uspeha na osnovu kojih indirektno dolaze do projektovanih novčanih tokova. Indirektna metoda utvrđivanja poslovnog novčanog toka je veoma zastupljena u bankarskim sistemima koji poslovni novčani tok automatski generišu na osnovu podataka iz bilansa stanja i bilansa uspeha.

U strukturi pokazatelja likvidnosti, finansijskog leveridža, profitabilnosti i vrednosnih pokazatelja koje kreditni analitičari koriste prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga dominiraju pokazatelji koji su zasnovani na bilansu stanja i bilansu uspeha. Zastupljenost cash flow pokazatelja prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga klijenata od strane kreditnih analitičara banke je različita za analizirane pokazatelje. Najzastupljeniji je cash flow pokazatelj likvidnosti koji prema 62% analitičara čini deo sistema ocene kreditne sposobnosti. Slede pokazatelj pokriva kamata iz poslovnog novčanog toka (42%), gotovinska marža (38%), pokriva ukupnih obaveza iz poslovnog novčanog toka (31%), novčani prinos na kapital (19%), pokriva dugoročnih obaveza iz poslovnog novčanog toka (15%) i novčani prinos na imovinu (8%). S obzirom da 58% ispitanika navodi da grupu vrednosnih pokazatelja ne koriste u kreditnoj analizi, ne iznenađuje zanemarljiva primena pokazatelja cash flow po akciji i *P/CF* pokazatelja u oceni kreditne sposobnosti.

Redosled pokazatelja prema zastupljenosti u proceni kreditnog rejtinga preduzeća skoro da prati redosled po pitanju visine ocene korisnosti pokazatelja u procesu donošenja kreditnih odluka. Bez obzira na stepen primene pokazatelja u sistemu kreditnog rejtinga banke, većina analitičara je iznela svoje stručno mišljenje o korisnosti navedenih pokazatelja. Slobodan novčani tok, pokazatelj likvidnosti i pokriva kapitalnih izdataka su najbolje ocenjeni pokazatelji sa aspekta korisnosti za donošenje odluka o kreditiranju, što ne iznenađuje s obzirom na značaj slobodnog novčanog toka i kapitalnih izdataka za ocenu sposobnosti servisiranja duga po osnovu kredita. Anketirani kreditni analitičari u 96% slučajeva utvrđuju pokazatelj servisiranja duga za potrebe ocene sposobnosti servisiranja kredita. Pored toga što banke dominantno koriste pokazatelj servisiranja duga i što je ukupna otplata duga nezaobilazna determinanta pokazatelja, među analitičarima ne postoji jedinstven stav po pitanju načina utvrđivanja pokazatelja. Od ukupnog broja ispitanika, 77% analitičara za potrebe utvrđivanja pokazatelja koristi korigovani poslovni novčani tok, a 42% neto poslovni dobitak. Među njima je 27% analitičara koji sposobnost servisiranja duga ocenjuju na osnovu neto poslovnog novčanog toka i neto poslovnog dobitka istovremeno. Stabilni prilivi gotovine i slobodnog novčanog toka znače veću sigurnost kreditora da će dospela potraživanja po osnovu kamate i glavnice kredita biti naplaćena, što prethodno navedeni odgovori analitičara potvrđuju.



Korisnici finansijskih izveštaja suočeni su sa sve većim informacionim potrebama i ograničenjima koja su vezana za kvalitet finansijskih informacija, u neto novčanom toku iz poslovanja i cash flow pokazateljima vide relevantne analitičke instrumente u postupku otkrivanja nerealno iskazanih performansi preduzeća. Ispitivanje kvaliteta dobitka se zasniva na korišćenju jednog ili skupa merila kvaliteta. Činjenica je da ne postoji superiorno merilo kvaliteta dobitka i da se alternativna merila kvaliteta mogu koristiti kao komplementarna merila. Istraživanja Udruženja ovlašćenih istražitelja prevara pokazuju da je u preko devedeset procenata istraženih slučajeva o prevarama i zloupotrebama identifikovana najmanje jedna crvena zastavica kao upozoravajući signal pre nego što je prevara otkrivena. Procenom performansi na osnovu analize novčanih tokova, mogu se potvrditi ostvarene dobitne performanse preduzeća, ali i naslutiti neregularnosti prilikom izveštavanja o uspešnosti poslovanja preduzeća. Za dokazivanje navedene hipoteze se pošlo od analize dobitnih i cash flow performansi grupe preduzeća u Srbiji koja se nalaze na listi sto naj po uspešnosti poslovanja mereno iskazanim neto dobitkom. Kao merila kvaliteta dobitka su odabrani parametri grupisani u tri celine. Prvu grupu parametara čine indikator kvaliteta dobitka i gotovinska i profitna marža kao determinante indikatora. Relativno stabilan odnos novčanih i tokova rentabiliteta tokom perioda je dobra pretpostavka da su iskazana dobitna ostvarenja preduzeća u skladu sa ekonomskom realnošću, što je i razlog izbora pokazatelja odnosa poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka. Zbog korisnosti informacija o novčanim prilivima od prodaje za procenu kvaliteta prihoda i činjenice da je procena kvaliteta poslovnih prihoda prvi korak u analizi kvaliteta dobitka, pokazatelj kvaliteta dobitka je deo druge grupe parametara. Mogući indikatori problema po osnovu kreativnog izveštavanja, poslovnih i finansijskih rizika prepoznaju se sagledavanjem trenda rasta prihoda i poređenjem sa rastom potraživanja.

Parametri deskriptivne statistike pokazuju različit trend i varijabilnost pokazatelja među analiziranim preduzećima. Varijabilitet profitne marže je umereniji u odnosu na gotovinsku maržu, a najmanji je u slučaju pokazatelja kvaliteta prihoda koji je ujedno i najstabilniji pokazatelj tokom posmatranog perioda. Ujednačen je i kvartilni varijabilitet treće grupe parametara. Negativne vrednosti medijane, prosečne vrednosti i prvog kvartila indikatora kvaliteta dobitka rezultat su veće profitne u odnosu na gotovinsku maržu. Pokazatelj profitne marže beleži pozitivnu, ali i najmanje izraženu asimetriju u odnosu na gotovinsku maržu i indikator kvaliteta dobitka među kojima preovlađuju vrednosti veće od prosečnih vrednosti. Prosečne vrednosti pokazatelja su iznad medijana vrednosti kod pokazatelja treće grupe parametara, pri čemu je pozitivna asimetričnost najmanje izražena u slučaju učešća potraživanja od prodaje u prihodima od prodaje. Relativno stabilne profitne marže na nivou grupe analiziranih preduzeća, ali i sa aspekta prerađivačkog, sektora trgovine i građevinarstva pokazuju da je vrednost indikatora kvaliteta dobitka pre svega određena nestabilnim gotovinskim maržama. Analiza trenda indikatora kvaliteta dobitka i marži po sektorima pokazuje da je odnos gotovinske i profitne marže sektora prerađivačke industrije stabilniji u posmatranom periodu u odnosu na druga dva sektora.

Precizne procene mogućih poslovnih, finansijskih i rizika kvaliteta informacija prikazanih u finansijskim izveštajima je neophodno vršiti za svako pojedinačno preduzeće, što je i urađeno za „naj“ preduzeća najbrojnijeg sektora prerađivačke industrije. Tokom istraživanja došlo se do posebnih grupa preduzeća prerađivačke industrije koje se razlikuju po determinantama indikatora kvaliteta kao

najsveobuhvatnijem pokazatelju kvaliteta dobitka u obuhvaćenim grupama parametara. Za preduzeća koja u posmatranom periodu beleže pozitivne vrednosti indikatora kvaliteta dobitka, gotovinske i profitne marže, vrednosti pokazatelja druge i treće grupe parametara ne šalju upozoravajuće signale o mogućim informacionim rizicima preduzeća. Stabilna vrednost indikatora kvaliteta dobitka tokom perioda kao rezultat stabilne stope rasta poslovnog dobitka, neto gotovine iz poslovanja i prihoda od prodaje je karakteristika profitabilnog i finansijski zdravog preduzeća. Preduzeća sa negativnim vrednostima indikatora i njegovih determinanti se u 2012. godini nalaze na listi naj po neto dobitku kao merilu uspešnosti, ali visinom ostvarenih gotovinskih i profitnih marži ne zaslužuju takvu poziciju. Preduzeća su pre svega izložena poslovnim i finansijskim rizicima. Negativna vrednost pokazatelja kvaliteta dobitka kao rezultat veće profitne u odnosu na gotovinsku maržu je karakteristika najvećeg broja preduzeća iz posmatrane grupe sto naj po neto dobitku i pripadnika sektora prerađivačke industrije. Preduzeća čiji je trend gotovinske i profitne marže ujednačen tokom posmatranog perioda, praćen je očekivanim kretanjima pokazatelja u okviru druge dve grupe parametara, što ne ukazuje na narušavanje kvaliteta iskazanog dobitka. U slučaju preduzeća kod kojih se gotovinska i profitna marža kreću u različitom smeru tokom prve dve godine, najčešće se već u trećoj godini približavaju. Uglavnom gotovinska marža beleži pad tokom trogodišnjeg perioda, a profitna marža koja period započinje rastom, u poslednjoj godini beleži pad. Postoje i primeri u kojima se nestabilnost poslovnog novčanog toka odlikuje značajnijim rastom koji nije adekvatno praćen kretanjem profitne marže, što takođe ne može biti održivo na dugi rok. Izrazito visoki i niski indikatori kvaliteta dobitka pokazuju loše dobitne i/ili cash flow performanse. Negativan i nestabilan pokazatelj odnosa poslovnog novčanog toka i poslovnog dobitka je signal koji dodatno upozorava na održivost pozitivnih dobitnih performansi.

Poređenjem stvarne sa tržišnom vrednošću moguće je utvrditi da li su akcije potcenjene ili precenjene. Akcije čija je tržišna cena potcenjena mogu se preporučiti potencijalnim i postojećim investitorima koji razmatraju kupovinu akcija preduzeća. U skladu sa temom disertacije, jedna od hipoteza ističe da vrednovanje zasnovano na očekivanim novčanim tokovima može pomoći u donošenju odluke da li investirati u hartije od vrednosti preduzeća ili ne. Investitori su zainteresovani za profitabilne i rastuće kompanije, ali i za sposobnost generisanja slobodnog novčanog toka. Vrednost kapitala i vrednost poslovanja preduzeća mogu se dovesti u vezu sa očekivanim iznosima slobodnog novčanog toka, pri čemu se povećanje slobodnog novčanog toka može koristiti kao instrument uvećanja vrednosti. Jedna od prednosti korišćenja slobodnog novčanog toka u modelima vrednovanja je u činjenici da su novčani tokovi objektivniji u odnosu na dobitak, jer su oslobođeni uticaja obračunskog računovodstva. Vrednovanje po konceptu slobodni novčani tok se smatra najprihvatljivijim u preduzećima koje kontinuirano generišu pozitivan, stabilan ili stabilno rastući slobodan tok gotovine.

Neizvesnost koja prati procenu novčanih tokova i mogućnost utvrđivanja pouzdane diskontne stope adekvatne varijabilnosti određuju stepen pouzdanosti navedenih parametara vrednosti. Model diskontovanja zasnovan na novčanim tokovima je složen usled činjenice da prognoziranje slobodnih novčanih tokova na duži rok u kome se očekuju efekti kapitalnih ulaganja može biti otežano i podrazumeva zahtevniji pristup procenitelja, kako sa aspekta vremena, tako i sa aspekta troškova. Nedostatak slobodnog novčanog toka kao merila vrednosti se najčešće odnosi na činjenicu da se u modelima vrednovanja na osnovu očekivanih novčanih tokova eliminišu pokretači vrednosti koji

nisu povezani sa novčanim tokovima. Ograničenjem slobodnog novčanog toka kao merila vrednosti se smatra i to što se prilikom utvrđivanja slobodnog novčanog toka oduzimaju investicioni izdaci na ime ulaganja koja predstavljaju značajan generator vrednosti i budućih novčanih tokova.

Adekvatno merilo očekivanih novčanih tokova za utvrđivanje vrednosti kapitala koji pripada vlasnicima običnih akcija može biti slobodan novčani tok za akcionare. Analiza determinanti i trenda slobodnog novčanog toka u trogodišnjem periodu je sprovedena za grupu od šest preduzeća iz uzorka sto naj po neto dobitku u 2012. godini, čije se obične akcije kotiraju na Beogradskoj berzi i koja su u analiziranom periodu pokazala sposobnost generisanja pozitivnog neto novčanog toka iz poslovanja. Preduzeća prerađivačke industrije IMLK, BMBI, FITO i RUBN pored pozitivnog poslovnog novčanog toka, beleže i pozitivan slobodan novčani tok za akcionare u trogodišnjem periodu. Jačanje i slabljenje slobodnog novčanog toka za akcionare preduzeća IMLK ima istu dinamiku kao i tržišne cena akcija. Rast u 2012. godini se pretvara u pad u 2013. godini. Preduzeće BMBI beleži stabilan rast poslovnog novčanog toka, kao i tržišnih cena. Slobodan novčani tok za akcionare pokazuje oscilacije, ali zahvaljujući finansijskim novčanim tokovima. Preduzeće FITO čija tržišna cena akcija raste pokazuje promenljiv trend slobodnog novčanog toka tokom posmatranog perioda. Sposobnost generisanja poslovnog novčanog toka je oslabila u 2012. godini, što uz istovremeno povećanje kapitalnih izdataka dovodi do smanjenja slobodnog novčanog toka za akcionare. Smanjenje je kratkoročno, jer već naredne godine preduzeće beleži rast poslovnog i slobodnog novčanog toka. U slučaju preduzeća RUBN je teško govoriti o odnosu kretanja slobodnog novčanog toka za akcionare i tržišne cene. Bez obzira što se obične akcije preduzeća kotiraju na Beogradskoj berzi, trgovanje se ne realizuje, tržišna cena ostaje nepromenjena, dok se u istom periodu slobodan novčani tok izrazito smanjuje. Dinamika tržišne cene akcija i slobodnog novčanog toka je ista i kod preduzeća AERO koje u 2013. godini beleži negativan slobodan novčani tok. Preduzeće NIIS čije akcije beleže kontinuiran rast tržišne cene, na kratak rok pokazuje negativan slobodan novčani tok. Izuzetno jačanje interno generisanog novčanog toka u 2013. godini dovodi i do povećanja slobodnog novčanog toka za akcionare. Kod šestočlane analizirane grupe javnih društava je tokom posmatranog perioda prisutna izražena fluktuacija vrednosti slobodnog novčanog toka za akcionare. Ograničenje slobodnog novčanog toka kao pouzdane determinante vrednosti preduzeća u Srbiji može biti upravo u toj izraženoj nestabilnosti. Otežavajući faktor procene očekivanih slobodnih novčanih tokova, u budućim periodima mogu biti nestabilni i negativni slobodni novčani tokovi u prethodnim periodima.

Analiza slobodnog novčanog toka kao potencijalne determinante vrednosti akcija odabrane grupe preduzeća je upotpunjena ocenom izloženosti preduzeća tržišnom riziku. Nivo sistematskog rizika i osetljivost prinosa akcija na promene tržišnog rizika su veoma različiti za posmatrana preduzeća. Deskriptivna i regresiona statistika prinosa akcija šest preduzeća pokazuju da procentualno najveći sistemski rizik imaju akcije preduzeća NIIS i akcije preduzeća IMLK, dok ostala preduzeća beleže dominantno učešće nesistematskog rizika u ukupnom riziku čija varijansa prinosa na akcije u najvećoj meri zavisi od performansi preduzeća. Viša standardna devijacija kao merilo rizika ulaganja u akcije pojedinačnih preduzeća je uglavnom praćena i višim beta koeficijentom. Izuzetak je preduzeće FITO koje pokazuje da je pojedinačno investiranje

u akcije relativno rizično u odnosu na ostala posmatrana preduzeća, ali je njihov doprinos ukupnom riziku tržišnog portfolia relativno nizak.

Pozitivni i stabilni novčani tokovi iz poslovanja i finansiranja ukazuju na sposobnost generisanja gotovine i mogućnost pristupa eksternim izvorima, na osnovu čega se i može razmišljati pre svega o aktivnostima investicionih ulaganja, ali i o plaćanju dividendi, povlačenju dugova ili otkupu sopstvenih akcija. Politika dividendi koju preduzeće vodi zavisi od raspoloživog dobitka, sposobnosti generisanja gotovine iz internih izvora, ali i drugih faktora. Česta je dilema da li slobodne novčane tokove treba reinvestirati u preduzeće ili raspodeliti u obliku dividendi i koji je odnos raspodeljenog i zadržanog dobitka optimalan. Redovna isplata dividendi i stabilan rast dividendi investitorima šalju signal da menadžment kompanije uspešno vodi preduzeće, a u budućnosti očekuje uspešno poslovanje i stabilne neto novčane tokove. Realizacija profitabilnih investicionih ulaganja donosi ekonomske koristi u obliku dobitka i novčanih tokova. Prihvatljivost odluka o investiranju ili dividendama zavisi od visine i stabilnosti slobodnog novčanog toka i postojanja dobrih pozitivnih investicionih prilika.

Sposobnost generisanja poslovnog novčanog toka je pretpostavka održavanja i jačanja finansijsko strukturne pozicije preduzeća. Stabilan novčani priliv predstavlja i značajan izvor zaštite poverilaca preduzeća jer stabilni novčani tokovi omogućavaju veći kapacitet zaduživanja preduzeća. Izbor izvora finansiranja investicionih i finansijskih potreba preduzeća zavisi od visine i dinamike potreba za gotovinom, kao i mogućnosti i uslova pristupa izvorima finansiranja. Sposobnost generisanja neto gotovine iz poslovanja i mogućnost privlačenja kapitala investitora i kreditora pod povoljnim uslovima, ukazuju na dobru finansijsko-strukturnu poziciju. U kontekstu potrebe održavanja optimalne finansijske strukture preduzeća najpovoljnije deluju interni izvori generisanja gotovine, a zatim prilivi po osnovu prodaje novoemitovanih akcija. Ukoliko preduzeće uspeva da održi optimalan odnos između sopstvenih i pozajmljenih izvora finansiranja, korišćenje pozajmljenih izvora finansiranja je takođe opravdano. Preduzeća sa visokim iznosom slobodnog novčanog toka poslovne i investicione potrebe mogu finansirati iz duga, kako bi iskoristila prednosti finansijskog leveridža.

## LITERATURA

1. Accounting Advisory Forum of European Union, Cash Flow Statements, document No. XV/6008/94 EN, dostupno na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/accounting/docs/markt-1994-6008/6008\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/markt-1994-6008/6008_en.pdf).
2. Accounting Standards Board, Financial Reporting Standard 1 - Cash Flow Statements, 1996, dostupno na: [https://frc.org.uk/Our-Work/Publications/ASB/FRS-1-\(Revised-1996\)-Cash-Flow-Statements-File.pdf](https://frc.org.uk/Our-Work/Publications/ASB/FRS-1-(Revised-1996)-Cash-Flow-Statements-File.pdf).
3. Agencija za privredne registre Republike Srbije, Registar finansijskih izveštaja pravnih lica i preduzetnika, dostupno na: <http://www.apr.gov.rs>.
4. Agencija za privredne registre, Metodologija za utvrđivanje podataka i pokazatelja o bonitetu pravnih lica i preduzetnika i davanje mišljenja o bonitetu privrednih društava, dostupno na: <http://www.apr.gov.rs>.
5. Agencija za privredne registre, Sto naj privrednih društava u Republici Srbiji u 2012. godini, dostupno na: <http://www.apr.gov.rs/Portals/0/GFI/Makrosoapstenja/2012/Saopstenje%20TOP%20100-komplet.pdf?ver=2013-06-12-103138-187>.
6. Alihodžić, A. (2011) *Portfolio analiza – teorijsko metodološki aspekti investiranja u vrijednosne papire*, Ekonomski fakultet, Zenica.
7. Alihodžić, A., Plakalović, N. (2013) *Savremeno upravljanje finansijama – sa primjenom u MS Excel-u*, Institut ekonomskih nauka, Beograd.
8. Andrić, M., Krsmanović, B., Jakšić, D. (2009) *Revizija – teorija i praksa*, Ekonomski fakultet, Subotica.
9. Association of Certified Fraud Examiners, Report to the Nations on Occupational Fraud and Abuse, 2014, dostupno na: <http://www.acfe.com/rtnn/docs/2014-report-to-nations.pdf>.
10. Australian Accounting Standards Board, Australian Accounting Standards Board No. 107 - Cash Flow Statements, 2007, dostupno na: [http://www.aasb.gov.au/admin/file/content105/c9/AASB107\\_07-04\\_COMPjul07\\_07-07.pdf](http://www.aasb.gov.au/admin/file/content105/c9/AASB107_07-04_COMPjul07_07-07.pdf).
11. Bayer Group, Godišnji finansijski izveštaji kompanija, dostupno na: [www.annualreport2013.bayer.com](http://www.annualreport2013.bayer.com).
12. Belak, V. (2011) *Poslovna forenzika i forenzičko računovodstvo – borba protiv prijevare*, Belak Excellens d.o.o., Zagreb.
13. Beogradska berza, Istorijski podaci, dostupno na: <http://www.belex.rs/trgovanje/istorijski>.
14. Beogradska berza, Odluka o informatoru o izdavaocu 04/2, br. 4452/12 i br. 8683/14, dostupno na: <http://www.belex.rs/data/2014/09/00090944.pdf>.
15. Beogradska berza, Pravila poslovanja Beogradske berze a.d. Beograd, br. 04/2-1148-1/14, dostupno na: [http://www.belex.rs/files/regulativa/pravila\\_poslovanja.pdf](http://www.belex.rs/files/regulativa/pravila_poslovanja.pdf).
16. Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F. (2006) *Corporate Finance*, Mc Graw – Hill/ Irwin, New York.
17. Brigham, E., Houston, J. (2004) *Fundamental of Financial Management*, Thomson, South-Western.
18. Carslaw, C.A., Mills, J.R. (1991) Developing Ratios for Effective Cash Flow Statement Analysis, *Journal of Accountancy*, br. 11/1991, str. 63-69.

19. Cash Flow Trends and Their Fundamental Drivers: Comprehensive Industry Review, dostupno na: [www.mgt.gatech.edu/finlab](http://www.mgt.gatech.edu/finlab).
20. Checkley, K. (1994) *Cash is King: A Practical Guide to Strategic Cash Management*, Fitzroy Dearborn Publishers, Chicago and London.
21. Checkley, K. (1999) *Cash is Still King: The Survival Guide to Cash Flow Management*, Fitzroy Dearborn Publishers, Chicago and London.
22. Damodaran, A. (2007) *Korporativne finansije, teorija i praksa*, MODUS – Centar za statistička istraživanja i prognoze, Podgorica.
23. Damodaran, A. (2010) *Damodaran o valuaciji: Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne financije*, Mate d.o.o., Zagreb.
24. Dechow, P., Ge, W., Schrand, C. (2010) *Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, their Determinants and their Consequences*, 2010, str. 1-164, dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=1485858>.
25. Ding, Y., Jeanjean, T., Stolowy, H. (2006) *Usefulness of Disclosing Both Direct and Indirect Cash Flows: An Empirical Study*, Workshop Comptabilite Audit Publication, IAE Paris, 2006, str. 1-27.
26. Direct Lender Alliance, How to Calculate DSCR: Debt Service Coverage Ratio for Commercial Loan Approval, dostupno na: <http://businessloansfinancing.com/Calculate%20Commercial%20DSCR-Debt%20Service%20Coverage%20Ratio.html>.
27. Erić, D., Đukić, M. (2012) *Finansijska tržišta u uslovima krize*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, Beogradska bankarska akademija, Beograd.
28. Erić, D., Stošić, I. (2013) *Korporativno restrukturiranje*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, Beogradska bankarska akademija, Beograd.
29. Farlex Financial Dictionary, dostupno na: <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Overinvestment>.
30. Figlewicz, R.E., Zeller, T.I. (1991) An Analysis of Performance, Liquidity, Coverage and Capital Ratios from the Statement of Cash Flow, *Acron Business and Economic Review*, vol. 22, br. 1/1991, str. 64-91.
31. Financial Accounting Standards Board, Statement of Financial Accounting Standards No. 95 Statement of Cash Flows, 1987, dostupno na: <http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobkey=id&blobnocache=true&blobwhere=1175823287945&blobheader=application/pdf&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs>.
32. Fourth Council Directive, br. 78/660/EEC, dostupno na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:l26009>.
33. Francis, J., Schipper, K., Vincent, L. (2003) The Relative and Incremental Explanatory Power of Earnings and Alternatives to Earnings Performance's Measures for Returns, *Contemporary Accounting Research*, vol. 20, br. 1/2003, str. 121-164.
34. Giacomino, D.E., Mielke, D.E. (1993) Cash Flows: Another Approach to Ratio Analysis, *Journal of Accountancy*, vol. 175, br. 3/1993, str. 55-58.
35. Gogan A.P. (2004) *Integracije, akvizicije i restrukturiranje korporacija*, Prometej, Novi Sad.
36. Grubišić, Z. (2008) *Osnovi finansijskih tržišta*, Univerzitet „Braća Karić“, Fakultet za trgovinu i bankarstvo „Janićije i Danica Karić“, Beograd.
37. Grubišić, Z., Vuković, D., Đukić, M. (2012) Fundamentalna analiza: finansijski izveštaji banaka, časopis *Finansije*, br. 1-6/2012, str. 222-235.

38. Grupa autora (2007) *Priručnik o primeni kontnog okvira u skladu sa MRS/MSFI za privredna društva, zadruge i druga pravna lica i preduzetnike*, Privredni savetnik, Beograd.
39. Harford, J., (1999) Corporate Cash Reserves and Acquisitions, *The Journal of Finance*, vol. 54, br. 6/1999, str. 1969-1997.
40. International Accounting Standards Board, IFRS Practice Statement Management Commentary, 2010, dostupno na: <http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Management-Commentary/IFRS-Practice-Statement/Documents/Managementcommentarypracticestatement8December.pdf>.
41. Ivanišević, M. (2000) *Prosečna cena kapitala kao kriterijum rentabilnosti investiranja*, zbornik radova *Računovodstvo i poslovne finansije u savremenim uslovima poslovanja - Primena računovodstvenih i standarda revizije u našoj zemlji*, XXXI Simpozijum, Savez računovođa i revizora Srbije, str. 273-283.
42. Kieso, D.E., Weygandt, J.J., Warfield, T.D. (2010) *Intermediate Accounting*, IFRS edition, John Wiley & Sons.
43. Kothari, J., Barone, E. (2012) *Finansijsko računovodstvo: međunarodni pristup*, Data status, Beograd.
44. Krasulja, D., Ivanišević, M. (1999) *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd.
45. Lundholm, R., Sloan, R. (2007) *Equity Valuation and Analysis with eVal*, McGraw-Hill/Irwin, New York.
46. Malinić, D. (2002) *Politika dobiti korporativnog preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd.
47. Malinić, D. (2007) *Kompenzacione šeme za menadžere*, zbornik radova *Korporativno i javno upravljanje u funkciji razvoja konkurentnosti*, Miločerski ekonomski forum, Savez ekonomista Srbije, Beograd, str. 63-95.
48. Malinić, D. (2009) *Cash Flow kao instrument otkrivanja poslovno - finansijskih rizika*, zbornik radova *Četrdeset godina računovodstva i poslovnih finansija - dometi i perspektive*, XL simpozijum, Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, str. 47-72.
49. Malinić, D. (2009) Prepoznavanje bilansnih rizika, *Ekonomika preduzeća*, specijalni broj Tajne bilansa: menadžerski pristup, Savez ekonomista Srbije, Beograd, str. 156-173.
50. Malinić, D. (2009) Računovodstvo fer vrednosti i volatilnost finansijskih izveštaja u uslovima finansijske krize, *Ekonomika preduzeća*, br. 7-8/2009, Savez ekonomista Srbije, Beograd, str. 308-326.
51. Malinić, D. (2009) Savremeni izazovi integralnog istraživanja kvaliteta finansijskih izveštaja, *Ekonomika preduzeća*, specijalni broj Tajne bilansa: menadžerski pristup, Savez ekonomista Srbije, Beograd, str. 138-155.
52. Malinić, D. (2008) *Finansijsko izveštavanje kao determinanta kvaliteta korporativnog upravljanja*, zbornik radova *Tranzicija, dostizanje EU i povezane teme*, Savez ekonomista Srbije, Beograd, str. 327-350.
53. Meigs, R., Meigs, W. (1999) *Računovodstvo: Temelj poslovnog odlučivanja*, MATE d.o.o., Zagreb.
54. Milojević, D. (2006) *Revizija finansijskih izveštaja*, Fakultet za trgovinu i bankarstvo, Beogradska bankarska akademija, Beograd.
55. Ministarstvo finansija Republike Kine, Accounting Standards for Enterprises No. 31 - Cash Flow Statements, 2006, dostupno na: <http://www.asianlii.org/cn/legis/cen/laws/asfen31cfs593/>.

56. Mulford, C., Comiskey, E. (2005) *Creative Cash Flow Reporting: Uncovering Sustainable Financial Performance*, John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey.
57. Mulford, C.W., Comiskey, E.E. (2002) *The Financial Numbers Game: Detecting Creative Accounting Practices*, John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey.
58. Narodna banka Srbije, Spisak banaka, dostupno na: [www.nbs.rs](http://www.nbs.rs).
59. Nichols, D.C., Wahlen, J. (2004) How do Earnings Numbers Relate to Stock Returns? A Review of Classic Accounting Research with Updated Evidence, *Accounting Horizons*, vol. 18, br. 4/2004, str. 263-286.
60. Obrasci – Budžetsko računovodstvo i finansijsko izveštavanje, dostupno na: <http://www.paragraf.rs/obrasci-paragraf/obrasci-budzetsko-racunovodstvo-i-finansijsko-izvestavanje.html>.
61. Odbor za međunarodne računovodstvene standarde (2010) Konceptualni okvir za finansijsko izveštavanje, Službeni glasnik RS, br. 35/2014.
62. Odbor za međunarodne računovodstvene standarde (2005) Međunarodni računovodstveni standard 2 – Zalihe, Službeni glasnik RS, br. 35/2014.
63. Odbor za međunarodne računovodstvene standarde (1994) Međunarodni računovodstveni standard 7 – Izveštaj o tokovima gotovine, Službeni glasnik RS, br. 35/2014.
64. Odbor za međunarodne računovodstvene standarde (2005) Međunarodni računovodstveni standard 16 – Nekretnine, postrojenja i oprema, Službeni glasnik RS, br. 35/2014.
65. Odbor za međunarodne računovodstvene standarde (2013) Međunarodni računovodstveni standard 19 – Primanja zaposlenih, Službeni glasnik RS, br. 35/2014.
66. Odbor za međunarodne računovodstvene standarde (2005) Međunarodni računovodstveni standard 33 – Zarada po akciji, Službeni glasnik RS, br. 35/2014.
67. Odbor za međunarodne računovodstvene standarde (2004) Međunarodni računovodstveni standard 36 – Umanjenje vrednosti imovine, Službeni glasnik RS, br. 35/2014.
68. Odbor za međunarodne računovodstvene standarde (2004) Međunarodni računovodstveni standard 38 – Nematerijalna imovina, Službeni glasnik RS, br. 35/2014.
69. Odbor za međunarodne računovodstvene standarde (2004) Međunarodni računovodstveni standard 39 – Finansijski instrumenti: priznavanje i odmeravanje, Službeni glasnik RS, br. 35/2014.
70. Odbor za međunarodne računovodstvene standarde (2009) Međunarodni standard finansijskog izveštavanja za male i srednje entitete, Službeni glasnik RS, br. 117/2013.
71. Odbor za međunarodne računovodstvene standarde (2008) Međunarodni standard finansijskog izveštavanja 3 – Poslovne kombinacije, Službeni glasnik RS, br. 35/2014.
72. Odbor za međunarodne računovodstvene standarde (2013) Međunarodni standard finansijskog izveštavanja 13 – Odmeravanje fer vrednosti, Službeni glasnik RS, br. 35/2014.
73. Penman, S. H. (2007) *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, Mc Graw Hill, New York.
74. Pravilnik o sadržini i formi obrazaca finansijskih izveštaja za privredna društva, zadruge i preduzetnike, Službeni glasnik RS, br. 95/2014, 144/2014.



75. Radonjić, S., (2010) *Upravljački aspekti izveštavanja i analize novčanih tokova*, magistarski rad, Ekonomski fakultet, Beograd.
76. Ranković, J. (1997) *Upravljanje finansijama preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd.
77. Ranković, J. (2009) *Teorija bilansa*, Ekonomski fakultet, Beograd.
78. Richardson, S. (2006) Over-investment of Free Cash Flow, *Review of Accounting Studies*, br. 11/2006, str.159-189.
79. Rodić, J., Vukelić, G., Andrić, M. (2007) *Teorija, politika i analiza bilansa*, Poljoprivredni fakultet, Beograd.
80. Rodić, J., Vukelić, G., Andrić, M. (2011) *Analiza finansijskih izveštaja*, Proleter, Bečej.
81. Rose, P., S. Hudgins, S., C. (2005) *Bankarski menadžment i finansijske usluge*, Data Status, Beograd.
82. Rujoub, M.A., Cook, D.M., Hay, L.E. (1995) Using Cash Flow Ratios to Predict Business Failures, *Journal of Managerial Issues*, vol. 7, br. 1/1995, str. 75-90.
83. Ruth, G. (2006) *Analiziranje finansijskih izveštaja*, Daily Press d.o.o., Podgorica.
84. Škarić-Jovanović, K. (2007) *Kreativno računovodstvo – motivi, instrumenti i posledice*, zbornik radova *Mjesto i uloga računovodstva, revizije i finansija u novom korporativnom okruženju*, XI Kongres, Savez računovođa i revizora Republike Srpske, str. 1-20, dostupno na: <http://www.ekof.bg.ac.rs/wp-content/uploads/2014/05/kreativno-racunovodstvo.pdf>.
85. Škarić-Jovanović, K. (2011) Finansijsko izveštavanje preduzeća u bankrotstvu, *Acta Economica*, br.14/2011, Ekonomski fakultet, Banja Luka, str. 9-36.
86. Sims, M., Cantricks-Brooks, D. (1996) *The Development and Demise of Australian Accounting Standard Statement of Sources and Applications of Funds*, str. 297-303, u: *New Works in Accounting History*, dostupno na: <https://books.google.rs>.
87. Sloan, G.R. (1996) Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? *The Accounting Review*, vol. 71, br. 3/1996, str. 289-315.
88. Stamenković, R., Todorović, M., *Ocena potrebe i mogućnosti za razvoj kreditnog rejtinga u Srbiji*, zbornik radova *Izazovi poslovno-finansijskog izveštavanja u funkciji menadžmenta preduzeća i banaka*, XXXVIII Simpozijum, Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, 2007, str.167-180.
89. Stevanović, N. (2009) Bilansno-političke implikacije po kvalitet dobitka, *Ekonomika preduzeća*, specijalni broj Tajne bilansa: menadžerski pristup, Savez ekonomista Srbije, Beograd, str. 109-137.
90. Stevanović, N. (2009) Koncepti, uloga i konvencionalna analiza dobitka, *Ekonomika preduzeća*, specijalni broj Tajne bilansa: menadžerski pristup, Savez ekonomista Srbije, Beograd, str. 90-108.
91. Stevanović, N. (2011) Finansijsko-izveštajna odgovornost u kontekstu EU, međunarodnog i novog domaćeg regulatornog okvira, *Ekonomika preduzeća*, vol. 59, br. 5-6/2011, Savez ekonomista Srbije, Beograd, str. 227-242.
92. Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V. (2009) *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd.
93. Stevanović, S., Belopavlović, G. (2011) *Atraktivnost stimulacija zaposlenih u savremenom društvu*, tematski zbornik *Aktivne mere na tržištu rada i pitanja zaposlenosti*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, str. 77-91.

94. Stevanović, S., Belopavlović, G. (2012) Institucionalne i organizacione determinante kvaliteta finansijskog izveštavanja, *Računovodstvo*, br. 11-12/2012, Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, str. 3-12.
95. Stevanović, S., Belopavlović, G. (2011) Merenje pokazatelja finansijske sigurnosti preduzeća, *Računovodstvo*, br. 7-8/2011, Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, str. 67-78.
96. Stevanović, S., Belopavlović, G., Moravčević-Lazarević, M. (2013) Creative Cash Flow Reporting – the Motivation and Opportunities, *Economic Analysis*, vol. 46, br. 1-2/2013, Institut ekonomskih nauka, Beograd, str. 28-39.
97. Stevanović, S. (2015) *Finansijsko strukturne promene privrede Srbije i zaštita poverilaca u uslovima finansijske krize*, naučna monografija *Strukturne promene u Srbiji: dosadašnji rezultati i perspektive*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, str. 347-361.
98. Stevanović, S. (2013) Razvrstavanje novčanih tokova – dileme u međunarodnoj i domaćoj praksi, *Računovodstvo*, br. 3-4/2013, Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, str. 30-38.
99. Stevanović, S. (2014) *Upotreba slobodnog novčanog toka u procesu vrednovanja: prednosti i nedostaci*, zbornik radova *Finansijsko izveštavanje u funkciji korporativnog upravljanja*, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 85-87.
100. Stickney, C. P., Brown, P. R., Wahlen, J. M. (2007) *Financial Reporting, Financial Statement Analysis and Valuation, A Strategic Perspective*, Thompson, South – Western USA.
101. Stošić, I. (2014) *Uticaj postojećeg modela privatizacije na stanje industrijskog sektora Srbije*, zbornik radova *Deindustrijalizacija u Srbiji: Mogućnosti revitalizacije industrijskog sektora*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, Beogradska bankarska akademija, str. 193-204.
102. Todorović, M. (2010) *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2010.
103. Udruženje banaka Srbije, Kreditni biro, dostupno na: [www.kreditnibiro.com](http://www.kreditnibiro.com).
104. Van Horne, J., Wachowicz, J. (2007) *Osnovi finansijskog menadžmenta*, Data Status, Beograd.
105. Vukelić, G. (2010) *Finansijsko računovodstvo*, Beogradska bankarska akademija – Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije, Beograd.
106. Vukelić, G., Belopavlović, G. i Stevanović, S. (2010) *Impacts of Capital and Operating Leasing on Financial Reporting*, naučna monografija *Global Crisis in The Central-Eastern European Region: Influence on Financial Systems and Small and Medium-Sized Enterprises*, Czestochowa University of Technology, Beogradska bankarska akademija, Institut ekonomskih nauka, Beograd, str. 136-145.
107. Vukelić, G., Stevanović, S., Belopavlović, G. (2014) *Analiza finansijske sigurnosti preduzeća u restrukturiranju - prerađivačka industrija*, zbornik radova *Deindustrijalizacija u Srbiji: Mogućnosti revitalizacije industrijskog sektora*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, Beogradska bankarska akademija, str. 673-689.
108. White, G., Sondhi, A., Fried, D. (2003) *The Analysis and Use of Financial Statements*, John Wiley & Sons Inc, Hoboken, New Jersey.
109. Wild, J., Subramanyam, K., Halsey, R. (2007) *Financial Statement Analysis*, McGraw-Hill/Irwin, New York.
110. Zakon o bankama, Službeni glasnik RS, br. 107/2005, 91/2010, 14/2015.

111. Zakon o privrednim društvima, Službeni glasnik RS, br. 36/2011, 99/2011, 83/2014, 5/2015.
112. Zakon o računovodstvu, Službeni glasnik RS, br. 62/2013.
113. Zakon o Narodnoj banci Srbije, Službeni glasnik RS, br. 72/2003, 55/2004, 85/2005, 44/2010, 76/2012, 106/212, 14/2015 i 40/2015.
114. Zakon o tržištu kapitala, Službeni glasnik RS, br. 31/2011.

## PRILOG

### ANKETA

Poštovane kolegice i kolege, anketno istraživanje se sprovodi za potrebe izrade doktorske disertacije. Sve informacije vezane su za analizu upotrebne vrednosti podataka o novčanim tokovima za kreditnu analizu. Molimo Vas da kao kompetentan kreditni analitičar odgovorite na sledeća pitanja:

1. Molimo Vas da izaberete kategorije klijenata koji za potrebe analize kreditnog rejtinga dostavljaju Izveštaj o tokovima gotovine.

a) Velika privredna društva	<input type="checkbox"/>
b) Srednja privredna društva	<input type="checkbox"/>
c) Mala privredna društva	<input type="checkbox"/>
d) Preduzetnici i mikro pravna lica	<input type="checkbox"/>
e) Banke i druge finansijske institucije	<input type="checkbox"/>
f) Druga pravna lica _____	<input type="checkbox"/>
  
2. Da li su Vaši klijenti u obavezi da dostavljaju projektovani Izveštaj o tokovima gotovine?

a) Da	<input type="checkbox"/>
b) Ne	<input type="checkbox"/>
c) _____	<input type="checkbox"/>
  
3. U slučaju da klijent nije u obavezi da sastavlja Izveštaj o tokovima gotovine, da li Vi kao kreditni analitičar pripremate izveštaj na osnovu informacija kojima raspolazete?

a) Da	<input type="checkbox"/>
b) Ne	<input type="checkbox"/>
c) _____	<input type="checkbox"/>
  
4. Molimo Vas da zaokružite pokazatelje likvidnosti koje koristite prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga klijenta:

a) Pokazatelj tekuće likvidnosti (Current Ratio)	<input type="checkbox"/>
b) Pokazatelj monetarne likvidnosti (Quick Ratio)	<input type="checkbox"/>
c) Cash Flow pokazatelj likvidnosti	<input type="checkbox"/>
d) _____	<input type="checkbox"/>

5. Molimo Vas da zaokružite pokazatelje finansijskog leveridža koje koristite prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga klijenta:

- a) Pokriće stalne imovine
- b) Zaduženost
- c) Pokriće kamata zaradom
- d) Pokriće kamata iz CFO (Cash Interest Coverage Ratio)
- e) Pokriće ukupnih obaveza iz CFO
- f) Pokriće dugoročnih obaveza iz CFO
- g) \_\_\_\_\_

6. Molimo Vas da zaokružite pokazatelje profitabilnosti koje koristite prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga klijenta:

- a) Profitna marža (Profit Margin)
- b) Gotovinska marža (Cash Flow Margin)
- c) Stopa prinosa na imovinu (ROA)
- d) Novčani prinos na imovinu (Cash Flow ROA)
- e) Stopa prinosa na kapital (ROE)
- f) Novčani prinos na kapital (Cash Flow ROE)
- g) \_\_\_\_\_

7. Molimo Vas da zaokružite vrednosne pokazatelje koje koristite prilikom utvrđivanja kreditnog rejtinga klijenta:

- a) Dobitak po akciji (Earnings per Share)
- b) Cash Flow po akciji (Cash Flow per Share)
- c) P/E pokazatelj (Price - Earnings Ratio)
- d) P/B pokazatelj (Price - Book Ratio)
- e) P/CF po akciji (Price - Cash Flow Ratio)
- f) \_\_\_\_\_

8. Da li za potrebe ocene sposobnosti servisiranja kredita utvrđujete pokazatelj servisiranja duga (Debt Service Coverage Ratio – DSCR)?

- a) Da
- b) Ne
- c) \_\_\_\_\_

9. U slučaju da utvrđujete pokazatelj servisiranja duga (DSCR), izaberite determinante pokazatelja:

- a) Neto novčani tok iz poslovanja i ukupna otplata kredita
- b) Neto poslovni dobitak i ukupna otplata kredita
- c) \_\_\_\_\_

10. Molimo Vas da prema Vašem mišljenju ocenite Cash Flow pokazatelje prema korisnosti za donošenje odluka o kreditiranju klijenta:

(1 – nije koristan; 2 – malo koristan; 3 – umereno koristan; 4 – koristan; 5 – veoma koristan)

a) Cash Flow pokazatelj likvidnosti	1	2	3	4	5
b) Pokriće kamata iz CFO (Cash Interest Coverage Ratio)	1	2	3	4	5
c) Pokriće ukupnih obaveza iz CFO	1	2	3	4	5
d) Gotovinska marža (Cash Flow Margin)	1	2	3	4	5
e) Novčani prinos na imovinu (Cash Flow ROA)	1	2	3	4	5
f) Novčani prinos na kapital (Cash Flow ROE)	1	2	3	4	5
g) Cash Flow po akciji (Cash Flow per Share)	1	2	3	4	5
h) P/CF po akciji (Price - Cash Flow Ratio)	1	2	3	4	5
i) Slobodan novčani tok (Free Cash Flow)	1	2	3	4	5
j) Pokriće kapitalnih izdataka iz CFO	1	2	3	4	5

*Napomena: CFO skraćenica se odnosi na Cash Flow from Operating Activities*

**ZAHVALJUJEMO NA IZDVOJENOM VREMENU I SARADNJI!**