



UNIVERZITET SINGIDUNUM
DEPARTMAN ZA POSLEDIPLOMSKE STUDIJE I
MEĐUNARODNU SARADNJU

MASTER RAD

Donošenje poslovnih odluka u funkciji upravljanja obrtnim kapitalom i značaj berze za upravljanje obrtnim kapitalom

Mentor:
Prof. dr. Goranka Knežević

Student:
Dragan Marković 400704/2009

Beograd, 2014. godine

SADRŽAJ:

UVOD	2
I DEO: Istorijski razvoj menadžmenta poslovnog odlučivanja i značaj upravljanja obrotnim kapitalom.....	5
II DEO: UPRAVLJANJE GOTOVINOM.....	7
Strategija povećanja efikasnosti upravljanja zalihama.....	9
Skraćenje naplate potraživanja kupaca.....	10
Prolongiranja kratkoročnih obaveza	11
Kombinacija tri strategije upravljanja gotovinom.....	11
III DEO: POTRAŽIVANJA OD KUPACA.....	13
Kreditni standardi.....	14
Kreditna analiza.....	15
Kreditni uslovi.....	16
IV DEO: UPRAVLJANJE ZALIHAMA.....	18
Relevantni troškovi zaliha.....	20
Podela zaliha sa stanovišta kontrole i upravljanja.....	21
Merila efikasnosti upravljanja zalihama.....	25
Indeks efikasnosti upravljanja zalihama.....	26
V DEO: BERZE I POVEZANOST BERZE SA FUNKCIJOM UPRAVLJANJA OBRTNIM KAPITALOM.....	27
Definicija i pojam berze.....	28
Organizacija i funkcije berze.....	29
Vrste berze.....	31
Odnos ekonomskog okruženja i države sa berzom.....	32
VI DEO: UČESTVOVANJE PREDUZEĆA NA BERZI.....	33
Odluke menadžmenta preduzeća o učestvovanju na berzi.....	33
VII DEO: ULAGANJE U KRATKOROČNE HARTIJE OD VREDNOSTI.....	34
Osnovne karakteristike kratkoročnih hartija od vrednost.....	34
Visina prinosa na kratkoročne hartije od vrednosti	35
Vrste kratkoročnih hartija od vrednosti.....	36
Optimalan odnos gotovine i hartija od vrednosti.....	37
VIII DEO: STUDIJA SLUČAJA – Analiza obrtnog kapitala „Hemofarma A.D.“, “Galenika u Restruktuiranju A.D.“ i „Actavis A.D.“	39
Zaključak.....	52
Literatura.....	54

UVOD – I PRISTUPNI RAD

PREDMET ISTRAŽIVANJA je donošenje poslovnih odluka u funkciji upravljanja obrtnim kapitalom. Cilj upravljanja obrtnim kapitalom je značajan sa stanovišta maksimiziranja rentabilnosti i zaštite likvidnosti preduzeća.

NAUČNI CILJ ISTRAŽIVANJA je opis elemenata obrtnog kapitala i činilaca koji utiču na donošenje poslovnih odluka upravljanja obrtnim kapitalom. Načini i metode upravljanja elementima obrtnog kapitala u cilju povećavanja rentabilnosti i optimizacije likvidnosti preduzeća.

DRUŠTVENI CILJ RADA treba da nam ukaže na značaj upravljanja obrtnim sredstvima. Naročito je to slučaj u vreme svetske ekonomske krize koju karakteriše opšta nelikvidnost i recesija. Prevazilaženje nelikvidnosti se postiže ispravnim i pravovremenim poslovnim odlukama koje su usmerene na racionalno upravljanje obrtnim kapitalom.

Istorijski razvoj računovodstva uslovio je razvoj finansijskih analiza, racio brojeva i koeficijenata koji pomažu pri donošenju poslovnih odluka.

Zato racionalno upravljanje obrtnim kapitalom zauzima značajno mesto u donošenju poslovnih odluka menadžmenta preduzeća svakog tržišnog subjekta. Sa što manje angažovanja obrtnih sredstava ostvari što veći obim poslovnih aktivnosti (maksimiziranje dobiti i zadovoljavajuće likvidnosti).

Donošenje poslovnih odluka vezano za obrtni kapital usmereno je na optimiziranje volumena neto obrtnog kapitala. To podrazumeva upravljanje potraživanjima, novčanim sredstavima (gotovinom) i upravljanje zalihama kao osnovnim komponentama obrtnog kapitala.

Društveni cilj jeste pomoć u rešavanju upravljanja obrtnim kapitalom preduzeća, odnosno ukazivanje na moguće opcije upravljanja obrtnim kapitalom sa ciljem uravnoteženja odnosa između profitabilnosti i rizika.

HIPOTETIČKI OKVIR ISTRAŽIVANJA SADRŽI SLEDEĆE:

GENERALNA HIPOTEZA:

Upravljanje obrtnim kapitalom je značajno zbog optimizacije volumena neto obrtnih sredstava. Suština upravljanje obrtnim sredstvima je donošenje poslovnih odluka koje će maksimizirati rentabilnosti i obezbediti tekuću i buduću likvidnosti preduzeća.

POSEBNE HIPOTEZE:

- Jedan od tri elementa obrtnog kapitala su novčana sredstva ili gotovina. Adekvatno upravljanje gotovinom podrazumeva donošenje poslovnih odluka koje imaju za cilj obezbeđivanje likvidnosti preduzeća kao i smanjenja troškova držanja salda gotovine.

- Upravljanje potraživanjima od kupaca podrazumeva politiku kreditiranja kupaca kao i politiku naplate dospelih potraživanja. Smanjenje ciklusa kreditiranja kupaca i efikasnost naplate potraživanja utiče na povećanje likvidnosti preduzeća.
- Upravljanje zalihami se odnosi na optimizaciju zaliha. Držati dovoljne količine zaliha za normalno funkcionisanje osnovne delatnosti preduzeća (zalihe sirovina i materijala ako je proizvodno preduzeće ili gotovih proizvoda ako je trgovinsko preduzeće) vodeći računa o troškovima pribavljanja i držanja zaliha.

NAUČNI DOPRINOS se ogleda u objedinjavanju teorijskih sugestija i praktičnih iskustava upravljanja obrtnim kapitalom. Doprinos se ogleda u objedinjavanju i definisanju pojmova vezanih za obrtni kapital. U praktičnom smislu donošenje poslovnih odluka u cilju upravljanja obrtnim kapitalom biće pokazana i dokazana neizbežnost postojanja ovakvih vrsta poslovnih odluka radi uspešnosti poslovanja naročito u današnjem sistemu poslovanja.

METODE ISTRAŽIVANJA. Teorijsko metodološki pristup je dijalektički. U radu će biti primenjene osnovne sintetičke i osnovne analitičke metode. Od opšte naučnih metoda biće primenjivane hipotetičke i deduktivne metode. Teorijsko-empirijskom analizom pokušaću da potvrdim generalnu i posebne hipoteze.

Od metoda za prikupljanje materijala biće zastupljene: studija slučaja, statistički metod i metod analize dokumenata. U studiji slučaja uradiću analizu sva tri elementa obrtnog kapitala na primeru tri najveće farmaceutske kompanije u Republici Srbiji.

STRUKTURA RADA: Polazeći od postavljenih hipoteza i ciljeva istraživanja rad je struktuiran u (8) delova:

U I delu „Istorijski razvoj menadžmenta poslovnog odlučivanja i značaj upravljanja obrtnim kapitalom“ govori se o značaju upravljanja obrtnim kapitalom i istorijskom razvoju menadžmenta poslovnog odlučivanja koji je uslovio i razvoj finansijske analize, analize racio brojeva u svhu donošenje poslovnih odluka. Kao i razvoj donošenja poslovnih odluka.

U II delu „Upravljanje gotovinom“ ukazuje se na suštinu upravljanja gotovinom i novčanim tokovima. Načine i metode praćenja, obezbeđivanja, unapređenja i predviđanja novčanih tokova kao i strategije upravljanja gotovinom u cilju održavanja optimalnog salda gotovine i obezbeđivanja likvidnosti preduzeća.

U III delu „Upravljanje potraživanjima“ analizira se kreditna politika preduzeća prema kupcima, elementi na koje utiče kreditiranje kupaca, kreditni uslovi kao i politika naplate potraživanja. Strategija kreditiranja kupaca i naplate potraživanja.

U IV delu „Upravljanje zalihami“ analiziraju se funkcionalni aspekti upravljanja zalihami, troškovi pribavljanja i držanja zaliha, sistem upravljanja zalihami kao i merila efikasnosti upravljanja zalihami.

U V delu „Berze i povezanost berze sa funkcijama upravljanja obrtnim kapitalom“, daću definiciju berze, objasniću organizaciju i funkciju berze, podelu berze i odnos ekonomskog okruženja i države sa berzom. Ovo je uvod u objašnjenje na koji način

berza svojom funkcijom i odnosom sa ekonomskim učesnicima utiče na likvidnost i na pojedine elemente obrtnog kapitala.

U VI delu „Učestvovanje preduzeća na berzi“ objasniću na koji način preduzeće može učestvovati na berzi. Na koji način menadžment preduzeća donosi odluke o učestvovanju na berzi i sa kojim ciljem.

U VII delu „Ulaganje u kratkoročne hartije od vrednosti“, objasniću osnovne karakteristike kratkoročnih hartija od vrednosti, pojasniti kako se izračunava visina prinosa na kratkoročne hartije od vrednosti, koje su vrste kratkoročnih hartija od vrednosti i na koje načine se određuje optimalan odnos gotovine i kratkoročnih hartija od vrednosti. Sve ovo je bitno ukoliko menadžment preduzeća donese odluku da učestvuje na berzi i da kupuje ili prodaje kratkoročne hartije od vrednosti. Kratkoročne hartije od vrednosti su bitne zbog svoje utrživosti. One dospevaju u roku do godinu dana i predstavljaju oblik likvidnih hartija od vrednosti. Zato se njihova kupovina ili prodaja i odvija na tržištu novca odnosno kratkoročnom finansijskom tržištu. Ovaj deo je značajan ukoliko menadžment preduzeća odluči da se uključi na tržište novca bilo kroz kupovinu ili prodaju kratkoročnih hartija od vrednosti.

U VIII delu, „Studija slučaja“ uradiću analizu elemenata obrtnog kapitala, kroz analizu koeficijenta naplate potraživanja, koeficijenta obrta zaliha, koeficijenta plaćanja dobavljačima i koeficijenta gotovinskog ciklusa.

Ovom analizom želim potvrditi generalnu i posebne hipoteze.

Za analizu sam odabrao tri najveća domaća proizvođača farmaceutskih proizvoda: „Hemofarm a.d.“, „Galenika u restrukuiranju a.d.“ i „Zdravlje Actavis d.o.o.“.

Oni zajedno čini preko osamdeset procenata tržišnog učeća farmaceutskog tržišta Republike Srbije. Zbog toga kroz njihovu analizu možemo delimično sagledati celokupnu analizu farmaceutskog tržišta Republike Srbije.

Period analize je šest godina. Od 2006. do 2012. godine. U tom periodu se desila svetska ekonomska kriza, domaća ekonomska kriza koja je značajne posledice ostavila i na tržište farmaceutskih proizvoda. Iz analize se jasno vidi kako su pojedina preduzeća poslovala u tom periodu.

Kroz studiju slučaja ću izračunati koeficijente elemenata obrtnog kapitala, ali i objasniti razloge takvih rezultata kao i posledice koji oni sami po sebi imaju na ukupno poslovanje preduzeća.

I DEO

ISTORIJSKI RAZVOJ MENADŽMENTA POSLOVNOG ODLUČIVANJA I ZNAČAJ UPRAVLJANJA OBRTNIM KAPITALOM

Upravljanje obrtnim kapitalom zauzima značajno mesto u preokupaciji menadžmenta preduzeća. Svetska ekonomska kriza nas je podsetila na značaj i važnost efikasnog upravljanjem obrtnim kapitalom što znači racionalno upravljanje svim njegovim elementima: gotovinom, potraživanjima i zalihama. Stalno balansiranje između dva osnovna kriterijuma: likvidnosti i rentabilnosti, podstiče menadžment preduzeća da neprestano prati obrtni kapital i njegove elemente. Upravljanje obrtnim sredstvima se temelji na: uravnoteženju odnosa između profitabilnosti i rizika.

Za donošenje poslovnih odluka u cilju adekvatnog upravljanja obrtnim kapitalom neophodne su informacije iz sektora finansija i računovodstva. Menadžment preduzeća dobija od sektora finansija i računovodstva informacije iz bilansa stanja i uspeha, na osnovu kojih se izračunavaju koeficijenti i izvode analize koje su neophodne u donošenju poslovnih odluka. Sve se više pridaje značaj analizi finansijskih pokazatelja i racio brojeva i sve je veći značaj računovodstva u donošenju poslovnih odluka.

Menadžment i poslovno odlučivanje, kao praksa je vrlo star dok je proučavanje menadžmenta kao naučne discipline relativno mlado. Piter Draker: “Često me pitaju koga smatram najboljim među najvećim kirektroima. Moj odgovor glasi: To je onaj čovek koji je smislio projektovao i sagradio prve egipatske piramide pre više od 4000 godina – i ta građevina još stoji.” Veliki građevine starog veka su primer menadžmenta i donošenja poslovnih odluka. To je nešto širi pogled na poslovno odlučivanje. Sigurno je da sistem donošenja odluka u drugačijem obliku od onog kakvog mi danas poznajemo je star koliko i velike civilizacije kroz istoriju. U današnjem smislu poslovnog odlučivanja, menadžment donošenja poslovnih odluka nastaje sa industrijskom revolucijom a razvoj kao posebna nauka doživljava u XX veku.

Od XVIII do XX veka industrijska revolucija dovodi do povećanog interesovanja za informacije koje su neophodne za upravljanje preduzećem. Industrijska revolucija dovela je i do brojnih promena u organizaciji i funkcionisanju proizvodnih preduzeća. Masovna proizvodnja, povećana podela rada, mehanizacija radnih procesa dovela je do razvoja sistema donošenja poslovnih odluka.

U XX veku menadžment poslovnog odlučivanja se razvija kao posebna nauka. Javljaju se različite škole menadžmenta:

- klasična škola,
- bihejvioristička škola,
- kvantitativna škola,
- integrativni pristup (sistemska, situaciona škola),
- dinamično angažovanje nove teorije menadžmenta.

Klasičnu škola menadžmenta čine škole: naučnog menadžmenta, administrativnog menadžment i birokratskog menadžment.

Naučni menadžment klasične škole menadžmenta polazi od naučnih metoda kako bi se odredio najbolji način da posao bude urađen. Ova škola je ustanovila osnovne principe menadžmenta koji se temelji na: naučnom određivanju normi-standarda, kontrola, rada i izvršenja, zaključkom da menadžeri treba da se bave “izuzecima”. Izveštaji iz kojih se vide bitna odstupanja od proseka standarda. To se može videti i ovom radu primerima kontrole zaliha. Predstavnik ove škole je Frederik Winslow Tejlor, tvorac 4

principa menadžmenta. Zatim Frenk i Lilian Gilbretovi, koji izvršili analizu pokreta u cilju skraćanja vremena za obavljanje radnih operacija. Sastavili su listu od 17 pokreta koji im je pomogao da izvrše analizu radnih zadataka u mnogim organizacijama. Ova analiza se koristi i danas. Značajni predstavnik klasične škole menadžmenta je Neri Gant. On se bavio analizom upravljanja vremena. Prateći operacije u procesu od početka do kraja.

Predstavnik administrativne škole menadžmenta je Henri Fajol. Henri Fajol je prvi izvršio klasifikaciju poslova preduzeća na grupe, odnosno funkcije. I to na: tehničku funkciju, komercijalnu funkciju, finansijsku funkciju, računovodstvenu funkciju, funkciju sigurnosti i administrativnu funkciju. Savremene organizacije se i dalje temelje na ovoj podeli. Ona je bila osnov za razvoj savremene organizacije. Klasifikacija poslova preduzeća je unapredila organizaciju i dala podelu odgovornosti i nadležnosti svake grupe u preduzeću. Fajol je zaključio da svi rukovodioci obavljajući menadžersku funkciju vrše aktivnosti: predviđanja i planiranja, organizovanja, komandovanja, koordinisanja i kontrolisanja. Ovi zaključci su unapredili metode donošenja poslovnih odluka i poslovno odlučivanje. Predstavnik birokratskog menadžmenta je Maks Veber. Smatrao je da birokratija kao idealan organizacioni model moguć ako je: izvršena podela rada, jasno definisana odgovornost, izvršeno biranje planova organizacije, ako administrativni rukovodioci rade za platu, nisu vlasnici organizacionih delova a rukovodilac treba da bude disciplinovan i pod kontrolom prema utvrđenim pravilima. Ova škola polazi isključivo od birokratskih metoda.

Bihejvioristička škola menadžmenta polazi od teze da su ljudi najvažnija komponenta svake organizacije. Predstavnici ove škole su Čerster Bernard, Elton Majo i drugi.

Čester Barnard je postavio tri cilja organizacije: održavanja ravnoteže kompleksnih osobina u stalnom menjanju sredine, istraživanje i razumevanje funkcionisanja direktora na svim nivoima i istraživanje eksterne sredine i prilagođavanje. Elton Majo je smatrao da porast produktivnosti je posledica poboljšanja društvenih uslova i odnosa među ljudima u organizaciji.

Kvantitativna škola menadžmenta se oslanja na čvrste i racionalne činjenice i formule. Iz tog razloga je pogodna menadžerima za planiranje, sistem za podršku u odlučivanju i kontroli. Matematički modeli i računari su sve više prisutni u finansijskim analizama, što čini temeljnijim poslovno odlučivanje i donošenje poslovnih odluka.

Integrativni pristup obuhvata sistemsku i situaciju školu menadžmenta. Sistemska škola menadžmenta posmatra organizaciju kao otvoren sistem koji je u neprekidnoj interakciji sa okruženjem u okviru procesa transformacije inputa u outpute. Pored toga, sistemska škola organizaciju posmatra kao skup međupovezanih delova o ili podсистema koji moraju funkcionisati usklađeno kako bi se ostvario opšti cilj.

Situaciona škola menadžmenta u centar pažnje uzimaju istraživanje situacija u kojoj funkcionišu organizacije, odnosno situacije u kojoj menadžeri obavljaju funkcije donošenja poslovnih odluka i definisanje upravljačkih akcija koje menadžeri treba da preuzmu respektujući situacije. Suština pristupa ova škole menadžmenta je delovanje menadžera zavisno od situacije, što znači da se na različite situacije mora reagovati različito.

Dinamičko angažovanje obuhvata nove teorije menadžmenta i poslovnog odlučivanja. Sve veći izazovi koji se stavljaju pred menadžere u smislu donošenja poslovnih odluka i upravljanja, iniciraju dinamičko angažovanje u sve globalnijoj poslovnoj sredini. Postavljaju se nove teorijske paradigme, novi koncepti i pristupi u menadžmentu.

Neke od njih su: “organizacija koja uči”, “jezgro kompetentnosti”, “menadžment znanja”, “menadžment odnosa sa kupcima”, “outsourcing” i druge.

Krajem XX i početkom XXI veka, globalizacijom i razvojem multinacionalnih kompanije razvijaju se modeli organizacije i upravljanja. Unapređuju se načini donošenja poslovnih odluka i metodi koji pomažu menadžmentu u poslovnom odlučivanju.

II DEO

UPRAVLJANJE GOTOVINOM

„Efikasno upravljanje novčanim sredstvima ili gotovinom predstavlja posebno značajan, i senzibilan, zadatak finansijskog upravljanja s obzirom da još neposrednije stavlja u fokus neophodnost stalnog balansiranja između dva osnovna kriterijuma privređivanja preduzeća u robno-novčanoj privredi: likvidnosti i rentabilnosti.“¹

Vreme opšte nelikvidnosti i recesije podsetilo nas je na važnost i značaj upravljanja gotovinom. Suština ekonomske krize navela nas je na preispitivanje značaja koji pridajemo upravljanju gotovinom. Podsetilo je menadžment preduzeća na značaj efikasnog upravljanja novčanim sredstvima (gotovinom) i neophodnost stalnog balansiranja između dva osnovna kriterijuma: likvidnosti i rentabilnosti. Stalni izazov između dva osnovna kriterijuma. Održavanjem optimalnog salda gotovine, što znači optimalizaciju rizika likvidnosti. Imajući u vidu činjenicu da gotovina, sama po sebi ne donosi nikakav prinos, držanje više gotovine od optimalno potrebnih sredstava smanjuje rentabilnost preduzeća ali i rizik od nelikvidnosti. Sa druge strane deficit gotovine, izlaže preduzeće riziku od nelikvidnosti, ali utiče na povećanje rentabilnosti. Poslovna politika da se sva raspoloživa gotovina uloži u sticanje prihoda ima za posledicu povećanje rentabilnosti ali i povećanje rizika od nelikvidnosti.

Kakve će poslovne odluke donostiti menadžment kompanije svakako zavisi kako od unutrašnjih parametara i mogućnosti tako i od eksternih faktora (tržišta, konkurencije, države).

Jedan od osnovnih parametara na osnovu kojeg se donose poslovne odluke upravljanja gotovinom jeste koeficijent obrta gotovine i gotovinski ciklus.

Gotovinski ciklus se definiše kao broj dana u godini koji protekne od izdavanja gotovine za nabavku sirovina ili materijala do momenta primanja gotovine, odnosno naplate prihoda od prodaje gotovih proizvoda.

Koeficijent obrta gotovine dobija se kada se broj dana u godini podeli sa prosečnim trajanjem jednog obrta.

Gotovinski ciklus preduzeća podrazumeva razliku između prosečne naplate potraživanja od kupaca, sa prosečnim vremenom vezivanja gotovine u zalihama minus prosečna starost isplate dobavljača.

Koeficijent obrta gotovine se dobija sabiranjem prosečne starosti naplate potraživanja od kupaca sa prosečnim vremenom vezivanja gotovine u zalihama minus prosečna starost plaćanja dobavljača podeljeno sa brojem dana u kalendarskoj godini.

$$\text{DWC Day Working Capital (keš ciklus)} = \text{DSO} + \text{DIO} - \text{DPO}$$

¹ Prema Dragan Krasulja i Milorad Ivanišević, Poslovne Finansije, Ekonomski fakultet u Beogradu, 2001. str.178.

Ovaj koeficijent objašnjava koliko traje ciklus od konverzije keša iz početnog oblika keša, preko dobavljača, zaliha i kupaca opet u keš. Izražava se u danima.

Koeficijent obrta gotovine nam govori koliko se gotovinskih ciklusa obavi u toku jedne poslovne godine.

Sušтина upravljanja gotovinom i donošenje poslovnih odluka u vezi upravljanja gotovinom se svodi na to, da se vreme trajanja obrta gotovine što više skрати, odnosno koeficijent obrta gotovine poveća. To praktično znači da se što više gotovinskih ciklusa obavi u toku godine, odnosno da se što manje gotovine angažuje uz normalno funkcionisanju poslovanja preduzeća, ne ugrožavajući likvidnost preduzeća.

Jedno od pitanja koje se postavlja jeste: „Koliko je to minimalni saldo gotovine potreban za normalno funkcionisanje poslovanja?“ Svakako je različito za svako preduzeće. Takodje je različito od privredne grane i od dužine trajanja poslovnog ciklusa. Oni aspekti koji su isti za sve jesu: troškovi držanja gotovine, troškovi nedostatka gotovine i troškovi transakcija sa gotovinom.

„J.M. Kejns je ukazao na tri motiva za držanje gotovine i to:

- transakcioni motivi: da bi se zadovoljili zahtevi koji proizilaze iz poslovnih aranžmana: kupvina, plate, porezi, dividende,
- spekulativni motivi: da bi se iskoristile prednosti temporalnih mogućnosti, kao što je na primer iznenadni pad cena,
- razlozi predostrožnosti: da se sačuva predostrožnost, a radi sučeljavanja sa problemima koji mogu da nastanu zbog neočekivanih potreba za cash flow.“²

Troškovi držanja gotovine se odnose na oportunitetne troškove koji su jednaki, izgubljenom prinosu koje bi preduzeće moglo ostvariti ulaganjem raspoložive gotovine u poslovanje ili otplatom duga koji sadrži određenu kamatu.

Troškovi nedostatka gotovine podrazumeva propušten prihod koji bi gotovina ostvarila. Primer toga su kasa-skonta i druge prilike koje bi gotovina ostvarila u datom momentu. Svako ne korišćenje ponuđenih kasa-skonta predstavlja primer neefikasnog upravljanja gotovinom.

Troškovi transakcija sa gotovinom podrazumevaju troškove provizije, tj. administrativne i manipulativne troškove koji nastaju pribavljanjem i transferom gotovine, naprimer u hartije od vrednosti i obrnuto.

Sušтина optimalnog salda gotovine jeste u držanju onog iznos gotovine koji minimizira ukupne troškove gotovine a obezbeđuje nesmetano poslovanje preduzeća u smislu obezbeđenja likvidnosti.

Finansijska teorija i praksa poznaju više različitih metoda za predviđanje tokova gotovine. Najviše korišćen je finansijski metod koji se zasniva na informacijama tekuće finansijske analize i planiranja primanja i izdavanja gotovine. Većina metoda i modela polaze od uverenja da je minimalni saldo gotovine jednak prosečnom godišnjem saldu neophodnom za obavljanje redovne poslovne aktivnosti. Pored poznavanja troškova gotovine i ukupnih godišnjih potreba za gotovinom za primenu ovog metoda potrebno je poznavati i koeficijent obrta gotovine.

Prosečan saldo gotovine se dobija kao količnik ukupnih godišnjih izdataka gotovine i koeficijenta obrta gotovine.

Složeniji kvantitativni modeli problem optimalnog salda gotovine žele da reše utvrđivanjem odnosa gotovine i hartija od vrednosti kako bi bila zadovoljena dva osnovna kriterijuma poslovanja: rentabilnost i likvidnost.

² Prema Đurić M. Dragana, Uvod u finansijski menadžment, Institut ekonomskih nauka, Beograd, 1999. str. 118.

Preduzeće ukoliko ima trenutno slobodnih novčanih sredstava a nema mogućnost plaćana kasa-skonta po kom osnovu bi oprihodovao ta slobodna novčana sredstava, može kupiti kratkoročne hartije od vrednosti. Kupovinom kratkoročnih hartija od vrednosti, preduzeće bi slobodna novčana sredstva angažovalo i ostvarilo neki prinos a u slučaju potrebe za gotovinom, prodajom hartija od vrednosti brzo bi došli do gotovine. Time se ne ugrožava likvidnost preduzeća a slobodna novčana sredstva donose neki prinos i povećavaju rentabilnost poslovanja.

Utvrdjivanje optimalnog salda gotovine zauzima značajno mesto u finansijskom upravljanju. Predviđanje budućih tokova gotovine odnosno forecast cash flow-a jeste preduslov za utvrđivanje optimalnog salda gotovine.

Menadžment preduzeća ima za cilj što efikasnije upravljanje gotovinom što podrazumeva da se prosečno trajanje koeficijenta obrta gotovine skрати uz uslov da se očuva likvidnost preduzeća i ne ugrozi poslovanje. Neke od osnovnih strategije upravljanja gotovinom, koji finansijski menadžment ima na raspolaganju su:

- povećanje efikasnosti korišćenja zaliha,
- skraćivanje naplate potraživanja kupaca,
- prolongiranja kratkoročnih obaveza, kako kredita tako i obaveze prema dobavljačima,
- kombinacijom tri navedene strategije.³

STRATEGIJA POVEĆANJA EFIKASNOSTI UPRAVLJANJA ZALIHAMA

Najveće mogućnosti u strategijama upravljanja gotovinom pruža upravljanje zalihama. Povećanjem koeficijenta obrta zaliha ili skraćivanje prosečnog vremenskog trajanja obrta zaliha. Koeficijent obrta zaliha ili DIO (Days Inventories Out), češće korišćen u preduzećima, meri koliko se dana zadržavaju zalihe u gotovinskom ciklusu. DIO se izračunava deljenjem prosečnih zaliha sa troškovima vezanim za zalihe pomnoženih sa 365 (dani u godini):

$$\text{DIO (broj dana)} = \frac{\text{Zalihe (prosečne)}}{\text{COGS (troškovi vezani za zalihe)}} \times 365$$

Skraćivanjem prosečnog vremenskog trajanja obrta zaliha, skratio bi se njegov gotovinski ciklus. Skraćivanjem gotovinskog ciklusa smanjuje se minimalno potreban gotovinski saldo.

Efikasnost upravljanja zalihama praktično se ostvaruje upravljanjem pojedinačnim oblicima zaliha. Funkciju upravljanja zalihama realizuje nabavni sektor, danas se naziva i sektor logistike. Oni neprestano treba da teže smanjenu koeficijenta obrta svih oblika zaliha (sirovine, materijali), koristeći savremene tehnike kontrole i praćena zaliha. Suština upravljanja zalihama i smanjenje koeficijenta obrta zaliha ima smisla ako se ne ugrozi normalno funkcionisanje poslovne aktivnosti preduzeća. Praćenje zaliha, praćenje izlaza sirovine i materijala, identifikovanje periodičnih potreba, planiranje vremena potrebnog za nabavku sirovina i materijala omogućava službi nabavke (logistike) da utiče na optimizaciju zaliha. Sa druge strane proizvodnja dobrom organizacijom i planiranjem omogućava smanjenje proizvodnog ciklusa, ne dovodeći u pitanje redovno snabdevanje dovoljnim količinama i asortimanom gotovih proizvoda. Prodajna funkcija ima svhu da analizom, planiranjem i unapređenjem prodaje utiče na

³ Prema Dragan Krasulja i Milorad Ivanišević, Poslovne Finansije, Ekonomski fakultet u Beogradu, 2001. str.183.

povećanje koeficijenta obrta gotovih proizvoda. Ova tema biće detaljno obrađena u delu upravljanja zalihama.

SKRAĆENJE NAPLATE POTRAŽIVANJA KUPACA

Ubrzanjem naplate potraživanja od kupaca je jedna od strategija za smanjenje minimalnog potrebnog salda gotovine. Ako je preduzeće u mogućnosti da poveća koeficijent obrta potraživanja od kupaca, odnosno da prosečno vreme naplate potraživanja skрати istovremeno bi skратilo vreme trajanja obrta gotovine s obzirom da je potraživanja od kupaca jedan od elemenata obrta gotovine. Koeficijent obrta kupaca ili DSO (Days Sales Out) se izračunava deljenjem prosečnih potraživanja od kupaca sa prodajom u određenom periodu pomnoženi sa 365 (dani u godini):

$$\text{DSO (broj dana)} = \frac{\text{Potraživanja od kupaca (prosečne)}}{\text{Prodaja (u određenom periodu)}} \times 365$$

Potraživanje od kupaca kao i zalihe vezuju određenu gotovinu. Ako se određeni deo gotovine koja je vezana u potraživanjima od kupaca oslobodi ona može biti uložena u povećanje osnovne delatnosti preduzeća čime bi se povećala rentabilnost ili angažovanjem u plasmane koji donose određeni prinos. Određeni iznos vezivanja gotovine u potraživanja je neophodan, s obzirom da je kreditiranje kupca u modernoj ekonomiji značajan faktor i sastavni deo prodaje. Kreditiranjem kupaca preduzeće povećava prodaju, zapravo ostvaruje mnogo veći obim prodaje nego kada bi prodavalo iskučivo avansno. Svako preduzeće ima potrebu da potraživanje od kupaca što pre konvertuje u gotovinu. Pred menadžment preduzeća se postavlja pitanje uslova kreditiranja kupaca, odnosno definisanje jasne strategije naplate potraživanja od kupaca. Uslovi kreditiranja se odnose na kriterijume koji se primenjuju kod kreditiranja kupaca. Kriterijumi mogu biti različiti od kupca do kupca. Kod kupaca sa kojima se posluje duži vremenski period a njihova likvidnost i solventnost je uobičajeno dobra, daju se duži rokovi plaćanja. Kod kupaca sa kojima se počinje saradnja uzimaju se sredstva obezbeđenja (menica kod domaćih kupaca, bankarska garancija kod stranih kupaca) ili deo plaćaju avansno, najčešće imaju manje odloženo plaćanje nego postojeći kupci. Strategijom naplate potraživanja od kupaca se definišu i stimulisanja na ranije plaćanje u vidu kasa-skonta.

PROLONGIRANJE KRATKOROČNIH OBAVEZA (KREDITA I OBAVEZA PREMA DOBAVLJAČIMA)

Jedna od strategija upravljanja gotovinom je prolongiranje kratkoročnih obaveza. Pod ovim obavezama spadaju kratkoročni krediti i obaveze prema dobavljačima. Kratkoročni krediti su najčešće uzeti od banke ili obaveze prema drugim finansijskim institucijama (leasing kuće). S obzirom da je ugovorom o kreditu jasno definisan rok i način otplate, skoro uopšte ne postoji mogućnost uticanja na prolongiranje obaveza prema bankama i leasing kućama. Za preduzeće je značajno ugovaranja grejs period. Period u kome preduzeće ne plaća uzete kredite. Preduzeće češće produžava rok plaćanja obaveza prema dobavljačima. Ako preduzeće smanji koeficijent obrta dobavljača, to defacto znači da bi se skratio gotovinski ciklus. Koeficijent obrta dobavljača ili DPO (Days Payables Out) se izračunava deljenjem prosečnim obavezama prema dobavljačima sa troškovim COGS (cost of good sold) – troškovi vezani za dobavljače pomnoženi sa 365 (dani u godini):

$$\text{DPO (broj dana)} = \frac{\text{Dobavljači (prosečni)- obaveze prema dobavljačima}}{\text{COGS (troškovi vezani za robu)}} \times 365$$

Ne treba izgubiti iz vida da pored interesa i želje dobavljača da zadrži kupca i spremnosti da prolongira rok plaćanja često su i sami dobavljači ograničeni svojom likvidnošću i rentabilnošću. „Mada se efekat prolongiranja obaveza prema dobavljačima može smatrati, svakako, atraktivnim sa stanovišta finansijskog upravljanja gotovinom, treba, ipak imati u vidu da su realne mogućnosti za njegovo korišćenje znatno ograničene“. ⁴ Ako je preduzeće značajno za dobavljača, po kupovini dobara, strategija prolongiranja plaćanja dospelih obavezam ima smisla.

U suprotnom dobavljač će zaštititi svoja potraživanja, naplaćivanjem zakonskih zateznih kamata, obračunavanja valutnih klauzula ako prodaje robu iz uvoza a na tržištu su velike oscilacije kursa. U našoj privredi, naročito u vreme svetske ekonomske krize, ako preduzeće dugoročno sarađuje sa dobavljačem i do sada nije imalo problem sa plaćanjem obaveza, praksa je da dobavljač prećutno toleriše izvesno prolongiranje dospelih obaveza.

U vreme svetske ekonomske krize čija je jedna od osnovnih karakteristika nelikvidnost, strategija prolongiranja dospelih obaveza ima jako mali prostor za primenu.

KOMBINACIJA TRI STRATEGIJE UPRAVLJANJA GOTOVINOM

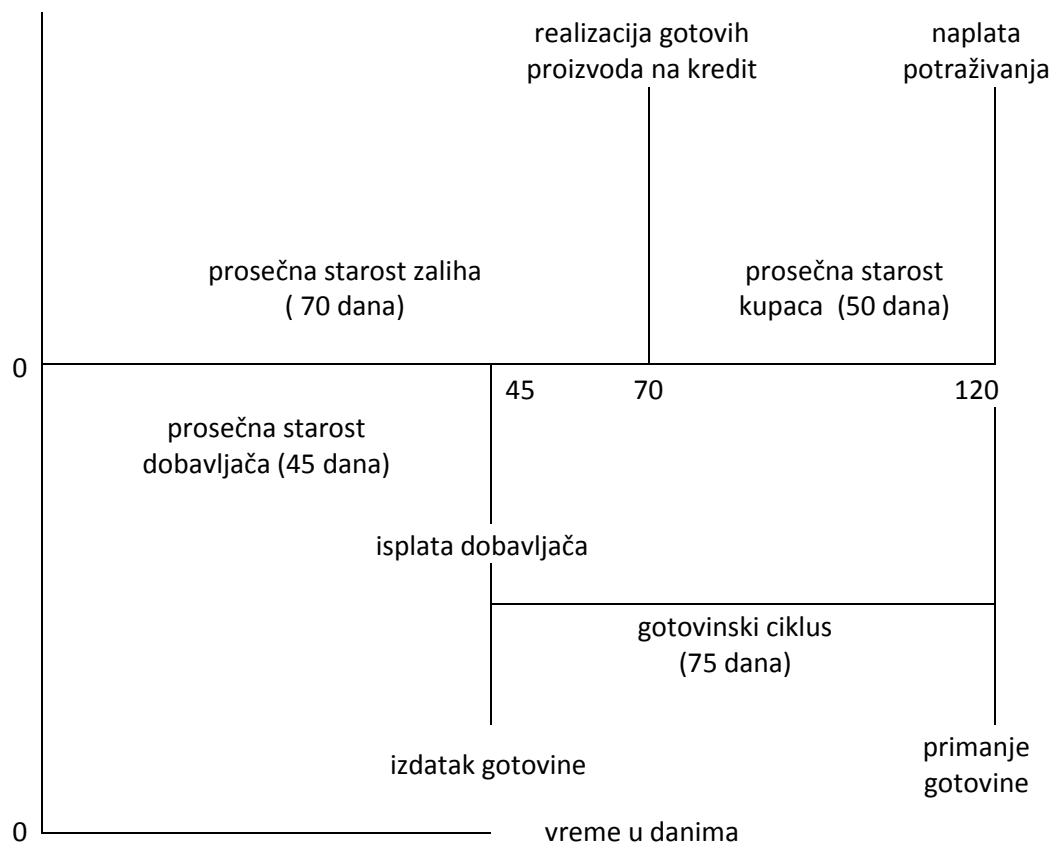
Kombinacijom sve tri strategije upravljanja gotovinom menadžment preduzeća može postići najveće efekte.

Dijagram 1: Efekat kombinovanih strategija na gotovinski ciklus preduzeća ⁵

nabavka
materijala
na kredit

⁴ Prema Dragan Krasulja i Milorad Ivanišević, Poslovne Finansije, Ekonomski fakultet u Beogradu, 2001. str.184.

⁵ Prema J. Gitman, Citirano delo str. 177.



Iz dijagrama možemo videti da je gotovinski ciklus jednak razlici između primanja gotovine i izdataka gotovine. Odnosno momenta naplate potraživanja od kupca i obaveze plaćanja dobavljača. Ako je prosečna starost zaliha 70 dana, prosečna starost kupaca, odnosno naplate potraživanja 50 dana, a prosečne isplate dobavljačima 45 dana, gotovinski ciklus je 75 dana. Dobijen kao zbir naplate potraživanja i starosti zaliha minus prosečna isplata dobavljača (50 dana + 70 dana – 45 dana = 120 dana).

Na gotovinski ciklus menadžment preduzeća bi trebalo da utiče kombinacijom sve tri strategije: efikasnim upravljanjem zaliha, strategijom naplate potraživanja od kupaca i prolongiranjem kratkoročnih obaveza. Kombinovanjem sve tri strategije menadžment preduzeća bi povećao koeficijent obrata gotovine i time smanjio minimalno potreban saldo gotovine.

Menadžment preduzeća treba da vodi računa da primena svake od strategija ne bi trebala da utiče na likvidnosti i rentabilnosti poslovanja preduzeća. Efikasnost upravljanja zalihama ne sme da dovede u pitanje normalno funkcionisanje proizvodnje i prodaje. Strategija naplate potraživanja ne bi trebalo da utiče na sekundarne kupce i tržišnu poziciju preduzeća. Prolongiranje kratkoročnih obaveza ne sme da utiče na bonitet

preduzeća. Tek ako se zadovolje svi ovi uslovi pomenute strategiju imaju smisla odnosno menadžment preduzeća je svojim poslovnim odlukama uspeo da donese adekvatne odluke, osiguravajući likvidnost i povećavajući rentabilnost preduzeća.

III DEO

POTRAŽIVANJA OD KUPACA

„Potraživanja od kupaca predstavljaju kredit na otvoren račun koji preduzeće odobrava kupcima njegovih proizvoda i usluga“.⁶ Velika većina preduzeća prodaje robu na kredit. Uslovi i politika kreditiranja kupca je različita. Svako preduzeće ima svoju politiku kreditiranja kupaca. Ona je različita zavisno od toga šta menadžment preduzeća ima za cilj. Zavisno od kratkoročnih i dugoročnih planova preduzeća. Uglavnom su politike kreditiranja kupaca slične po privrednim grana. Logično je da preduzeće prati tržište i konkurenciju. Specifičnosti privredne grane određuju pravila i kreditne uslove.

Polazi se od pretpostavke da će potraživanja od kupaca biti naplaćena do isteka ugovorenog roka. Ipak se mora imati u vidu da neće svi kupci platiti svoj dug u predviđenom roku. Većina potraživanja se konvertuje u gotovinu u krajnjem roku od šest meseci do godinu dana. Zbog veličine koje potraživanje od kupaca čine u ukupnim poslovnim sredstvima preduzeća, svesni smo značaja koje upravljanje potraživanjima imaju u strategiji preduzeća. Menadžment preduzeća zbog svega ovoga mora razmotriti sve elemente vezane za upravljanje potraživanjima. Menadžment preduzeća bi trebalo da pri donošenju politike upravljanja potraživanjima ima kompletnu sliku preduzeća, njegovih ciljeva, tržišta, konkurencije, perspektive privredne grane, potencijala, mogućnosti i pretnji. On donosi strategiju upravljanja i naplate potraživanja, politiku kreditiranja kupaca i kreditne uslove.

Menadžment preduzeća radi lakšeg praćenja potraživanja od kupaca, definiše načine izveštavanja u svom preduzeću ili u kompaniji, ukoliko je reč o multinacionalnoj kompaniji. Zakonska regulativa je u svakoj zemlji različita. To se odnosi i na mogućnost otpisa potraživanja. Za interne potrebe, ako je reč o multinacionalnoj kompaniji, finansijski menadžment uvodi standarde internog otpisa potraživanja radi lakšeg praćenja potraživanja u svim svojim preduzećima širom sveta. Time ima uvid u realna, takoreći zdrava potraživanja u odnosu na ona potraživanja koja sa protekom vremena imaju sve manju šanu da budu naplaćena. Menadžment definiše procenat otpisa potraživanja shodno starosti potraživanja. Na primer, ako je roba data na 30 dana odloženog plaćanja a od isteka valute plaćanje je proteklo od 31 do 60 dana procenat otpisa potraživanja iznosi 10%. Ako je proteklo od 61 do 180 dana otpisuje se 25% a ako je proteklo više od 180 dana procenat otpisa je 100%. Polazi se od pretpostavke da je jako mala verovatnoća naplate tih potraživanja. Odnosno da se verovatnoća naplate potraživanja smanjuje sa dužinom vremena isteklim od datog roka plaćanja.

Otpis se knjiži na trošak, najčešće se naziva „bad debt“ i utiče na smanjenje dobitka. Ukoliko dođe do naplate otpisanih potraživanja „bad debt“ koji je kumulativan i nema veze sa zvaničnim zakonskim bilansom stanja i uspeha, već sa internim izveštajima, se smanjuje i za taj iznos povećava dobitak. Ovo jeste rigorozan načina prikazivanja potraživanja od kupaca. Međutim pojedine kompanije žele da imaju uvid u potraživanja koja po svojoj suštini jesu brzo naplativa i izvesno naplativa. Time mogu da predvide naplatu potraživanja i novčane tokove.

⁶ Prema Dragan Krasulja i Milorad Ivanišević, Poslovne Finansije, Ekonomski fakultet u Beogradu, 2001. str.201.

Kreditnom politikom menadžment preduzeća definiše uslove pod kojima se kupcima odobrava kredit kao i limit kredita. Da bi doneli odluku o kreditiranju kupca neophodno je usvojiti kreditne standarde i obaviti kreditnu analizu.

KREDITNI STANDARDI

„Kreditni standardi se definišu kao minimalni kriterijumi koje kupac mora da zadovolji da bi mu se odobrio kredit.“⁷ Standardi odražavaju maksimalan kredit koji preduzeća želi da prihvati. Da bi se rizik kreditiranja kupca procenio neophodno je prikupljanje podataka o kupcu i testiranja kapaciteta kupca, karaktera, kapitala, opštih kondicija i kolateralnih obezbeđenja.⁸

Procena kapaciteta se vrši na osnovu finansijskih izveštaja za nekoliko prethodnih godina kao i analize njegovih tehnoloških i organizacionih kapaciteta, prodajne i proizvodne sposobnosti. Karakter kupca je njegovo ponašanje iz prošlosti. Na osnovu toga možemo da pretpostavimo da li će kupac poštovati svoje obaveze. Kapital ocenjujemo na osnovu racio brojeva, finansijskom analizom kupca sa akcentom na sopstvena poslovna sredstva. Opštu kondiciju kupca određuje očekivani uticaj egzogenih faktora i trendova. Spoljni uticaji mogu da se odraze na sposobnost preduzeća da izvršava naplatu dospelih potraživanja. Obezbeđenje podrazumeva poslovna sredstva kupca koja mogu da budu zalog za preuzeti dug.

Posle testiranja vrši se rangiranje kupca. Rangiranjem, kupcu se na određeni period definiše rok plaćanja, iznos do kog mogu da se zaduže, diskonti i kasa skonta.

Sektor kredit kontrole je zadužen za rangiranje kupaca i praćenje naplate potraživanja. Pored rangiranja ona prati naplatu potraživanja zajedno sa službom prodaje i finansija.

Finansijski menadžment donosi odluku o kreditnim standardima. Pored rangiranja kupaca koje obavlja sektor kredit kontrole, finansijski menadžment upravlja kreditnim standardima na osnovu nekoliko varijabli. Suštinske varijable su: administrativni troškovi kreditiranja, troškovi držanja potraživanja, gubici zbog nenaplativih potraživanja i obim prodaje.

Ako menadžment preduzeća donese odluku o relaksaciji kreditnih standarda to će za posledicu imati povećanje administrativnih troškova sektora kredit kontrole, povećanje obima prodaje, produženje prosečnog perioda naplate potraživanja, povećava se ukupna potraživanja od kupaca i povećanje nenaplativih potraživanja.

Relaksacija kreditnih standarda znači da veći broj kupaca može da kupi robu. To su najčešće kupci sa slabijim bonitetom. Ovo za posledicu ima povećanje obima posla sektora kreditne kontrole što znači povećanje administrativnih troškova. Mogućnošću da veći broj kupaca kupi robu povećava se prodaja. To znači i povećanje dobitka preduzeća, ali samo pod uslovom da troškovi potraživanja od kupaca budu manji od oportunitenih troškova ulaganjem tog kapitala u alternativu umesto u potraživanje od kupaca. S obzrom da robu mogu da kupe i oni koji imaju slabiji bonitet povećava se preosečan period naplate potraživanja kao i gubici po osnovu nenaplativih potraživanja.

Zaoštavanjem kreditnih standarda finansijski menadžment smanjuje obim prodaje, skraćuje prosečan period naplate potraživanja, smanjuje ukupna potraživanja od kupaca i nenaplativa potraživanja.

⁷ Prema Dragan Krasulja i Milorad Ivanišević, Poslovne Finansije, Ekonomski fakultet u Beogradu, 2001. str.202

⁸ F. Weston i E. Brigham, Managerial Finance, Holt, Rinehart and Winston, New York, str. 536

Zavisno od toga šta želi da postigne menadžment preduzeća donosi poslovne odluke o relaksaciji ili zaoštavanju kreditnih standarda.

Slabljenjem kreditnih standarda, diferencijalni dobitak na dodatnom obimu prodaje treba da bude veći od diferencijalnih troškova dodatnih ulaganja u potraživanja. Samo u tom slučaju relaksacija kreditnih standarda ima finansijsko opravdanje.

Diferencijalni dobitak na prodaji utvrđuje se kao razlika između dobitka na prodaji između postojećeg i očekivanog obima prodaje.

Kod relaksacije kreditnih standarda javljaju se i diferencijalni troškovi ulaganja u potraživanja. Ovi troškovi se izračunavaju kao razlika između troškova držanja potraživanja od kupaca između postojećeg i očekivanog obima prodaje.

Odnosno pre i posle politike relaksacije kreditnih standarda. Razlika pokazuje koliko je potrebno dodatno diferencijalno ulaganje u potraživanje od kupaca u slučaju relaksacije kreditnih standarda. Povećanjem obima prodaje i prolongiranjem perioda naplate potraživanja povećavaju se i diferencijalni troškovi ulaganja u potraživanja kao i gubici po osnovu nenaplativa potraživanja.

Politike relaksacije kreditnih standarda je finansijski opravdana ako je diferencijalni dobitak po osnovu povećanja prodaje veći od diferencijalnih troškova držanja dodatnih potraživanja od kupaca i gubitaka nenaplativnih potraživanja.

KREDITNA ANALIZA

Po usvajanju kreditnih standarda pristupa se kreiranju metoda kreditne analize. Faze kreditne analize su prikupljanje informacija i analiza prikupljenih informacija.

Prikupljanje informacija za kreditnu analizu započinje od kupca. Od njega se traži da dostavi finansijske izveštaje za poslednjih nekoliko godina. Analizom bilansa stanja i uspeha procenjuje se njegova likvidnost, rentabilnost, kreditna zaduženost i na bazi toga sposobnost daljeg zaduživanja.

Drugi korak je prikupljanje informacija od poslovnih banaka, kreditnog biroa i kod ostalih nadležnih institucija. Za sve ove informacije potrebna nam je saglasnost samog kupca i po njegovoj spremnosti na saradnju možemo steći utisak kakvi su mu poslovni kodeksi.

Pošto se prikupe informacije neophodne za kreditnu analizu pristupa se samoj analizi kreditnih informacija.

Pri donošenju odluka o kreditiranju najrelevantnija stavka jeste kako je taj kupac do sada izvršavao svoje obaveze prema dobavljačima. Za izračunavanje ovog parametra služi prosečno vreme isplate dobavljača u prethodnom periodu. Kroz bilans stanja i uspeha moguće je proveriti ovaj parametar. Ako uporedimo vrednost nabavki na kredit u toku godine sa saldonom dobavljača na kraju godine možemo utvrditi prosek u kome kupac isplaćuje dobavljače.

Za kreditnu analizu neophodno je analizirati i neke opšte finansijske pokazatelje kupca: likvidnost, rentabilnost i stepen zaduženosti. Za ocenu likvidnosti koriste se opšti i posebni ratio likvidnosti, stanje neto obrtnih sredstava i koeficijent obrta potraživanja i zaliha. Rentabilnost se izračunava stavljanjem u odnos neto dobitka i prihoda od prodaje, kao i odnosom stope prinosa na ukupna sredstva i sopstvena sredstva.

Stepene zaduženosti se izračunava stavljanjem u odnos kratkoročnih obaveza u odnosu na neto obrtna sredstva kao i stavljanjem u odnos pozajmljenih izvora sa ukupnim izvorima finansiranja.

Pored ovih analiza i izračunavanja ratio brojeva za uspešnu kreditnu analizu jako je važno iskustvo i znanje službenika kredit kontrole. Sami ratio brojevi ne uzimaju u

obzir intenzitet konkurencije i ekonomske uslove tržišta. Iskustvo i znanje kredit kontrole kao i sugestije sektora prodaje mogu stvoriti kompletnu sliku o kupcu i njegovoj kreditnoj sposobnosti i napraviti kvalitetnu kreditnu analizu.

KREDITNI USLOVI

Kreditni uslovi definišu uslove plaćanja koje kupac dobija. Kreditni uslovi obuhvataju tri elementa: kasa skonta, diskontni period i kreditni period. Promena bilo koja od ova tri elementa utiče na rentabilnost preduzeća. Njihove promene mogu uticati i na likvidnost, indirektno preko naplate potraživanja od kupaca.

Kasa skonta predstavlja jedan od tri elementa kreditnih uslova koji se daju kupcu. Kasa skonta se daju kupcu kako bi se stimulisala naplata potraživanja. Oni predstavljaju interesantne načine stimulacije plaćanja kupca. Efekti koje kasa skonta izaziva na rentabilnost preduzeća su različiti. Kasa skonta dovode do povećanja obima prodaje, s obzirom da ima efekat kao i smanjenje prodajnih cena. Ako kupci prihvataju kasa skonta i plaćaju koristeći ovu pogodnost, to dovodi do skraćivanja prosečnog perioda naplate potraživanja. Ovo smanjenje utiče i na smanjenje ukupnih potraživanja od kupaca kao i troškova njihovog držanja. Gubici zbog nenaplaćenih potraživanja se smanjuju, zapravo mogućnost nenaplaćenih potraživanja se smanjuju. Što više kupaca koristi kasa skonto mogućnost i visina nenaplaćenih potraživanja su sve manja. Sve ovo zajedno ima efekat na povećanje dobitka. Međutim, mora se imati u vidu da postoji i jedan negativan efekat uvođenja kasa skonta, to je smanjenje dobitka po jedinici proizvoda. Ovo nastaje kao posledica indirektnog snižavanja cena proizvoda. Finansijska opravdanost uvođenja kasa skonta postoji ako je povećanje obima prihoda od prodaje, kao i smanjenje gubitaka po osnovu nenaplativih potraživanja veće od efekta smanjenja dobitka po jedinici proizvoda. Ne treba zaboraviti da se skraćivanjem prosečnog perioda naplate potraživanja smanjuje ulaganja u potraživanja čime se oslobađaju novčana sredstava.

Diskontni period definiše period u kome važi kasa skonta, odnosno u kome kupci mogu da iskoriste ponuđeni kasa-skonta. Promena dužine diskontnog perioda ima za posledicu niz efekata a vezani su za promene koje se odražavaju na trajanje prosečnog perioda naplate potraživanja. Različiti su efekti ako se kasa-skonta odobravaju kupcima koji do sada nisu imali tu opciju ili ako se produžava diskontni period kupcima koji su već imali tu opciju plaćanja. Uvođenje kasa-skonta kupcima koji nisu imali tu opciju za posledicu će imati skraćivanje prosečnog perioda naplate potraživanja a to će sa svoje strane imati za posledicu smanjenja prosečnih ulaganja u potraživanja kao i smanjenje troškova njihovog držanja. Kod kupca koji su imali kasa-skonta, produženje prosečnog perioda naplate potraživanja ima za posledicu suprotne efekte koji se sastoje u smanjenju koeficijenta obrta kupaca, povećanje ulaganja u potraživanja i troškove njihovog držanja. Produženje diskontnog perioda imao bi finansijsku opravdanost jedinu u slučaju kada je diferencijalni dobitak po osnovu povećanja prodaje dovoljno velik da pokrije diferencijalne troškove držanja potraživanja i povećana ulaganja u potraživanja od kupaca.

Kreditni period podrazumeva produženje roka plaćanja koje kupac ima za kupljenu robu. Ovaj element ima značajan uticaj na rentabilnost preduzeća. Produženje kreditnog perioda uticaće na povećanje obima prodaje, budući da će produženje kreditnog perioda privući nove kupce da vrše nabavku robe. Sa druge strane ovo ima za posledicu produženje prosečnog perioda naplate potraživanja, što znači da je potrebno više sredstava uložiti u potraživanja od kupaca. Pored toga, povećava se

gubitak po osnovu nenaplaćenih potraživanja. Odluka o produženju kreditnog perioda ima finansijsku opravdanost ako je diferencijalni dobitak po osnovu povećanja prodaje veći od diferencijalnih ulaga u dodatna potraživanja od kupca i gubitaka po osnovu povećanja nenaplativih potraživanja.

Pod politikom naplate potraživanja podrazumevamo jasno definisane postupke i procedure koje je potrebno učiniti kako bi se potraživanja od kupaca naplatila u roku njihovog dospeća. Finansijski menadžment u cilju efikasnijeg upravljanja potraživanjima bi trebalo donese procedure koje će se primenjivati pred kraj isteka roka plaćanja i posle isteka roka plaćanja. Gubici nenaplaćenih potraživanja ne zavise samo od politike naplate potraživanja nego i od politike kreditiranja kupaca, odnosno uslova pod kojim se kupcima odobrava kredit. Gubici po osnovu nenaplativosti potraživanja koji su vezani za kreditiranje kupca su relativno konstantni. Možemo izvući zaključak da se povećanjem napora za naplatu dospelih potraživanja mogu smanjiti ovi gubici.

Efekat naplate potraživanja moguće je izračunati stavljanjem u odnos dodatnih troškova naplate potraživanja i eventualno smanjenje dobitka po osnovu pada obima prodaje sa očekivanim smanjenjem gubitaka po osnovu nenaplativih potraživanja i uštedama u troškovima držanja potraživanja koji mogu nastati kao posledica skraćivanja prosečnog perioda naplate potraživanja.

Pored toga povećanje napora i izdataka, jer i to nosi određeni trošak, za naplatu potraživanja treba da dovede do skraćivanja prosečnog perioda naplate potraživanja i povećanje dobitka po tom osnovu. Sa druge strane intenziviranje napora za naplatu potraživanja može da ima kao posledicu smanjenje prihoda od prodaje. Iz tog razloga finansijski menadžment ne bi trebalo da donosi odluke kojima će izgubiti kupce i time uticati na smanjenje prihoda od prodaje. Definisanjem jasnih procedura smanjuje se mogućnost ovakvih slučajeva. Potrebno je definisati redosled procedura u slučaju kašnjenja sa plaćanjem. Na početku se kreće sa telefonskim pozivima, urgencijama, pisemnim opomenama i ličnim posetama kupcu. Ukoliko nijedna od pomenutih metoda ne donese rezultate prodavcu se ne ostavlja izbor nego da naplatu svojih potraživanja izvrši sredstvima obezbeđenja (menica, bankarska garancija), ukoliko ih ima ili u krajnoj nuždi sudskim putem.

IV DEO

UPRAVLJANJE ZALIHAMA

Zalihe angažuju značajan deo poslovnih sredstava. Znači da su značajna novčana sredstva uložena u zalihe. „Dobro upravljanje zalihama je dobro finansijsko upravljanje“.⁹ Da bi se ta ulaganja svela na optimalnu meru i da ne bi došli u situaciju da ulaganja postanu neopravdano visoka, potrebno je efikasno upravljati zalihama. U procesu upravljanja zaliha uključeno je više sektora. Od sektora logistike tj. nabavke, sektora proizvodnje, prodaje i finansija. Bez obzira na različite potrebe i shvatanja držanja zaliha, neophodno je odluke o veličini zaliha donositi kompromisno. „Funkcija finansijskog menadžera nije upravljanje zalihama. Međutim, finansijski menadžer mora da bude familijaran sa metodama upravljanja zalihama i analizom nadležnog menadžera, a radi toga da bi bio u stanju da efikasno upravlja kapitalom“.¹⁰

Zavisno od toga da li je preduzeće proizvodno ili trgovinsko može postojati više vrsta zaliha. Zalihe sirovina i materijala, nedovršene proizvodnje i gotovih proizvoda.

Veličina zaliha sirovina i materijala zavise od više faktora: vreme potrebno za realizaciju porudžbine, učestalost upotrebe pojedinih sirovina i materijala, njihove cene i osnovne fizičke karakteristike najznačajniji.

Vreme potrebno za realizaciju porudžbine obuhvata broj dana od momenta ispostavljanja porudžbine dobavljaču do momenta prijema sirovina i materijala u magacin. Ukoliko je potrebno više vremena za isporuku robe, preduzeću su potrebne veće zalihe, što znači veći iznos novčanih sredstava.

Učestalost potreba sirovina i materijala utiču na potrebne količine zaliha. Što su potrebne veće količine sirovina i materijala neophodne su i veće količine zaliha, a samim tim nabavke su učestale.

Kao značajan faktor efikasnog upravljanja zalihama spadaju nabavne cene zaliha. Kada su u pitanju jeftinije sirovine i materijali, njihove nabavke se obavljaju s vremena na vreme u većim količinama u odnosu na tekuće potrebe. Kada su u pitanju sirovine i materijali čije su nabavne cene veće, vreme izvršenja porudžbine i učestalost upotrebe predstavljaju bitan faktor u upravljanju zalihama.

Ulaganje u zalihe sirovina i materijala zavisi od njihovih fizičkih i komercijalnih karakteristika. Sirovine i materijali koji su skloni lomu i kvaru ne bi trebalo da se nabavljaju u većim količinama u odnosu na neophodne proizvodne i poslovne potrebe. Pod nedovršenom proizvodnjom podrazumevamo delimično završen proizvod koji se nalazi u nekom od intermedijalnih stanja proizvodnje. Nivo nedovršene proizvodnje prevashodno je određen dužinom i složenosti proizvodnog procesa. U slučajevima kada je složen proizvodni proces potreban je duži period konverzije sirovina i materijala u finalni proizvod. To znači da će zalihe nedovršene proizvodnje činiti znatan deo ukupnih zaliha. Zalihe nedovršene proizvodnje su uslovljene tehničkim i tehnološkim faktorima proizvodnog procesa. U slučajevima kraćeg proizvodnog procesa zalihe nedovršene proizvodnje su manje i obrnuto. Serijska proizvodnja po pravilu snižava troškove proizvodnje ali povećava zalihe nedovršene proizvodnje. Postoje određene mere kojima se može povećati obim proizvodnje, bez srazmernog povećanja zaliha nedovršenih proizvoda, na primer uvođenje dodatnih smena u

⁹ Prema Đurić M. Dragana, Uvod u finansijski menadžment, Institut ekonomskih nauka, Beograd, 1999. str. 125.

¹⁰ Prema R.J.Johnson, Financial Management, Allyn and Bacon, Inc., Boston, str. 144.

proizvodni proces. Za razliku od toga, usporavanje proizvodnog procesa usled lošeg planiranja i organizacije proizvodnog procesa, povećava zalihe nedovršene proizvodnje.

Menadžment preduzeća u cilju smanjenja nivoa zaliha nedovršene proizvodnje može doneti poslovne odluke o nabavci delova finalnog proizvoda.

Umesto da sve delove proizvoda proizvodi u samom preduzeću, pojedine delove finalnog proizvoda može kupovati od drugog preduzeća. Ovakva odluka je finansijski opravdana samo u slučaju kada je nabavna cena delova finalnog proizvoda koji se nabavljaju od drugog preduzeća manja od dodatnih troškova njihove proizvodnje.

Zalihe gotovih proizvoda podrazumevaju proizvode koji nisu prodati. Te zalihe najčešće variraju inverzno u odnosu na obim prodaje u slučaju proizvodnog preduzeća. Kada obim prodaje padne ispod očekivanog, a proizvodnja ne prati taj pad doći će do povećanja zaliha gotovih proizvoda. Želja svakog preduzeća je da se tražnja i prodaja što tačnije prognoziraju i procene. U takvim slučajevima se optimiziraju zalihe gotovih proizvoda. Međutim nije uvek moguće izvršiti prilagođavanje proizvodnje promenama obima prodaje zbog ukupnih fiksnih troškova i troškova po jedinici proizvoda. U slučajevima kratkotrajnog pada prodaje održavanje istog nivoa proizvodnje može biti ispravno, dok je u slučajevima dugoročnijeg pada prodaje neophodno smanjiti proizvodnju. Potreba držanja većih zaliha gotovih proizvoda potiče iz težnje da se prodaja održi efikasnom ili da se proizvodnja učini ekonomičnom. Treba svakako voditi računa da su uštede na troškovima proizvodnje u većim količinama, veće od dodatnih troškova držanja zaliha gotovih proizvoda.

Funkcionalni aspekt upravljanja zalihama podrazumeva aspekt upravljanja zalihama prema funkciji zaliha i sektorima unutar samog preduzeća koji donosi poslovne odluke u vezi sa upravljanjem zalihama. Upravljanje zalihama predstavlja multifunkcionalni problem, s obzirom da je u proces donošenja odluka o upravljanju zalihama uključeno više sektora. Na donošenje odluka o upravljanju zalihama utiču više sektora: finansije, logistika (nabavka), prodaja i proizvodnja.

„Hoće se reći, zapravo, da se na nivo pojedinačnih i ukupnih zaliha može uticati odlukama finansijske, prodajne, proizvodne i nabavne funkcije, što je potpuno i razumljivo kada se ima u vidu da je svrha postojanja zaliha upravo u tome da omogućiti razdvajanje pomenutih funkcija sa ciljem da se njihove odluke učine fleksibilnim.“¹¹

Sektor finansija je odgovoran za racionalno upravljanje obrtnim sredstvima i gotovinom. On donosi poslovne odluke imajući u vidu ostale finansijske pokazatelje preduzeća. Finansijski menadžment neprestano preispituje neophodnost i ekonomsku opravdanost ulaganja u bilo koji oblik poslovnih sredstava da ne bi došlo do nepotrebnog vezivanja gotovine u sredstva. To se odnosi i na zalihe. S obzirom da zalihe zahtevaju veliko vezivanje gotovine, finansijski menadžment želi da zalihe budu što niže. Smanjenjem zaliha, postiže se smanjenje obrtnog kapitala, što znači da je više gotovine na raspolaganju. Zato praćenje zaliha od strane finansijskog sektora mora biti kontinuirano. Pri donošenju poslovnih odluka, finansijski menadžment mora da koordinira sa ostalim sektorima u preduzeću sa ciljem pronalaženja kompromisa. Koji nivo različitih zaliha je neophodan da bi se obezbedilo nesmetano odvijanje procesa proizvodnje i prodaje? Svaki sektor ima interesovanja za određene vrste zaliha. Zalihe gotovih proizvoda su značajne za sektor prodaje. Naime, sektor prodaje je zainteresovan da raspolaze većim zalihama svih vrsta gotovih proizvoda. Prodaja uvek

¹¹ Prema Dragan Krasulja i Milorad Ivanišević, Poslovne Finansije, Ekonomski fakultet u Beogradu, 2001. str.220.

želi da na raspolaganju ima sve što je u proizvodnom asortimanu kako bi zadovoljila sve prispele porudžbine od kupaca. S obzirom da je funkcionisanje preduzeća uslovljeno prihodima od prodaje zvuči opravdano težnja prodaje da na zalihama uvek imamo dovoljno gotovih proizvoda kako ne bi došlo do odlaganja prodaje zbog nedostatka proizvoda.

Od procenjenog obima prodaje zavisi i aktivnost ostalih funkcija preduzeća, zbog toga je neophodno da menadžment preduzeća analizira obim prodaje, proizvodni proces, dinamiku i vreme nabavke sirovina i finansijski aspekt zaliha. Na bazi toga donosi poslovne odluke koje će omogućiti nesmetano funkcionisanje svih procesa u preduzeću. U domen funkcije proizvodnje spadaju zalihe sirovina, materijala i nedovršene proizvodnje. Kao osnovne obaveze proizvodne funkcije javljaju se adekvatno snabdevanje prodaje zalihama gotovih proizvoda i racionalizacija procesa proizvodnje. U cilju sniženja prosečnih ukupnih troškova po jedinici proizvoda neophodno je efikasno kombinovati relevantne faktore proizvodnje. Ovaj uslov zahteva od menadžmenta proizvodnje da proizvodi u većim količinama radi snižavanja troškova po jedinici proizvoda. To za posledicu ima povećanje zaliha gotovih proizvoda i potencijalnu opasnost od povećanja angažovanih sredstava u zalihama gotovih proizvoda. Ova situacija može biti dalje pogoršana težnjom menadžmenta proizvodnje za značajnijim zalihama sirovina i materijala koje bi mu garantovale kontinuitet proizvodnje. Uzimajući u obzir opravdanost zahteva proizvodnje neophodno je u slučaju većih oscilovanja u prodaji da proizvodnja prati trend prodaje.

Odgovornost menadžera logistike, odnosno nabavke, se ogleda u adekvatnom snabdevanju proizvodne funkcije sirovinama i materijalima u propisanom vremenskom roku po najnižim tržišnim cenama. Sa jedne strane on mora svoju akciju uskladiti sa potrebama i planovima proizvodne funkcije a sa druge strane trenutnim cenama, količinskim rabatima, planiranim rastom cena i eventualnim nestašicama sirovina i materijala na tržištu.

Kako postoji mogućnost znatne uštede pri kupovini većih količina sirovina i materijala uz stimulacione popuste, finansijski menadžment mora ceniti sve okolnosti slučaja kako troškovi držanja povećanih zaliha sirovine i materijal ne bi prevagnuli nad pomenutim uštedama.

RELEVANTNI TROŠKOVI ZALIHA

Za racionalno upravljanje zalihama neophodno je analizirati troškove koji su vezani za nabavku i držanje zaliha. Menadžment preduzeća teži držanju optimalnih zaliha. Pod optimalnim zalihama se podrazumeva onaj volumen zaliha koji prouzrokuje najniže troškove držanja zaliha. Izračunavanje optimalnog volumena zaliha podrazumeva „cost-benefit“ analizu, analizu troškova držanja zaliha i koristi od držanja tih zaliha. Odnosno opravdano povećanje zaliha ima smisla jedino ako su koristi od povećanja držanja tih zaliha veće od dodatnih troškova koje to povećanje izaziva. Za racionalno upravljanje zalihama neophodno je analizirati troškove. Ovi troškovi se u literaturi najčešće dele na: troškove pribavljanja zaliha, troškove držanja zaliha i troškove nedostatka zaliha.

Troškovi pribavljanja zaliha sirovina i materijala predstavljaju troškove koji nastaju u procesu nabavke i oni zavise od nekoliko različitih troškova. To su uobičajeni troškovi nabavke: istraživanje tržišta, pregovori sa dobavljačima, prijem, kontrola, skladištenje, evidencija zaliha, plaćanje faktura dobavljača. Troškovi pribavljanja zaliha zavise prevashodno od toga da li se nabavka vrši od dobavljača sa kojim se već posluje i sa

kojim se održavaju poslovne veze. U tom slučaju nabavka je relativno laka i zahteva manje vremena s obzirom da je ustaljena procedura. Ako se nabavka vrši za nove sirovine i materijale ili od dobavljača sa kojima se do tada nije sarađivao troškovi pribavljanja zaliha će biti veći. U tom slučaju proces nabavke će zahtevati analizu tržišta, analizu konkurentskih dobavljača, analizu kvaliteta sirovina i materijala, eventualno i analizu uzoraka.

Što se tiče strukture ukupnih troškova pribavljanja zaliha, ona se sastoji od fiksnih i fiskno-varijabilnih troškova. Deo ukupnih troškova pribavljanja zaliha čine fiksni troškovi sektora nabavke (logistike): naručivanje, prijem, kontrola zaliha i nezavise od broja izvršenih porudžbina. Iznad fiksnih troškova nastaju varijabilni (dodatni) troškovi aktivnosti sektora logistike koji više ili manje rastu sa brojem porudžbina.

Troškovi nedostatka zaliha se razlikuju zavisno od toga da li se javi nedostatak sirovina i materijala, što utiče na proces proizvodnje ili se javi nedostatak zaliha gotovih proizvoda što se odražava na zadovoljenje porudžbina kupaca. Nedostatak zaliha sirovina i materijala dovodi do zastoja ili čak prekida u procesu proizvodnje što se odražava na povećanje ukupnih troškova proizvodnje, odnosno prosečnih troškova po proizvodu. Troškovi koji nastaju kod nedostatka zaliha gotovih proizvoda prevashodno zavise od načina reagovanja kupca. Ako kupac odustane od kupovine, gubitak se ispoljava u vidu izgubljenog prihoda koji bi se ostvario da se porudžbina realizovala. Postoji još jedna opcija, da kupac prihvati supstitut umesto traženog proizvoda koga nema na zalihama. U tom slučaju troškovi nedostatka zaliha se svode na razliku između ostvarenog prihoda i prihoda koji bi bio ostvaren da je kupcu prodat proizvod koji je tražio.

Ono što je negativna karakteristika sve tri situacije jeste tržišna reputacija koju preduzeće stiče. Što u vreme tržišne ekonomije i velike konkurentnosti utiče na tržišnu vrednost preduzeća. Da bi preduzeće izbeglo ovakve situacije, menadžment preduzeća donosi odluke o formiranju takozvanih "sigurnosnih zaliha". Sigurnosne zalihe preduzeće formira sa ciljem da smanji rizik nedostatka zaliha. Pri donošenju odluka o formiranju sigurnosnih zaliha, važno je imati na umu da troškove zbog nedostatka zaliha izbalansira sa dodatnim troškovima koji nastaju kao posledica držanja srazmerno velikih zaliha.

Za donošenje odluka o zalihama neophodno je odgovoriti na dva pitanja: koliko pribavljati zalihe u jednoj porudžbini i u kom intervalu nabavku treba izvršiti? Ukoliko su troškovi po jednoj porudžbini proporcionalno veći u tom slučaju treba poručivati veće količine. Optimalno rešenje za ovu vrstu odluka jeste ona veličina porudžbine koja stvara najniže troškove pribavljanja i držanja zaliha. Odluka o intervalu pribavljanja zaliha zavisi od balansiranja troškova držanja zaliha sa troškovima koji bi nastali zbog nedostatka zaliha. Za ovu situaciju optimalno rešenje je učestalost pribavljanja zaliha koja minimizira ukupne troškove držanja i nedostatka zaliha.

PODELA ZALIHA SA STANOVIŠTA KONTROLE I UPRAVLJANJA

Većina preduzeća raspolaže velikim brojem različitih vrsta zaliha. Neke zalihe imaju visoku cenu i zahtevaju angažovanje velikog iznosa novčanih sredstava, dok su druga jefitna i ne zahtevaju veliki iznos angažovanja novčanih sredstava. Sa druge strane različite zalihe imaju različit koeficijent obrta. Postoje zalihe koje nisu naročito skupe ali zbog malog koeficijenta obrta, zahtevaju srazmerno veća ulaganja. Izvesne zalihe iako im je cena visoka, obrnu se brzo i imobilisu relativno manje novčanih sredstava.

Iz tih razloga menadžment preduzeća mora pratiti zalihe i analizirati kako njihove vrednosti tako i koeficijent njihovog obrta.

Menadžment preduzeća često koristi „ABC“ sistem grupisanja zaliha.

Najčešći slučaj je da oko 20% svih zaliha zahvata oko 80% ukupnih novčanih ulaganja u zalihe. Preostalih 80% zaliha obuvata oko 20% vrednosti ukupnih novčanih ulaganja u zalihe.

Iz tog razloga grupisanje zaliha po „ABC“ sistemu je korisno u cilju donošenje poslovnih odluka vezanih za upravljanje zalihama.¹²

„Ovakva klasifikacija ukazuje da je neophodno da se veća pažnja posveti stavkama koje su veće po vrednosti, čak i ako su manji procenat ukupnih zaliha.

Ovaj metod je poznat kao ABC metod kontrole zaliha i ovaj metod kontrole zaliha predstavlja prvi korak u izgradnji solidnog sistema kontrole zaliha.“¹³

U grupu „A“ spadaju one zalihe koje zahtevaju najveća monetarna ulaganja. Shodno gore rečenom to su zalihe koje imaju najveću pojedinačnu cenu i najniži koeficijent obrta. Njihovo praćenje i kontrola zahteva najveće vreme i pažnju.

Preko njih se mogu ostvariti najveća ušteda troškova a pravilnim upravljanjem smanjiti iznos potrebnih novčanih sredstava.

U grupu „B“ spadaju zalihe sa nešto nižom pojedinačnom cenom i nešto većim koeficijentom obrta. Praćenje ovih zaliha je takođe značajno ali svakako ne kao grupe „A“ zaliha.

U grupu „C“ svrstavaju se sve preostale zalihe koje angažuju najmanja ulaganja monetarnih sredstava. Ova grupa zahteva najmanju pažnju u odnosu na prethodne dve grupe, s obzirom da ih treba pribavljati u većoj količini, kako bi se dobila najniža cena. Sistem razvrstavanja zaliha po „ABC“ modelu može imati više modaliteta zavisno od odluka menadžmenta preduzeća o kontroli i praćenju zaliha.

Menadžment preduzeća donosi odluku o klasifikovanju vrsta zaliha i periodu kontrole zaliha zavisno klasi kojoj pripadaju. Kontrolni simboli (X, S, ST, N, NT) dodeljuju se različitim modalitetima zaliha shodno veličini novčanih ulaganja koji zahvataju u ukupno angažovanim novčanim sredstvima zaliha.

Zalihe sa „X“ simbolom ne zahteva velika novčana ulaganja a učestalost upotrebe je mala što bi značilo da se kontrola vrši retko i preispitivanje ide u pravcu razmatranja odluka o njihovoj potrebi skladištenja.

Nabavka ovih vrsta zaliha se sprovodi ređe i u većim količinama. Zalihe iz ove grupe ostaju fiksirane duži vremenski period.

Za zalihe iz grupe „S“ se vrši mnogo strožija kontrola. Veličina ovih zaliha se određuje na osnovu prosečne očekivane potrošnje. Veličina porudžbine kod ove grupe se koriguju zavisno od očekivane potrošnje.

Zalihe kontrolnog simbola „N“ zahtevaju rigoroznu kontrolu s obzirom na veliki koeficijent obrta.

Zalihe za visokom cenom i velikim koeficijetnom obrta zahtevaju posebnu kontrolu ali i posebno odobrenje menadžmenta sektora ili čak preduzeća. Ove zalihe angažuju najveći deo novčanih sredstava i zbog toga je za njih potrebna posebna kontrola ali i posebna odobrenje pri nabavci. Zalihe sa visokom cenom imaju simbol „T“ koji se dodaje uz simbol „S“ ili „N“. Često je za nabavku ovih zaliha potrebno i odobrenje tehnički ovlašćenog lica s obzirom na značaj i specifičnost ovih zaliha.¹⁴

¹² Prema Dragan Krasulja i Milorad Ivanišević, Poslovne Finansije, Ekonomski fakultet u Beogradu, 2001. str.231.

¹³ Prema Đurić M. Dragana, Uvod u finansijski menadžment, Institut ekonomskih nauka, Beograd, 1999. str. 126.

¹⁴ Prema Dragan Krasulja i Milorad Ivanišević, Poslovne Finansije, Ekonomski fakultet u Beogradu, 2001. str.232.

Cilj svih ovih podela je da se na odgovarajuće grupe zaliha primenjuju odgovarajući nivoi i metodi kontrole. Naime, na zalihe sa najvišom cenom i najnižim koeficijentom obrta se moraju primenjivati metodi optimalne veličine porudžbine i optimalne veličine proizvodne serije, dok druge grupe sirovina i materijala ne iziskuju ovako detaljnu projekciju i komplikovane kalkulacije. Kod pojedinih roba, i pored njihove visoke cene, ne postoji realna opasnost od zarobljavanja operativnog kapitala zbog visokog koeficijenta obrta. A sve to u cilju adekvatnog upravljanja zalihama, samim tim i ukupnim obrtnim kapitalom, čiji značajan deo zauzimaju zalihe.

Pitanje: koliko pribavljati zalihe? bilo da se odnosi na zalihe sirovina i materijala neophodnih za proces proizvodnje ili za gotove proizvode, jeste izazov koji neprestano stoji pred menadžmentom preduzeća ali i menadžerima sektora, najčešće logistike (nabavke). Pored toga značajno je odrediti optimalnu veličinu proizvodne serije za zalihe gotovih proizvoda.

„Pod optimalnom veličinom porudžbine podrazumeva se ona količina jednokratno nabavljenih sirovina ili materijala koja obezbeđuje najniže ukupne troškove pribavljanja i držanja zaliha.“¹⁵

Da li je preduzeću povoljnije izvršiti jednu nabavku godišnje, zaliha koje su visokih cena ili je povoljnije mesečno vršiti nabavku zavisi od procene menadžmenta preduzeća. Iako jedna nabavka godišnje omogućava znatne uštede u troškovima pribavljanja zaliha, ona povećava troškove držanja zaliha. Na menadžmentu preduzeća je da odluči za koju opciju će se odlučiti shodno profitabilnosti. Nezaboravljajući potrebe funkcionisanja proizvodnog procesa i obezbeživanje gotovih proizvoda, kako bi prodajni sektor, normalno realizovao porudžbine kupaca. Za donošenje ove odluke neophodno je odrediti optimalnu veličinu porudžbine odnosno pronalaženje onog obima i učestalosti pri kojima su troškovi držanja zaliha i troškovi porudžbina najniži.

Značajno za određivanje veličine zaliha u proizvodnom preduzeću jeste određivanje optimalne veličine proizvodne serije. Menadžment proizvodnje odlučuje o veličini proizvodne serije za različite vrste proizvoda. Suština donošenja odluka o veličini proizvodne serije jeste u utvrđivanju minimalnih ukupnih godišnjih troškova proizvodnje i troškova držanja prosečnih zaliha. Cilj određivanja optimalne veličine proizvodne serije jest utvrđivanje za koju veličinu proizvodne serije se postižu najmanji troškovi proizvodnje i za taj nivo proizvodnje i veličine proizvodne serije koliki su optimalni troškovi držanja prosečnih zaliha. Mora se voditi računa o zahtevima prodaje odnosno snabdevanju prodaje gotovim proizvodim.

Kada se odredi optimalna veličina porudžbine i veličina proizvodne serije neophodno je odrediti momenat plasiranja porudžbine sirovina i materijala od dobavljača odnosno radnog naloga za proizvodnju gotovih proizvoda za zamenu utrošenih zaliha. Za adekvatno pribavljanje zaliha neophodno je isplanirati momenat ispostavljanja porudžbine.

Kada govorimo o nabavci sirovina i materijala za proizvodno preduzeće odnosno, gotovih proizvoda za trgovinsko preduzeće, vreme plasiranja porudžbine zavisi od vremena potrebnog dobavljaču za izvršenje porudžbine i dnevnih potreba za sirovinama i materijalom ako je proizvodno preduzeće u pitanju, odnosno gotovih proizvoda ako je trgovinsko. To znači da momenat plasiranja porudžbine zavisi od vremena potrebnog dobavljaču za izvršenje porudžbine i dnevnih potreba za sirovinama ili gotovim proizvodom. Ovo važi kada se parametri za izvršenje porudžbine i dnevnih potreba zasnivaju na fiksnom vremenu, što je moguće samo u

¹⁵ Prema Dragan Krasulja i Milorad Ivanišević, Poslovne Finansije, Ekonomski fakultet u Beogradu, 2001. str.233.

uslovima pune izvesnosti. Praktično, vreme potrebno za realizaciju nabavke često karakteriše neizvesnost i rizik. Da ne bi došlo u situaciju nedostatka zaliha preduzeće mora da drži izvesnu rezervu zaliha tzv. sigurnosne zalihe. Razlozi nedostatka zaliha javljaju se zbog neizvesnosti vremena za izvršenje porudžbine od strane kupca ili zbog neizvesnosti upotrebe zaliha. Neizvesnost upotrebe zaliha se javlja u situacijama kada trenutne zalihe ne mogu da zadovolje potrebe procesa proizvodnje. Svaka od opcija: držanje sigurnosnih zaliha i nedostaci zaliha imaju svoj trošak. Sigurnosne zalihe izazivaju trošak držanja tih zaliha, nedostatak zaliha stvara oportunitetne troškove propuštene dobiti preduzeća da su se proizvodi prodali.

Menadžment preduzeća određuje nivo sigurnosnih zaliha uravnoteženjem troškova nedostatka zaliha i troškova držanja zaliha. Uravnoteženje tih troškova postiže se predviđanjem buduće upotrebe zaliha, prodaje ili potrošnje.

Menadžment preduzeća donosi poslovne odluke u vezi sa upravljanjem zaliha. Ključni sektori koji su uključeni u donošenje ovih poslovnih odluka, a u nekim preduzećima samostalno donose odluke u vezi upravljanja zalihama su: sektor logistike (nabavke), finansija i proizvodnje, uz konsultacije sa sektorom prodaje.

Elementi upravljanja zalihama su: optimalna veličina porudžbine, optimalni momenat za plasiranje porudžbina i evidencija nivoa zaliha.

Za donošenje odluka o upravljanju zaliha pored definisanja odgovornog sektora ili menadžera, neophodno je definisanje izvora informacija i vrste informacija na osnovu koje se donose odluke.

Za element optimalne veličine porudžbine neophodne informacije za donošenje poslovnih odluka o veličini optimalne porudžbine su nabavna cena, predviđena porudžbina, troškovi porudžbine i troškovi držanja zaliha. Ove vrste informacija dobijamo od sektora logistike (nabavke), finansija i računovodstva i prodaje. Menadžment preduzeća poslovne odluke u vezi sa optimalnom veličinom porudžbine donosi zajedno sa sektorom logistike, s obzirom da ovaj sektor vrši nabavku i pribavlja informacije o nabavnim cenama. Ali i sa sektorom finansija i računovodstva koji daju informacije o eventualnim troškovima držanja zaliha i porudžbine i svakako sa sektorom prodaje, koji predviđa prodaju.

Za element optimalnog momenta plasiranja porudžbine, potrebne informacije za donošenje poslovnih odluka dobija se od sektora logistike, koji je uključen u proces donošenja odluka, a vezano za predviđanje vremena potrebnog za realizaciju nabavke. Takođe i od prodaje koja dostavlja informacije o nivou prodaje, odnosno proizvodnje koja informiše o nivou proizvodnje.

Evidencije nivoa zaliha menadžment preduzeća dobija od sektora finansija i računovodstva. Ovaj sektor je uključen u proces donošenja odluka u vezi sa nivoom držanja zaliha, s obzirom da raspolaže informacijama koji su neophodne za sagledavanje kompletne slike. Veličina obrtnog kapitala, struktura obrtnog kapitala, cash flow, nivo angažovanih novčanih sredstava, zaduženost preduzeća i u krajnjoj liniji finansijskih ciljeva koje preduzeće želi da ostvari.

Uspešno upravljanje zalihama podrazumeva tačnost isporuke poručenih zaliha. „Just-in-time sistem upravljanja zalihama znači da isporuka materijala stiže „tačno na vreme“, odnosno da ne postoje zalihe materijala.“¹⁶ To znači da ne postoje zalihe, već da se sirovine i materijal isporučuju u vreme kada su potrebni proizvodnji. Ovaj sistem upravljanja zalihama podrazumeva reformu proizvodnog procesa i procesa nabavke. Za njegovu primenu neophodan je adekvatan informacioni sistem koji prati proizvodni

¹⁶ Prema Dragan Krasulja i Milorad Ivanišević, Poslovne Finansije, Ekonomski fakultet u Beogradu, 2001. str.250.

proces i stanje zaliha. Ali je neophodna i modernizacija proizvodnog procesa u kojem neće biti prekida proizvodnog procesa. Nepohodna je poslovnost dobavljača koji će porudžbine ispostavljati na vreme. Ovakav sistem zahteva profesionalnost i visoku odgovornost radnika i menadžera u proizvodnji. Sve zajedno utiče na povećanje produktivnosti, značajno povećanje koeficijenta obrta zaliha što za posledicu ima smanjenje angažovanih novčanim sredstvima u zalihe. Sistem upravljanja zaliha „just-in-time“ zahteva profesionalnost svih učesnika u procesu, zbog toga postoji veliki rizik da li će svi učesnici podneti nivo odgovornosti postavljen pred njih. Uzimajući u obzir poslovnost domaćih tržišnih učesnika, postavlja se pitanje u kojoj meri je moguće u domaćoj privredi ostvariti primenu ovog sistema upravljanja zalihami.

MERILA EFIKASNOSTI UPRAVLJANJA ZALIHAMA

Koeficijent obrta zaliha je najrasprostranjeniji pokazatelj efikasnosti upravljanja zalihami. On se utvrđuje kao odnos između upotrebe zaliha i njihovog prosečnog stanja u određenom periodu, najčešće godinu dana. Bilo da se koristi kao koeficijent za ocenu efikasnosti ukupnih zaliha ili pojedinih grupa zaliha, neophodno je prikazivanja i izračunavanja u monetarnoj formi.

Ne treba zaboraviti da je koeficijent obrta zaliha podložan uticaju računovodstvenih metoda bilansiranja, koje se ogleda u iskazivanju realnih finansijskih rezultata.

Na primer, ako se otpis zaliha gotovih proizvoda vrši na teret cene koštanja prodatih proizvoda, doći će do povećanja koeficijenta obrta gotovih proizvoda i ukupnih zaliha iako je taj otpis dokaz neefikasnosti upravljanja zalihami. Takođe, različiti metodi procenjivanja zaliha čine analizu koeficijenta obrta zaliha kompleksnom. Pošto je za menadžment preduzeća značajno da saznaju realne pokazatelje, neopterećene uticajem računovodstvenih metoda, korisnije bi bilo da se koeficijent obrta utvrđuje u fizičkim jedinicama, pre nego u monetarnim agregatima. Međutim to uglavnom služi za interne analize preduzeća. Na osnovu bilansa stanja utvrđuju se koeficijenti obrta:

$$\text{KOEFIJENT OBRTA ZALIHA} = \frac{\text{Cena koštanja prodatih proizvoda}}{\text{Prosečne ukupne zaliha}}$$

$$\text{KOEFIJENT OBRTA GOTOVIH PROIZVODA} = \frac{\text{Cena koštanja prodatih proizvoda}}{\text{Prosečne zaliha gotovih proizvod}}$$

$$\text{KOEFIJENT OBRTA NEDOVRŠENE PROIZVODNJE} = \frac{\text{Cena koštanja gotovih proizvoda predatih skladištu}}{\text{Prosečne zalihe nedovršene proizvodnje}}$$

$$\text{KOEFIJENT OBRTA MATERIJALA} = \frac{\text{Troškovi materijala predatog u proizvodnju}}{\text{Prosečne zalihe materijala}}$$

INDEKS EFIKASNOSTI UPRAVLJANJA ZALIHAMA

Indeks efikasnosti upravljanja zalihama predstavlja odnos između negativnih i pozitivnih odstupanja u raspoloživim zalihama u odnosu na unapred normirani nivo zaliha. Normiran nivo zaliha utvrđuje se na osnovu poželjnog koeficijenta obrta koji se želi postići. Sa normiranim zalihama, određenim da bi se postigao željeni koeficijent obrta, upoređuju se stvarno raspoložive zalihe u magacinu i u fazi porudžbine kako bi se utvrdio indeks efikasnosti upravljanja zalihama. Ovaj indeks efikasnosti upravljanja zalihama se izračunava u fizičkim jedinicama mere i njegova formula je:

$$\text{Indeks efikasnosti upravljanja zalihama} = 1 - \frac{\text{Manjak} + \text{Višak}}{\text{Normirane zalihe}}^{17}$$

Što je indeks bliži jedinici upravljanje zalihama je efikasnije.

¹⁷ Prema Dragan Krasulja i Milorad Ivanišević, Poslovne Finansije, Ekonomski fakultet u Beogradu, 2001. str.254.

V DEO: BERZA I POVEZANOST BERZE SA FUNKCIJOM UPRAVLJANJA OBRTNIM KAPITALOM

Jedan od osnovnih razloga nastanka berze, u današnjem smislu reči bilo je prikupljanje manjih suma kapitala koje su se nalazile u više ruku, kako bi se koncentrisanjem tih sredstava stvorio veći kapital radi finansiranja skupih poslova i razvoj velikih industrija.

U današnje vreme tržišne ekonomije i svetskih finansijskih tržišta veza između berze i bilo kog oblika kapitala i privrednih subjekata je neraskidiva. Vreme globalizacije i ukupnjavanja kapitala stvorilo je globalno finansijsko tržište. Berze su neprekidno aktivne, stvarajući utisak da „kapital ne spava“. Od japana i australije do evrope i amerike, rad berzi kao mesta na kojima se obavljaju berzanska trgovanja robom i novcem, je globalno gledano neprekidan. Zatvaranjem jedne svetske berze otvara se u drugoj vremenskoj zoni druga svetka berza. Razvojem kompjutera i informacionih tehnologiju učesnici svih velikih svetskih berzi su povezani i trgovanje traje skoro kontinuirano, dvadesetčetiri časa.

Političke i ekonomske odluke država, odluke veliki svetskih kompanija utiču na dešavanja na berzama. Taj uticaj se ne odnosi samo na lokalne berze, određene države, već se prenosi kako, na finansijska tržišta u regionu tako i na globalno svetsko tržište, zavisno od veličine kapitala i jačine ekonomije određene države.

Svi ekonomski subjekti, tržišni učesnici su indirektno povezani. Tržišta novca, kapitala i roba su takođe tesno povezana. Političke i ekonomske odluke države utiču na tržište i poslovanje na njemu. Bez obzira što se takve odluke ne moraju direktno odnositi na privredno granu, uticaj takvih odluka će biti posredan, preko tržišta i lančano će se prenositi.

Odluke velikih poslovnih sistema takođe. U takvim uslovima menadžmen preduzeća mora pratiti dešavanja na tržištu.

Poslovne odluke koje donosi moraju uzimati u obzir aktuelna dešavanja na tržištu. A to znači pratiti dešavanja na berzi. Efikasno upravljanje obrtnim kapitalom podrazumeva upravljanje obavezama, zalihama i potraživanjima. Ono što je za ovu temu najznačajnije jeste upravljanje gotovinom, kao jednim od tri osnovna elementa obrtnog kapitala. Kakve odluke menadžment preduzeća donosi i na osnovu kojih kriterijuma u cilju efikasnog upravljanja gotovinom? Da li će plasirati viškove gotovine kupovinom kratkoročnih hartija od vrednosti? Pri tome vodeći računa da ne ugrozi likvidnost preduzeća. Koji je optimalni odnos gotovine i kratkoročnih hartija od vrednosti? A za donošenje dobrih poslovnih odluka u cilju uspešnog finansijskog upravljanja gotovinom preduslom je poznavanje tržišta, berze i načina funkcionisanja finansijskog tržišta.

DEFINICIJA I POJAM BERZE

Berza se u najširem smislu može definisati: „kao mesta na kome ovlašćena lica trguju standardizovanim robom po utvrđenim pravilima“.¹⁸

Prema domaćem zakonodavstvu berza se definiše kao: „Pravno lice koje ima dozvolu za rad Komisije za hartije od vrednosti i koje obavlja poslove organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i finansijskim derivatima, kao i druge poslove u skladu sa Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih institucija“.

Na osnovu ove definicije možemo zaključiti da berza sadrži nekoliko osnovnih elemenata.

To su:

- mesto trgovanja,
- predmet trgovanja,
- pravila trgovanja i
- učesnici u berzanskoj trgovini.

Mesto trgovanja podrazumeva sam prostor regulisan odlukama berze i nadležnih organa gde se obavlja trgovanja. Istorijski gledano od antičkih vremena do novog veka, mesto trgovanja se menjao tehnološkim razvojem. Ali je suštinski ostao sličan.

U antičko vreme trgovcima je otvoren prostor gradskih trgova služio kao mesto sklapanja ugovora. To se prema današnjim pojmovima smatra berzom. Vremenom se prešlo u gostionice a zatim i posebne zgrade. Od sedamdesetih godina pretporošlog veka nastaje razvoj modernih bezi, poznatih u savremenom smislu.

Razvoje kompjuterskih tehnologija, razvijene berze se povezuju kompjuterskim vezama, kako bi svojim članovima obezbedile što povoljnije uslove poslovanja.

Jedna od najpoznatijih mreža je GLOBEX, koju su stvorile dve čikaške, jedna pariska i jedna londonska berza. Razvojem globalnog tržišta kao razvojem kompjuterske tehnologije i interneta, sve je manji značaj određenog mesta sa sadašnjeg aspekta razvoja berzanske trgovine.

Predmet trgovanja mora biti podložan standardizaciji. To znači da bi se nečim moglo trgovati na berzi ono mora ispunjavati određene uslove odnosno mora biti standardizovano. Kod hartija od vrednosti i novca to je jednostavno. Sa robom je drugačije. Sirovine i proizvodi prvog stepena obrade se mogu standardizovati. Finalni proizvodi, zbog njihove različitosti se ne mogu standardizovati i njima se ne može trgovati na razvijenim berzama.

Pravila trgovanja su doživljavala razvoj kao i same berze. Od početnih nekoliko principa trgovanja koji su regulisali odnose među trgovcima do današnjih dana kada postoji poseban ogranak u trgovačkom pravu.

Berzanske uzanse, kao pravila trgovanja na berzi obuhvataju propise koji se odnose na trgovanje, odnos između učesnika u trgovanju, izdavanje naloga, zaključivanje poslova, standardi koji se odnose na predmet trgovanja i sve ostale radnje neophodne za sam proces trgovanja i realizaciju poslova.

Razvojem kompjutera i međunarodnih mreža ove uzanse sve više obuhvataju i obalast trgovanja preko kompjuterskih mreža.

Učesnici u berzi su samo članovi berze. To su ovlašćena lica tj. berzanski posrednici.

¹⁸ Prema: Veroljub Dugalić, Mirko Štimac, Osnove berzanskog poslovanja, Beograd 2005. str.16

Zavisno od načina trgovanja, razlikuju se dve vrste berzanskih posrednika: dileri i brokeri.

Dileri obavlja trgovanje u svoje ime i za svoj račun, a zaradu ostvaruju na osnovu razlike u ceni. Brokeri trguju na berzi u tuđe ime i za tuđ račun, ostvarujući zaradu na osnovu provizije za obavljanje poslove.

Berzanski posrednici zaključuju poslove, odnosno vrde trgovinu na berzi, pod uslovima utvrđenim pravilima berze. Svi ostali oblici zaključivanja ugovora o kupoprodaji smatraju se vanberzanskom trgovinom. Posrednici moraju steći pravo trgovanja na berzi, što znači da moraju ispuniti uslove predviđene zakonom i pravilima same berze.

Trgovanja na berzi može biti promptno i na termin.

Promptna trgovanja podrazumevaju plaćanje i isporuka berzanskog materijala se vrši odmah ili neposredno posle zaključenog posla. Prema domaćim važećim propisima, promptna trgovina smatra izvršenje zaključenih poslova odmah ili najkasnije u roku od pet dana.

Terminska trgovina podrazumeva plaćanje i isporuku kupljenog berzanskog materijala posle protoka izvesnog vremena od momenta zaključenja ugovora. Prema domaćem zakonodavstvu pod terminskim poslovima se podrazumeva izvršenje ugovora u roku dužem od pet dana.

Terminski poslovi su sve razvijeniji u poslednjih nekoliko decenija i doživljavaju sve veću ekspanziju.

ORGANIZACIJA I FUNKCIJE BERZE

Kada govorimo o organizaciji berze moramo imati u vidu činjenicu da je berza iznikla iz tržišta na kome deluje. Zapravo Berza je nastala iz samog tržišta, iz njegovih potreba. Iako berza kao institucija ima jako mali broj direktnih učesnika, podrazumevajući pod učesnicima, trgovce na berzi (dilere i brokere), ona je iznikla iz potrebe određenog tržišta i privrede i kao takva ona je nedeljiva sa tržištem i okruženjem u kojem posluje.

Učesnici na berzi su ovlašćena lica koja dobiju odobrenje od berze da mogu učestvovati u trgovanju na berzi.

Berza je institucija kod koje je funkcija članova (trgovaca) berze odvojena od vlasnika odnosno osnivača berze. Kod mnogih berzi, država je direktno ili indirektno suvlasnik berze. Ipak treba imati u vidu činjenicu da su učesnici odnosno trgovci na berzi preduslov za postojanja berze, kao institucije.

Nacionalne ekonomije i države imaju interes da osnivači berze budu i članovi berze. Zakonodavci teraju osnivače berze da dobit koju ostvaruje berza, delom reinvestiraju a ne samo da dele kroz dividendu. U takvim slučajevima stvorio bi se veliki antagonizam između vlasnika i članova (trgovaca) berze.

Berze imaju statut po kome se definišu svi elementi nastanka, rada i funkcionisanja berze.

Njime se definišu načini osnivanja, organizacije berze i organi upravljanja berze.

Njena funkcija i uloga, definiše se na koji način se postaje član berze i koji uslovi moraju da se ispune da bi se određen „berzanski materijal“ stavio u ponudu, odnosno trgovanja na berzi. Takođe, propisuje se pravila trgovanja i načini zaključivanja i realizacije ugovora.

Berze statut donose u skladu da lokalnim zakonodavstvom ali suština rada i funkcionisanja berzi je izuzimajući veličinu ekonomije u kojoj obavlja poslovanja, svuda slična.

Svaka berza mora da obezbedi sve ono što je neophodno da bi se trgovanja odvijalo nesmetano i sigurno. Na trgovima je samo da se dogovaraju oko cene.

Za to je nepohodno da berze razvijaju sledeće funkcije:

- obračunusku,
- garancijsku,
- kontrolu predmeta trgovanja na berzi,
- kontrolu učesnika trgovanja,
- mehanizam prikupljanja i isticanja ponude i tražnje i
- zaključivanja transakcija.

Pod obračunskom funkcijom berze podrazumeva se posao vođenja računa za transakcije koje su trgovci napravili na berzi u toku trgovanja. Uvid u stanje na računu poslužio je i kao garant za preuzimanje obaveze po sklopljenim poslovima. Tako se ova funkcija od obračunu pretvorila i u garanta trgovine.

Razvojem tržišta i berzi povećao se broj zainteresovanih učesnika na berzi. To je sa svoje strane zahtevalo da berza propiše uslove koje neko mora da ispunjava da bi dobio pravo trgovanja na berzi. Sigurnost trgovanja je osnov postojanja berze. Zato berze kontinuirano kontrolišu članove, odnosno učesnike trgovanja na berzi.

Propisivanjem jasnih pravila ponašanja, koja obuhvataju svaki korak od isticanja ponude i tražnje do zaključivanja posla, berza čuva svoj integritet. Berzanska pravila poznata i kao berzanske uzanse su se vremenom pretvorila u berzansko pravo. Berze su do tridesetih godina prošlog veka samostalno formirale svoje pravo i pravila, međutim posle velike ekonomske krize, zbog širokih posledica berzanskog kraha na kompletne ekonomije, država se uključila u pravno regulisanje i kontrolu trgovine na berzi.

Berzanski organi, formirani od strane osnivača berze vode računa o primenjivanju i poštovanju berzanskih uzansi i izriču kazne u slučajevima nepoštovanja pravila berze. Najveća kazna je isključivanja sa berze, ali pored toga kazna za prestupe na berzi povlači i mere za koje su nadležni državni organi. Odluke o isključivanju sa berze donose posebni berzanski sudovi koji se nazivaju „arbitražom“. Odluke arbitraže važe za sve učesnike na berzi.

Berza kao institucija pored kontrole procesa trgovanja i samih učesnika berze obuhvata kontrolu i „berzanskog materijala“ kojim se trguje na berzi. „Materijal trgovanja“ na berzi su predmet regulisanja berzanskih uzansi i statuta berze. One propisuju standarde koji neki „berzanski materijal“ mora da ispunjava da bi se njime trgovalao na berzi. Standardizacijom predmeta trgovanja razvijao se sa narastanjem obima trgovine. Time se povećava efikasnost i sigurnost trgovanja na berzi. „Sigurnost trgovanja zahteva da se u svakom trenutku zna čime se trguje i kakvog je kvaliteta“.¹⁹

Na berzi postoje posebno organizovana tela koja odobravaju puštanja u promet određenog berzanskog materijala, odnosno kako se to naziva stavljanja na listing berze. Mehanizam isticanja ponude i tražnje i zaključivanja transakcija takođe je regulisan pravilima (statusom) berze. Ovaj deo poslova mora biti formalizovan i standardizovan. Prvi korak se odnosi na formiranjem berzanskih dokumenata – obrazaca a drugi na propisivanje postupanja sa tim dokumentima. Od dokumenata na berzi u trgovanju su neophodni nalog ponude i tražnje, odnosno prodaje i kupovine. I na kraju zaključnica, kao specifičan berzanski kupoprodajni ugovor.

¹⁹ Prema: Veroljub Dugalic, Mirko Stimac, Osnove berzanskog poslovanja, Beograd 2005. str 28

VRSTE BERZE

Ravojem tržišta i tehničko-tehnološkim napredovanjem razvijale su se i berze. Trenutno postoji više vrsta podela berze. U literaturi se najčešće navode sledeći kriterijumi kao osnov za klasifikaciju berzi:

- predmet trgovine,
- cilj poslovanja,
- priroda položaja,
- način nastanka,
- broj članova i
- raznovrstnost predmeta.

Podela prema predmetu trgovine je osnovna podela berzi. Prema predmetu trgovine, berze se dele na robne (produktne) i finansijske (efektne).

Na robnim berzama se trguje standardizovanim proizvodima. Od žita, kafe, metala, nafte do finansijskih derivata. Trgovanja finansijskim derivatima se razvilo u poslednje tri decenije i imaju sve veći značaj.

Nastajanjem hartija od vrednosti, stvorili su se uslovi za stvaranje finansijske berze.

Tek sa drugom polovinom dvadesetog veka, harije od vrednosti dobijaju punu afirmaciju kao osnovni berzanski materijal. Na finansijskim berzama se trguje devizama, akcijama, obveznicama.

U praksi postoje i mešovite berze na kojima se trguje i hartijama od vrednosti i produktima, ali one su ređe u odnosu na čiste robne ili finansijske (efektne) berze.

Prema cilju osnivanja berze se dele na profitne i neprofitne.

Profitne berze, profit dele među svojim članovima koji ostavare poslovanjem.

Neprofitne berze ne dele profit svojim članovima. Članovi berze zarađuju naplatom provizije na osnovu zaključenih poslova na berzi.

Prema prirodi položaja berze mogu biti javne, privatne i mešovite.

Javne berze osniva država koja obezbeđuje sredstva za rad a posrednici su državni činovnici. Pošto su ovakve berze pod uticajem i kontrolom države, nazivaju se i polusamostalne berze.

Privatne berze osnivaju akcionari, koji obezbeđuju sredstva za rad. Pošto ove berze rade prema propisima koje same donesu, kao i zbog odnosa države prema njima, nazivaju se samostalne berze.

Mešovite berze osniva država a članovi obezbeđuju imovinu i način poslovanja.

Prema načinu nastanka berze se mogu podeliti na spontane i zasnovane na zakonu.

Spontanost nastanka berze je jedna od ključnih karakteristika vodećih berzi savremenog sveta. One su nastale kroz duži vremenski period. Put nastanka je počinjao od spontanih susretima trgovaca a vremenom se formalizovalo trgovanje u instituciji koja je nazvana berzom. Nije postojao plan nastanka berze, nego je razvojem tržišta i potrebom tržišta trgovanja, nastala berza. One su nastale kao potreba da se olakša trgovanje. Kod ovih berzi prvo su nastale berze a onda su usvajani zakoni, propisi i pravila kojima je regulisan njihov rad.

Berze nastale na osnovu zakona, kojim je definisano sve što je od značaja za njihovo osnivanje i rad, uglavnom su nastale u zemljama koje su relativno kasno dobile berze. To je slučaj i kod nas sa Beogradskom berzom. Kod berzi koje su nastale na osnovu zakona, prvo su nastajali propisi a tek onda se osniva berza i razvija praksa.

Prema broju članova berze se dele na one kod kojih je broj članova ograničen i ne može se povećavati i na drugoj strani berze, koje nemaju čvrsta ograničenja u broju članova berze, a status člana se postiže ispunjavanjem uslova koji su utvrđeni zakonom i propisima berze.

Prema raznovrsnosti predmeta trgovanja na berzi, berze se dele na mešovite i specijalizovane berze. Na mešovitim berzama se trguje velikim brojem materijala (robe ili hartija od vrednosti). Na specijalizovanim berzama se trguje samo jednom vrstom berzanskog materijala. Specijalizovane berze su ređe.

Sa stanovišta ovo rada, odnosno obrtnog kapitala značajne je podela berzi prema predmetu trgovanja. Odnosno značajne su i robne i efektne berze. Ono što menadžment preduzeća može interesovati na efektnoj berzi jeste tržište novca, odnosno kratkoročnih hartija od vrednosti.

Menadžment preduzeća se može zanimata kako plasirati periodične viškove gotovine, kupovinom hartija od vrednosti ili kako pribaviti sredstva za finansiranje obrtnog kapitala, emitovanjem kartkoročnih hartija od vrednosti.

Za robnu berzu, menadžment preduzeća se interesuju sa aspekta pribavljanja zaliha sirovina i plasiranje gotovih proizvoda.

ODNOS EKONOMSKOG OKRUŽENJA I DRŽAVE SA BERZOM

Kada govorimo o odnosu države i ekonomskog okruženja i berze jasno je da govorimo o neraskidivim odnosima. Međusobna povezanost i uticaj su neminovni i nužni.

Naime, na berzama se najčešće trguje predmetima koji postoje u neposrednom okruženju. Ovo „neposredno“ okruženje treba shvatiti krajnje fleksibilno, jer rastom i razvojem jednog organizovanog tržišta širi se i poslovno okruženje. Naravno da su odnosi obostrani i da je relacija i obrnuta, odnosno da je veliki značaj berze za razvoj okruženja. Berze su zaslužne za standardizaciju i unapređenje prometa. Berze su kroz svoj mehanizam standardizacije procesa trgovanja, sledeći prvenstveno potrebe svog okruženja u kome posluju, uticale na standardizaciju i razvoj proizvoda. Zapravo berze su uticale na razvoj okruženja, unapređujući ekonomiju u kojoj se razvijaju i to, podižući njenu proizvodnju na nivo viših standarda i svetskoj afirmaciji specifičnih proizvoda domaćeg okruženja.

Berza je nastala kao potreba razvoja trgovanja. Iako je nastala bez pomoći i uticaja države, njen razvoj nije bio moguć bez države. Uključivanje države u poslovanje na berzi, direktno ili indirektno, bilo je neophodno.

Posle velike ekonomske krize tridesetih godina prošlog veka, država je postala svesna uticaja berze na celokupnu ekonomiju.

U okviru berze država se pojavljuje na više načina. Bilo direktno preko državnih institucija ili indirektno preko fondova i preduzeća. Država učestvuje u trgovini na berzi, onim predmetima i u onim trenucima koji su ključni za funkcionisanje privrede u celini.

Iako država u svom nastupu na berzi uživa mogućnosti drugačijeg pristupa trgovanju, u osnovi i ona poštuje osnovna pravila berzanskog trgovanja koja važe na berzi. Rast obima trgovanja na berzi učinili su skoro neophonim učestvovanje države na berzi. Narastanje trgovanja i događaja na berzi, stvorili su multiplikatorski efekat na privredu. Kako pozitivna dešavanja na berzi utiču na privredu, tako i negativni efekti sa berze se šire na celu ekonomiju. Pored regulatorske i kontrolne uloge koje država ima na berzi, prisustvo države ogleda se i u domenu posrednog uticaja na poslovanje berze. Ipak, postoji granica koju država ne sme preći u domenu neposrednog uticaja na berzi.

Država se ne sme mešati u autonomnost berze kao institucije koja sama reguliše osnovne pojedinačne odnose. Država na sebe može i trebalo bi da preuzme viših odnosa koji nastaju na izlasku sa berze i ulasku u šire okruženje. Iako su i berza i država sistem za sebe, iako se njihov uticaj prepliće, nije poželjno da jedan sistem bude hijerarhijski nadređen drugom. Oni postoje paralelno, zajedno u jednom ekonomskom okruženju. Njihovo preplitanje je neminovno i poželjno sve do granice da se država meša u samo funkcionisanje osnovnih principa poslovanja na berzi.

VI DEO: UČESTVOVANJE PREDUZEĆA NA BERZI

ODLUKE MENADŽMENTA PREDUZEĆA O UČESTVOVANJU NA BERZI

U današnje vreme, veza između preduzeća kao tržišnog učesnika u najširem smislu, države i berze je neraskidiva. Zato svako preduzeće ima interesa da zna kakva su kretanja na berzi i šta se dešava na berzi. Dešavanja na berzi su preslikana slika dešavanja u privredi ili obrnuto. U svakom slučaju prateći berzu bićete upoznati da dešavanjima na jednom tržištu, ako su lokalne berze, to se odnosi na nacionalnu ekonomiju, a ako su svetske berze, možete pratiti dešavanja sa konkretnim proizvodima i industrijama.

Preduzeća su zainteresovana na dešavanja na berzi iako ne moraju da budu direktni učesnici trgovanja na samoj berzi. Njihovo učestvovanje može biti direktno i indirektno.

Indirektno učešće na berzi se oslikava kroz poslovnu aktivnost samo preduzeća. Shodno svojoj veličini i uticaju na granu privrede u kojoj posluje, njegov uticaj je i berzu.

Na direktan način preduzeće učestvuju na više načina.

Najklasičniji primer je ako se kapitalom preduzeća trguje, odnosno akcijama preduzeća trguje na berzi. Zatim učestvovanje na berzi, može ogledati kroz dokapitalizaciju preduzeća, odnosno prikupljanjem dodatnog kapitala, investiranjem u kratkoročne hartije od vrednosti u cilju efikasnog finansijskog upravljanja. Bilo da se ono ogleda plasiranjem viška novčanih sredstava na berzu odnosno tržište ili povlačenjem gotovine sa tržišta odnosno emitovanjem kratkoročnih hartija od vrednosti.

Menadžment preduzeća prati dešavanja na berzi. To je neophodno i spada u redovne analize tržišta, okruženja i konkurencije. Ono što je važno za ovaj rad jeste odluke koje menadžment preduzeća donosi u cilju efikasnog upravljanja obrtnim kapitalom.

Odnosno odluke koje menadžment preduzeća donosi u cilju efikasnog finansijskog upravljanja, koje se ogleda u finansiranju obrtnih sredstava i eventualnih plasmana viškova gotovine, kupovinom hartija od vrednosti ili pribavljanjem gotovine emitovanjem sopstvenih kratkoročnih hartija od vrednosti.

Donošenje odluka o finansiranju obrtnih sredstava jeste jedan od najsloženijih zadataka menadžmenta preduzeća. Razlog tome leži u činjenici da je svako preduzeće u datom trenutku ograničeno izvorima kratkoročnih finansiranja.

Menadžment preduzeća može doneti odluke kojima će deo obrtnog kapitala pribaviti preko berze kroz emitovanje hartija od vrednosti. Takođe, u slučaju kada raspolaže sa više nego potrebnom gotovinom, višak gotovine može plasirati na berzi, kupovinom hartija od vrednosti.

Sušтина finansijskog upravljanja gotovinom jeste da se sa što više gotovine oslobodi za rentabilna ulaganja a da se ne ugrozi likvidnost preduzeća. Kompromis između ova dva

principa svodi se na ulaganje privremeno slobodne gotovine u depozite i kratkoročne hartije od vrednosti.

Na ovaj način slobodna gotovina će ostvariti izvestan prinos a u slučaju deficita za gotovinom, prodajom hartija od vrednosti lako se može doći do nje.

Pored toga u slučaju kada preduzeće nema slobodne gotovine a potrebna mu je za izvršavanja dospelih obaveza, preduzeća sa visokim kreditnim bonitetom mogu potrebnu gotovinu pribaviti emitovanjem i prodajom sopstvenih kratkoročnih hartija od vrednosti. Na berzama se javljaju veliki broj vrsta hartija od vrednosti različitih karakteristika. Sa aspekta upravljanja obrtnim kapitalom, odnosno finansijskog upravljanja gotovinom značajne su kratkoročne hartije od vrednosti.

VII DEO: ULAGANJE U KRATKOROČNE HARTIJE OD VREDNOSTI

OSNOVNE KARAKTERISTIKE KRATKOROČNIH HARTIJA OD VREDNOSTI

Osnovna karakteristika kratkoročnih hartija od vrednosti jeste što dospevaju za naplatu u periodu kraćem od godinu dana. Najčešće, obrtni kapital ima prosečno vreme trajanja jednog obrta kraće od godinu dan.

Hartije od vrednosti koje dospevaju za naplatu u roku kraćem od godinu dana, nazivaju su kratkoročne hartije od vrednosti i one spadaju u likvidna sredstva kao i gotovina, s obzirom da se njihovom prodajom lako može doći do gotovine.

Kratkoročne hartije od vrednosti vlasniku donose prinos u obliku kamate, odnosno emitent plaća kamatu kupcu hartija od vrednosti za korišćenje gotovine koju je dobio njihovom prodajom. Kada preduzeće emituje i prodaje kratkoročne hartije od vrednosti, za njega nastaje kratkoročna obaveza.

Za preduzeće, sa aspekta obrtnog kapitala su bitne utržive kratkoročne hartije od vrednosti, odnosno one hartije od vrednosti, čija se kupovina i prodaja vrši na kratkoročnom finansijskom tržištu, tj. tržištu novca.

Preduzeće u slučaju potrebe za gotovinom, prodajom kratkoročnih hartija od vrednosti, lako može doći do neophodne gotovine. Time se ne ugrožava likvidnost preduzeća i obezbeđuje neophodna gotovine u vremenskim periodima kada je povećana potreba za gotovinom.

Kratkoročno finansijsko tržište mora imati svoju širinu i dubinu.

Pod širinom finansijskog tržišta podrazumeva se broj učesnika i promet hartija od vrednosti, dok je dubina finansijskog tržišta određena vrednošću prometa koji se obavi na tom tržištu. Veći promet hartija od vrednosti i veći broj učesnika na tržištu pokazuju razvijenost finansijskog tržišta, odnosno viši kvalitet tržišta. Jedno je sigurno, veći značaj za tržište ima vrednost transakcija koje se u okviru njega obave.

Može se reći da se kratkoročne hartije od vrednosti uglavnom koriste kao supstitut za novac. Namera preduzeća da drži kratkoročne hartije od vrednosti umesto slobodnih novčanih sredstava jeste u ostvarivanju izvestnog prinosa.

Preduzeće kupuje kratkoročne hartije od vrednosti iz nekoliko osnovnih motiva:

- sigurnosnog motiva,
- trazitnog motiva i
- spekulativnog motiva.

Sigurnosni motiv podrazumeva da preduzeće može da kratkoročne hartije od vrednosti da transferiše u gotovinu kada izdavanja gotovine, odnosno odliv gotovine premašuje primanja gotovine, odnosno priliv gotovine.

Preduzeće kupuje kratkoročne hartije od vrednosti kako bi se u napred poznatom trenutku mogla izvršiti plaćanja, kao što su obaveze za isplatu dividende, kamata ili poreza. To je tranzitorni motiv. Na ovaj način preduzeće prikuplja sredstva za otplatu glavnice dugoročnog duga ili za neku drugu investiciju, čiji je vreme realizacije izvesno.

Špekulativni motiv ulaganja u hartije od vrednosti je osnovan kada preduzeće raspolaže sa viškovima gotovine a nema alternativu za ulaganja. Tada će ulagati u kratkoročne hartije od vrednosti do momenta dok se ne ukaže povoljnija alternativa. Prednost ovoga jeste što viškovi gotovine donose određeni prinos a lako su utržive, što znači da preduzeće može lako doći do gotovine, kada se ukaže bolja alternativa za ulaganje.

Ulaganje u kratkoročne hartije od vrednosti prevashodno zavisi od finansijske politike koju vodi menadžment preduzeća. Kada menadžment preduzeća vodi konzervativnu politiku, koja podrazumeva da ukupna ulaganja finansira iz dugoročnih izvora, ono će u slučaju smanjenja obima poslovne aktivnosti morati da uloži višak gotovine u kupovinu kratkoročnih hartija od vrednosti.²⁰

Kada menadžment preduzeća vodi agresivnu politiku finansiranja, a to se dešava kada deo dugoročnih ulaganja finansira iz kratkoročnih izvora, preduzeće neće biti u situaciji da kupuje kratkoročne hartije od vrednosti. Kada se vodi umerena, odnosno takozvana kompromisna politika finansiranja, preduzeće će dodatne potrebe za gotovinom zadovoljiti ili emisijom sopstvenih kratkoročnih hartija od vrednosti ili uzimanjem kratkoročnih bankarskih kredita.

VISINA PRINOSA NA KRATKOROČNE HARTIJE OD VREDNOSTI

Razlog u kupovinu kratkoročnih hartija od vrednosti je prinos koji one donose.

Visina prinosa odnosno kamata na kratkoročne hartije od vrednosti zavisi od različitih vrsta rizika, odnosno neizvesnosti koje te hartije nose. Neizvestno se ogleda:

- rizik od neplaćanja obaveza,
- rizik od promene cena hartija od vrednosti,
- riziku od nelikvidnosti,
- inflatornom riziku i
- slučajnom riziku.

Rizik od neplaćanja obaveza javlja se kada dužnik nije sposoban, da plati dospelu obavezu. Bilo kamatu, bilo glavicu. Jedino su državne hartije od vrednosti zaštićene od rizika.

Rizik od promene cena hartija od vrednosti je stalno prisutan. Ovaj rizik se javlja zbog toga što se tržišna stopa kapitalizacije hartija od vrednosti menja sa protokom vremena. Ako tržišna stopa kapitalizacije poraste, tržišna vrednost hartija od vrednosti će padati. Merilo likvidnosti jeste u kom vremenskom roku se jedna hartija od vrednosti može prodati približno njenoj tržišnoj ceni. Kada se neka hartija od vrednosti može prodati u veoma kratkom roku, približno njenoj tržišnoj ceni smatra se da je ta hartija od vrednosti likvidna.

²⁰ Prema: Brigham, E.F., Gapenski, L.C. Financial Management, The Dryden Press, 1994. str 742.

Inflatorni rizik utiče na visinu kamatne stope, koji se javlja zbog smanjenja kupovne snage novca. Sve hartije od vrednosti su izložene ovom riziku. Zbog toga se u nominalnu kamatnu stopu uključuje efekat buduće inflacije. Ipak, rizik i dalje ostaje ako stvarna stopa inflacije premaši očekivanu stopu.

Pod slučajnim rizikom se podrazumevaju događaji koji se ne mogu predvideti odnosno koji se dešavaju iznenada. Ovom riziku su više izložene dugoročne hartije od vrednosti od kratkoročnih. Državne hartije od vrednosti nisu podložne ovom riziku.

Na osnovu rečenog, nominalna ili tržišna kamatna stopa za određenu hartiju od vrednosti se utvđuje na osnovu sledeće formule:

$$K_{nom} = k + IP + DRP + LP + MRP$$

pri čemu je:

- k^{21} - stvarna kamatna stopa bez rizika (kada je stopa inflacije nula),
- IP - premija za očekivanu inflaciju,
- DRP - premija za rizik od neplaćanja,
- LP - premija za rizik od nelikvidnosti,
- MRP - premija za rizik od promene cena.

VRSTE KRATKOROČNIH HARTIJA OD VREDNOSTI

Kratkoročne hartije od vrednosti mogu se grupisati u dve grupe:

- državne i
- komercijalne (nedržavne).

Odlukom o emisiji kratkoročnih hartija od vrednosti utvrđuju se: ukupan iznos i nominalna vrednost ne koju se emituje hartija od vrednosti, namena prikupljenih sredstava, način emitovanja hartija od vrednosti, visina i način obračunavanja i plaćanja kamate kao i rok dospelosti.

U državne hartije od vrednosti spadaju: državni zapisi, blagajnički zapisi.

Državne zapise od vrednosti emituje država. Emituju se radi popunjavanja budžeta u situacijama kada dođe do neusklađenosti prihoda i rashoda u državnom budžetu odnosno budžetskog deficita. Mogu glasiti na donosioca i dospevaju za naplatu najkasnije do kraja budžetske godine. Odluku o emisiji državnih zapisa donosi vlada.

Državne zapise mogu kupovati pravna i fizička lica.

Blagajničke zapise emituje Narodna banka Srbije, banke i druge finansijske institucije. Glase na donosioca, na ime i prodaju se u diskontnoj formi. Blagajničke zapise koje emituje Narodna banka Srbije mogu kupovati banke i druge finansijske organizacije, dok blagajničke zapise koje emituju banke i druge finansijske institucije mogu kupovati pravna i fizička lica.

U nedržavne, odnosno komercijalne hartije od vrednosti spadaju: komercijalni zapisi i sertifikati o depozitu.

Komercijalne zapise emituju pravna lica sa ciljem prikupljanja slobodnih novčanih sredstava. Mogu glasiti na donosioca ili na ime a prodaju se u formi diskonta.

Komercijalne zapise emituju solventna preduzeća.

²¹ Prema: Brigham, E.F., Gapenski, L.C., Financial Management, The Dryden Press, Forth Worth, 199. str 742

Certifikat o depozitu mogu da emituju banke i druge finansijske organizacije. Certifikat o depozitu može biti dugoročan i kratkoročan. Certifikatom o depozitu može se ugovoriti fiksna ili varijabilna kamatna stopa.

Na razvijenijim tržištima hartija od vrednosti postoje mnogo više vrsta kratkoročnih hartija od vrednosti i njihovih derivata. Pored države hartije od vrednosti mogu izdavati i državne agencije, opštine i lokalne zajednice.

OPTIMALAN ODNOS GOTOVINE I HARTIJA OD VREDNOSTI

Menadžment preduzeća donosi odluku u kom obimu i kada će emitovati i prodati sopstvene hartije od vrednosti na berzi, odnosno kada će i u kojoj vrednosti kupiti kratkoročne hartije od vrednosti na berzi. Donošenje ovakvih poslovnih odluka, zahteva od menadžmenta preduzeća veliku odgovornost. Poznavanje priliva i odliva gotovine. Predviđanje potreba za gotovinom i predviđanje priliva gotovine. Poznavanje tržišta hartije od vrednosti odnosno berze i tržišta uopšte. Za donošenje ovakvih poslovnih odluka u praksi se najčešće koriste:

- Baumol-ov model i
- Milerov-ov model.

Baumol-ov model polazi od pretpostavke da su novčani tokovi, odnosno primanja i izdavanja gotovine u preduzeću ravnomerni u određenom vremenskom periodu. Ako se mesečno očekuju primanja gotovine koja su manja od mesečnog izdavanja gotovine, preduzeće će morati emitovati kratkoročne hartije od vrednosti i na taj način doći do potrebne gotovine. U trenutku prodaje kratkoročnih hartija od vrednosti, preduzeće će primiti gotovinu, koja će predstavljati maksimalni saldo gotovine. Međutim, neće sva gotovine biti potrošena nego će se ravnomerno koristiti. Emitovanje i prodaja kratkoročnih hartija od vrednosti trebalo bi vršiti u optimalnim veličinama transakcije jer se u tom slučaju obezbeđuje optimalni saldo gotovine. Optimalna veličine će se dobiti kada navedeni ukupni troškovi gotovine, a to su troškovi držanja gotovine i troškovi transakcija, budu minimalni. Ukupni troškovi gotovine mogu se prikazati sledećom jednačinom:

$$\text{UKUPNI TROŠKOVI GOTOVINE} = C/2 \times K + T/C \times F$$

pri čemu su:

C - iznos gotovine koji će se dobiti emitovanjem i prodajom kratkoročnih hartija od vrednosti. C/2 predstavlja prosečan saldo gotovine,

k – oportunitetni troškovi držanja gotovine izraženi u %,

T – ukupan iznos neto potrebne gotovine u toku perioda (najčešće jedne godine),

F – fiskalni troškovi transakcija emisija i prodaja hartija od vrednosti po jednoj transakciji.

Teži se da optimalna veličina jednog transfera hartija od vrednosti u gotovini obezbedi što manje ukupne troškove gotovine.

Optimalno rešenje, odnosno minimalni ukupni troškovi dobijaju se kada se izjednače troškovi držanja gotovine i troškovi transakcija.

Miler-or-ov model polazi od pretpostavke o neravnomernim tokovima primanja i izdavanja gotovine.. On je pogodan za donošenje poslovnih odluka u situacijama kada su da su novčani tokovi izloženi većoj neizvesnosti, što je potpuno suprotno Baumol-ovom metodu. Suština miler-or-ovog metoda jeste da utvrdi optimalni saldo gotovine kao i maksimalni saldo gotovine, odnosno gornju granicu.

Optimalni saldo gotovine dobija se izračunavanjem sledeće formule²²:

$$Z = \frac{\sqrt[3]{3B\sigma^2}}{4i} + L$$

pri čemu su:

B – fiksni troškovi po transakciji kratkoročnih hartija od vrednosti u gotovinu i obrnuto,

σ^2 – varijansa dnevnog salda gotovine,

i – dnevna kamatna stopa na kratoročne hartije od vrednosti,

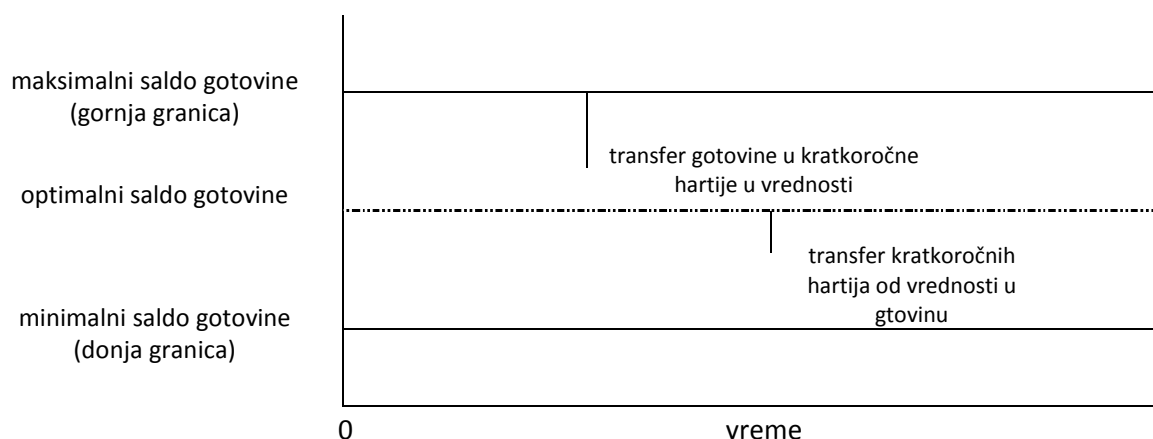
L – minimalni (sigurnosni) saldo gotovine koji se utvrđuje na bazi iskustva.

Na osnovu optimalnog salda gotovine može se izračunati maksimalni saldo gotovine:

$$\text{maksimalni saldo gotovine (gornja granica)} = 3Z - 2L$$

Optimalni i maksimalni saldo gotovine pretpostavlja mnimalne ukupne troškove gotovine, što obuhvata troškove držanja gotovine i troškove transakcija sa gotovinom.

Miler-or-orov model se može ilustrovati sledećim dijagramom²³:



²² Prema: Diacogiannis, G.P. Financial Management, MC Graw-Hill, London, 1993, str.385.

²³ Prema Dragan Krasulja i Milorad Ivanišević, Poslovne Finansije, Ekonomski fakultet u Beogradu, 2001. str.199.

VIII Deo: STUDIJA SLUČAJA

U cilju potvrđivanja generalne i posebne hipoteze jedan od metoda istraživanja je studija slučaja.

U delu studije slučaja uradiću analizu sva tri elementa obrtnog kapitala i analizu obrta gotovine kao objedinjenje sva tri elementa obrtnog kapitala.

Za anлізу sam odabrao tri najveće farmaceutske kompanije: „Hemofarm a.d“, „Galenika u restrukturiranju a.d.“ i „Zdravlje Actavis a.d.“.

Kao tri najveća proizvođača na farmaceustkom tržištu Srbije, oni su u 2011. godini po novčanoj vrednosti imali udeo od 82,7 % tržišnog učešća a po naturalnoj vrednosti 86,2%.

Iz tog razloga njihovom analizom može se sagledati skoro celokupno farmaceutsko tržište Srbije.

U analizi je uzet period od 2006. do 2012. godine , iz razloga velikih tržišnih promena i svetske ekonomske krize, koja je ostavila posledice i na tržište farmaceustkih proizvoda. Time ujedno možemo sagledati i posledicu svetske ekonomske krize kao i ekonomske krize u Republici Srbiji.

ANALIZA ELEMENATA OBRTNOG KAPITALA:

- **KOEFIKIJENT OBRTA POTRAŽIVANJA KUPACA (DSO)**
- **KOEFIKIJENT OBRTA ZALIHA (DIO)**
- **KOEFIKIJENT OBRTA PLAĆANJA OBAVEZA (DPO)**
- **KOEFCIJENT OBRTA GOTOVINE (DWC)**

Analiza obrtnog kapitala preduzeća ima za cilja da prikaže na koji način racionalno upravljanje obrtnim kapitalom utiče na poslovne rezultate preduzeća. Svesni činjenice da angažovana sredstva u obrtni kapital, znači zarobljava određene sumu novčanih sredstava, pred menadžment preduzeća se postavlja pitanje kako što manje novčanih sredstava angažovati u obrtni kapital a istovremeno ne ugroziti, likvidnost preduzeća I normalno funkcionisanje procesa proizvodnje ili prodaje. Suština upravljanja obrtnim kapitalom svodi se na povećanje rentabilnosti preduzeća, uz očuvanje likvidnosti sredstava. Povećanje rentabilnosti poslovanja preduzeća ogleda se u tome, da se sa što manje gotovine ostvare što veći poslovni rezultati. To znači da se što manje gotovine zarobi u zaliha i potraživanjima, odnosno da se smanji broj dana obrta zaliha i potraživanja. Povećanjem obrta obaveza smanjuju se obrtni kapital preduzeća, što znači da se smanjuju angažovanje potrebnih novčanih sredstava za obrtni kapital. Suština upravljanja obrtnim kapitalom sastoji se u optimizaciji vrednosti zaliha, smanjenju potraživanja I povećanju obaveza prema dobavljačima. Ovakav način finansijskog upravljanja ima za cilj smanjenje potrebne gotovine uložene u obrtni kapital.

U analizi koja je pred nama uzeta su tri najveće domaće farmaceutske kuće, čiji udeo na tržištu farmaceutskih proizvoda u republici Srbiji u 2011. godini prelazi 80% . Slobodno možemo reći da one sa svojim tržišnim udelom oslikavaju celo tržište proizvodnje farmaceutskih proizvoda. Činjenica da su od tri analizirane farmaceutske kuće, dve farmaceutske kuće (Hemofarm i Zdravlje Actavis), privatizovane i kupljene od strane ino kupaca, u periodu na koji se analiza odnosi, upravo ide u prilog analizi i stvaranje kompletne slike poslovanja proizvodnje farmaceutskih proizvoda. Jedino je "Galenika A.D." od tri analizirane farmaceutske kuće u većinskom državnom vlasništvu. Galenika a.d. se od 2010. suočava sa velikim finansijskim problemima i od 2011. godine je u restrukturiranju.

Period analize obrtnog kapitala se odnosi na šest najdinamičnije godine u poslednjem dugoročnom periodu. Analiza se odnosi na period od 2006. godine do 2012. godine. To su šest dinamičnih godina za samu farmaceutsku industriju, s'obzirom da su se na domaće tržište ušli strane kompanije. Kupovinom "Hemofarma" na tržište je prisutna nemački proizvođač lekova "Stada" a kupovinom "Zdravlja", islandski "Actavis". Ova činjenica unosi novu dimenziju na tržište farmaceutskih proizvoda.

Sa druge strane period 2006. – 2008. godine je period opšteg povećane privredne aktivnosti u zemlji. Može se reći da su to uspešne godine. U 2009. i 2010. godini značajne su posledice svetske ekonomske krize, koja se prelila i kod nas i koja ostavlja značajne posledice na sve privredne grane pa i na industriju farmaceutskih proizvoda. Medjutim nisu sve tri kompanije podnele iste posledice ekonomske krize. Dok je Hemofarm a.d. u 2010. i 2011. godini imao gubitak, uz napomenu da mu poslovni prihodi nisu padali, kompanija Zdravlje Actavis a.d. je gubitak imao u 2011. i 2012. godini sa poslovnim prihodima na istom nivou. Galenika a.d. je od 2010. do 2012. godine poslovala sa gubitkom uz značajno smanjenje poslovnih prihoda i sa velikim finansijskim problemima.

Pored eksternih faktora, kao što je kupovina preduzeća od strane ino kupaca i svetska ekonomska kriza, naša privreda je u periodu privrednog rasta od 2003. do 2008. godine imala hroničan problem deficita sredstava za finansiranje obrtnog kapitala, koji se najčešće ogledao u kašnjenju naplate dospelih potraživanja. Problem se dramatično povećava u 2009. i 2010. godini, zbog opšteg kašnjenja u naplati potraživanja. Za analizu su uzeti bilans stanja i bilans uspeha: "Galenika A.D.", "Hemofarm A.D." i "Zdravlje Actavis A.D.", u period od 2006. do 2012. godini.

FINANSIJSKI IZVEŠTAJ "GALENKA A.D."

BILANS STANJA "GALENKA A.D."

za period 2006. - 2012. godine

(u hiljadama dinara)

	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
AKTIVA	11.174.925	12.398.172	20.869.391	27.136.909	30.249.628	20.479.531	24.196.580
STALNA IMOVINA	3.341.900	3.147.414	10.811.926	14.562.359	15.285.319	14.830.429	14.518.446
Nematerijalna ulaganja	244.834	207.737	547.658	1.812.843	235.967	257.889	208.536
Nekretnine, postrojenja i oprema	3.003.272	2.924.109	9.783.930	12.269.694	14.324.828	13.908.407	13.649.658
Učešća u kapitalu	0	0	0	0	0	0	0
Ostali dugoročni finansijski plasmani	93.794	15.568	480.338	479.822	724.524	664.133	660.252
OBRTNA IMOVINA	7.833.025	9.250.758	10.057.465	12.574.550	14.964.309	5.649.102	4.479.992
Zalihe	1.181.716	1.463.294	1.766.647	3.005.920	4.249.029	4.181.374	2.446.899
Potraživanja	4.173.846	3.867.834	4.411.322	3.228.601	6.252.520	823.890	1.478.662
Kratkoročni finansijski plasmani	1.341.170	1.705.095	1.184.915	5.142.715	3.734.098	90.083	49.169
Gotovinski ekvivalenti i gotovina	1.119.574	2.164.959	2.621.542	1.038.139	156.074	33.112	72.662
Aktivna vremenska razgraničenja i odložena poreska sredstva	8.662	34.771	57.686	119.507	515.888	513.847	426.058
Potraživanja za više plaćen porez na dobitak	8.057	14.805	15.353	39.668	56.700	6.796	6.542
Gubitak iznad visine kapitala	0	0	0	0	0	0	5.198.142
PASIVA	11.174.925	12.398.172	20.869.391	27.136.909	30.249.628	20.479.531	24.196.580
KAPITAL	10.644.200	11.307.949	17.733.210	18.398.829	15.821.092	2.288.683	0
Akcijski kapital	9.990.000	10.580.000	10.580.000	10.580.000	10.580.000	10.580.000	10.580.000
Rezerve	50.919	50.919	50.919	50.919	50.919	50.919	50.919
Revalorizacija rezerve	0	0	5.847.381	5.837.353	5.817.191	5.781.301	5.238.893
Nerasporedjena dobit	603.281	677.030	1.254.910	1.930.557	424.556	445.008	467.861
Gubitak	0	0	0	0	-1.051.574	-14.568.545	-16.337.673
DUGOROČNE OBAVEZE I REZERVISANJA	25.192	307.098	1.126.284	3.578.901	4.809.619	3.995.387	12.960.130
Dugoročne obaveze	25.192	307.098	823.831	3.246.799	4.285.965	3.494.800	12.642.075
Dugoročna rezervisanja	0	0	302.453	332.102	523.654	500.587	318.055
Dugoročni krediti	0	0	0	0	0	0	0
Ostale dugoročne obaveze	0	0	0	0	0	0	0
KRATKOROČNE OBAVEZE	505.533	783.125	2.009.897	5.159.179	9.618.917	14.195.461	11.236.450
Kratkoročne finansijske obaveze	0	0	444.087	1.414.295	4.464.090	7.706.519	4.710.004
Obaveze iz poslovanja	355.769	568.291	931.576	3.106.493	3.340.918	4.629.999	4.528.013
Odložene poreske obaveze PDV i javnih prihodi	0	0	400.132	391.566	1.089.275	660.390	435.667
Odložene poreske obaveze	0	0	0	0	431.136	421.009	939.472
Obaveze po osnovu poreza na dobitak	0	0	39.973	5.959	3.081	254	0
Ostale kratkoročne obaveze i PVR	149.764	214.834	194.129	240.866	290.417	777.290	623.294

BILANS USPEHA "GALENKA A.D. "
za period 2006. - 2012. godine

(u hiljadama dinara)

	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
POSLOVNI PRIHODI	7.333.242	6.681.723	7.646.875	9.567.931	8.535.851	4.744.761	4.412.033
Prihodi od prodaje	7.337.816	6.627.595	7.676.133	9.096.684	7.658.127	4.008.978	4.680.817
Prihodi od aktiviranja učinaka i robe	0	0	12.802	17.457	14.898	12.103	12.255
Povećanje vrednosti zaliha učinaka	0	14.082	-56.414	425.356	872.238	800.170	39.612
Smanjenje vrednosti zaliha učinaka	-43.992	0	0	8.522	30.067	108.485	580.915
Ostali poslovni prihodi	39.418	40.046	14.354	19.912	20.655	31.995	260.264
POSLOVNI RASHODI	5.110.113	5.435.858	6.534.038	8.194.999	9.376.888	7.338.219	7.108.156
Nabavna vrednost prodane robe	51.392	5.887	26.624	21.696	123.533	209.835	133.734
Troškovi materijala	2.513.343	2.537.738	3.126.006	3.862.735	3.954.341	2.460.909	2.414.920
Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi	1.994.281	2.222.803	2.417.567	3.127.603	3.568.827	3.070.550	2.868.292
Troškovi amortizacije	165.432	191.773	393.814	464.942	581.392	814.281	515.984
Ostali poslovni rashodi	385.665	477.657	570.027	718.023	1.148.795	782.644	1.175.226
POSLOVNI DOBITAK	2.223.129	1.245.865	1.112.837	1.372.932	0	0	0
POSLOVNI GUBITAK	0	0	0	0	841.037	2.593.458	2.696.123
Finansijski prihod	824.698	802.284	1.148.296	776.232	702.463	1.225.124	1.968.463
Finansijski rashod	737.519	600.473	935.899	833.921	1.645.717	2.500.191	3.769.090
Ostali prihod	2.211.235	459.263	925.812	1.048.358	1.849.528	689.994	641.836
Ostali rashod	3.865.814	859.939	1.583.814	1.631.307	1.044.834	10.293.108	1.310.947
DOBIT PRE OPOREZIVANJA	655.729	1.047.000	667.232	732.294	0	0	0
GUBITAK PRE OPOREZIVANJA	0	0	0	0	979.597	13.471.639	5.165.861
Neto gubitak poslovanja koji se obustavlja	0	0	12.183	12.475	29.326	55.205	0
Poreski rashod perioda	62.183	103.828	88.662	54.011	3.081	254	0
Odloženi poreski prihod	0	0	0	0	39.570	0	11.997
Odloženi poreski rashod	2.481	6.748	13.937	8.566	0	10.127	0
NETO DOBITAK	596.027	949.920	580.324	674.374	0	0	0
NETO GUBITAK	0	0	0	0	1.051.574	13.516.971	5.177.858

Sledeći je finansijski izveštaj preduzeća "Hemofarm A.D."

FINANSIJSKI IZVEŠTAJ "HEMOFARM A.D."

BILANS STANJA "HEMOFARM A.D."

za period 2006. - 2012. godine

(u hiljadama dinara)

	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
AKTIVA	25.247.562	28.145.748	34.376.884	38.915.220	41.763.496	35.036.077	36.327.980
STALNA IMOVINA	13.172.642	13.473.766	16.180.429	18.316.099	17.015.097	15.965.375	15.237.186
Nematerijalna ulaganja	1.048.634	1.131.492	1.388.994	1.778.948	1.748.702	1.628.678	1.654.244
Nekretnine, postrojenja i oprema	4.715.416	4.749.459	5.815.239	6.794.867	6.587.119	7.349.190	6.844.096
Investicione nekretnine	0	0	0	0	67.771	66.351	184.599
Učešća u kapitalu	6.226.419	6.317.620	7.488.765	7.917.363	7.880.442	6.678.164	6.548.516
Ostali dugoročni finansijski plasmani	1.182.173	1.275.195	1.487.431	1.824.921	731.063	242.992	5.731
OBRTNA IMOVINA	12.074.920	14.671.982	18.196.455	20.599.121	24.559.284	18.814.319	20.947.769
Zalihe	3.670.436	3.316.498	3.950.209	3.471.104	3.839.029	4.600.812	5.839.633
Potraživanja	6.790.968	10.041.621	13.328.043	13.041.836	16.174.537	12.426.131	12.442.928
Kratkoročni finansijski plasmani	1.161.310	851.059	10.080	3.222.378	3.032.385	1.067.153	697.184
Stalna sredstva namenjena prodaji	0	0	0	0	51.687	11.055	232.699
Gotovinski ekvivalenti i gotovina	287.200	296.106	408.221	493.183	880.408	529.806	1.425.113
Aktivna vremenska razgraničenja i odložena poreska sredstva	87.378	65.558	332.184	162.764	125.757	179.362	310.212
Potraživanja za više plaćen porez na dobitak	77.628	101.140	167.718	207.856	455.481	0	0
Odložena poreska sredstva	0	0	0	0	189.115	256.383	143.025
PASIVA	25.247.562	28.145.748	34.376.884	38.915.220	41.763.496	35.036.077	36.327.980
KAPITAL	12.883.290	16.000.987	17.309.187	20.813.819	19.969.559	14.434.790	17.199.812
Akcijski kapital	10.230.000	10.230.000	10.230.000	10.230.000	10.230.000	10.230.000	10.230.000
Rezerve	258.345	299.113	299.113	299.113	299.113	299.113	299.113
Revalorizacione rezerve	0	0	0	0	0	0	0
Nerasporedjena dobit	2.394.945	5.471.874	6.780.074	10.284.706	10.284.706	10.284.706	6.670.699
Gubitak	0	0	0	0	-844.260	-6.379.029	0
DUGOROČNE OBAVEZE I REZERVISANJA	6.028.370	3.377.866	5.257.292	6.712.817	5.887.621	5.707.481	5.906.792
Dugoročne obaveze	0	0	0	0	0	0	0
Dugoročna rezervisanje	209.905	223.774	283.688	259.692	190.411	212.594	265.894
Dugoročni krediti	4.172.728	3.147.190	4.971.445	6.382.052	5.628.808	5.465.109	5.572.197
Ostale dugoročne obaveze	1.645.737	6.902	2.159	71.073	68.402	29.778	68.701
KRA TKOROČNE OBAVEZE	6.335.902	8.766.895	11.810.405	11.388.584	15.906.316	14.893.806	13.221.376
Kratkoročne finansijske obaveze	1.170.760	2.739.908	2.872.667	1.136.145	5.604.093	4.622.414	1.996.738
Obaveze iz poslovanja	4.851.413	5.465.452	6.702.576	7.752.254	8.199.749	7.963.004	8.676.878
Odložene poreske obaveze PDV i javnih prihodi	49.354	59.669	46.118	492.320	318.861	386.325	333.617
Obaveze po osnovu poreza na dobitak	46.067	232.363	0	0	0	29.295	133.521
Ostale kratkoročne obaveze i PVR	218.308	269.503	2.189.044	2.007.865	1.783.613	1.892.768	2.080.622

BILANS USPEHA "HEMOFARM A.D."
za period 2006. - 2012. godine

(u hiljadama dinara)

	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
POSLOVNI PRIHODI	15.842.570	16.057.588	19.163.223	20.024.657	21.042.134	21.169.701	25.055.310
Prihodi od prodaje	14.158.368	16.784.073	18.301.320	19.797.500	20.198.141	20.226.782	23.170.559
Prihodi od aktiviranja učinaka i robe	299.362	136.772	266.480	358.360	182.736	133.936	125.986
Povećanje vrednosti zaliha učinaka	1.056.490	0	526.715	0	100.832	343.305	696.330
Smanjenje vrednosti zaliha učinaka	0	-892.250	0	-336.592	0	0	0
Ostali poslovni prihodi	328.350	28.993	68.708	205.389	560.425	465.678	1.062.435
POSLOVNI RASHODI	14.456.827	12.958.760	15.212.752	15.780.473	18.718.710	16.675.979	20.140.280
Nabavna vrednost prodate robe	1.251.628	669.571	2.046.472	2.669.152	3.369.166	1.389.890	738.001
Troškovi materijala	4.355.567	5.776.614	5.345.439	5.056.046	6.092.977	6.932.110	10.140.623
Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi	2.457.348	2.885.083	3.433.979	3.397.494	3.763.762	3.622.148	3.717.393
Troškovi amortizacije	607.748	682.050	775.723	821.220	771.605	730.841	668.308
Ostali poslovni rashodi	5.784.536	2.945.442	3.611.139	3.836.561	4.721.200	4.000.990	4.875.955
POSLOVNI DOBITAK	1.385.743	3.098.828	3.950.471	4.244.184	2.323.424	4.493.722	4.915.030
POSLOVNI GUBITAK	0	0	0	0	0	0	0
Finansijski prihod	2.282.207	1.852.158	2.467.177	3.056.604	2.622.897	1.306.475	1.279.538
Finansijski rashod	2.625.635	2.252.208	2.882.015	2.847.985	2.606.026	1.508.195	1.815.698
Ostali prihod	2.287.492	1.901.719	343.493	293.097	393.357	925.132	397.487
Ostali rashod	2.007.783	1.155.756	733.551	1.006.058	3.628.903	10.788.646	1.282.701
DOBIT PRE OPOREZIVANJA	1.322.024	3.444.741	3.145.575	3.739.842	0	0	3.493.656
GUBITAK PRE OPOREZIVANJA	0	0	0	0	895.251	5.571.512	0
Poreski rashod perioda	144.246	324.548	96.209	229.245	1.341	30.525	166.509
Odloženi poreski prihod	0	0	0	5.965	0	0	113.358
Odloženi poreski rashod	0	17.504	58.834	0	52.332	67.268	0
Isplaćena lična primanja poslodavcu					0	0	423.000
NETO DOBITAK	1.177.778	3.137.697	3.108.200	3.504.632	0	0	2.790.789
NETO GUBITAK	0	0	0	0	844.260	5.534.769	0

U nastavku je Finansijski izveštaj za kompaniju "ZDRAVLJE ACTAVIS A.D."

FINANSIJSKI IZVEŠTAJ "ZDRAVLJE ACTAVIS A.D."

BILANS STANJA "ZDRAVLJE ACTAVIS D.O.O."

za period 2006. - 2012. godine

(u hiljadama dinara)

	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
AKTIVA	5.494.826	6.206.163	6.533.104	6.862.356	8.286.583	5.919.340	6.422.982
STALNA IMOVINA	3.182.640	3.530.273	3.476.226	3.340.310	3.303.587	3.174.319	3.344.478
Investicione nekretnine	0	0	0	0	308.082	294.377	284.021
Nematerijalna ulaganja	88.785	74.551	61.870	40.812	25.102	14.592	16.892
Nekretnine, postrojenja i oprema	2.988.680	3.342.754	3.270.076	3.170.312	2.840.055	2.748.832	2.965.882
Učešća u kapitalu	38.789	38.789	38.789	80.687	80.687	80.687	38.789
Ostali dugoročni finansijski plasmani	105.175	112.968	105.491	129.186	49.661	35.831	38.894
OBRTNA IMOVINA	2.312.186	2.675.890	3.056.878	3.522.046	4.982.996	2.745.021	3.078.504
Zalihe	579.634	708.790	621.635	803.475	969.707	768.534	883.566
Potraživanja	1.716.020	1.948.117	2.418.811	2.687.366	3.943.266	1.848.146	1.939.367
Kratkoročni finansijski plasmani	4.007	4.637	0	12.207	13.862	1.473	1.493
Gotovinski ekvivalenti i gotovina	1.658	2.427	2.313	3.723	15.386	69.904	84.204
Aktivna vremenska razgraničenja i odložena poreska sredstva	2.171	2.919	4.384	0	40.775	32.978	53.046
Potraživanja za više plaćen porez na dobitak	8.696	9.000	9.735	15.275	0	19.938	100.219
Odložena poreska sredstva	0	0	0	0	0	4.048	16.609
PASIVA	5.494.826	6.206.163	6.533.104	6.862.356	8.286.583	5.919.340	6.422.982
KAPITAL	3.262.477	3.378.334	3.294.630	3.321.845	3.312.373	3.006.680	2.913.850
Akcijski kapital	565.134	565.134	565.134	565.134	565.134	565.134	565.134
Neuplaćen upisan kapital	0	0	0	0	0	0	0
Rezerve	2.356.930	2.502.657	2.622.259	2.562.670	2.570.746	2.572.559	2.282.573
Nerealizovani gubiti po osnovu HOV	0	0	0	0	7.853	7.853	0
Neraspoređena dobit	340.413	310.543	166.826	201.894	168.640	166.826	166.826
Gubitak	0	0	-59.589	-7.853	0	-305.692	-100.683
DUGOROČNE OBAVEZE I REZERVISANJA	1.556.997	1.733.289	1.931.502	2.090.376	2.299.861	1.569.614	1.821.767
Dugoročne obaveze	0	0	0	0	2.299.861	1.569.614	1.821.767
Dugoročna rezervisanje	0	0	0	0	0	0	0
Dugoročni krediti	1.548.400	1.727.349	1.931.502	2.090.376	2.299.861	1.569.614	1.821.767
Ostale dugoročne obaveze	8.597	5.940	0	0	0	0	0
KRA TKOROČNE OBAVEZE	675.352	1.094.540	1.306.972	1.450.135	2.674.349	1.343.046	1.687.365
Kratkoročne finansijske obaveze	0	5.432	1.878	50.000	508.275	0	0
Obaveze iz poslovanja	288.442	553.808	761.605	844.343	1.551.370	1.164.663	1.387.818
Odložene poreske obaveze PDV i javnih prihodi	6.509	3.297	30.518	21.954	22.138	9.409	5.057
Obaveze po osnovu poreza na dobitak	0	0	0	2.721	72.149	0	0
Ostale kratkoročne obaveze i PVR	380.401	532.003	512.971	531.117	518.199	168.974	294.490
Odložene poreske obaveze	0	0	0	0	2.218	0	0

BILANS USPEHA "ZDRAVLJE ACTAVIS A.D."
za period 2006. - 2012. godine

(u hiljadama dinara)

	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
POSLOVNI PRIHODI	3.117.994	3.172.254	3.324.763	2.953.688	3.524.665	3.414.140	3.494.673
Prihodi od prodaje	3.090.713	3.108.690	3.219.761	2.884.596	3.524.664	3.469.863	3.389.501
Prihodi od aktiviranja učinaka i robe	1.516	243	34	11	1.998	21.221	1.627
Povećanje vrednosti zaliha učinaka	19.295	53.467	69.176	55.358			76.398
Smanjenje vrednosti zaliha učinaka	0	0	0	0	19.867	141.989	0
Ostali poslovni prihodi	6.470	9.854	35.792	13.723	17.870	65.045	27.147
POSLOVNI RASHODI	2.759.829	2.655.362	2.678.627	2.608.817	2.686.756	3.344.412	3.198.609
Nabavna vrednost prodane robe	69.319	265.129	265.107	334.935	426.095	334.197	504.046
Troškovi materijala	824.857	767.296	713.352	690.026	940.623	1.629.337	1.337.500
Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi	1.283.404	950.056	1.025.944	1.000.134	638.254	696.766	675.244
Troškovi amortizacije	206.912	229.508	252.291	264.296	267.501	261.905	261.065
Ostali poslovni rashodi	375.337	443.373	421.933	319.426	414.283	422.207	420.754
POSLOVNI DOBITAK	358.165	516.892	646.136	344.871	837.909	69.728	296.064
Finansijski prihod	294.962	58.514	114.450	245.849	210.893	251.459	97.331
Finansijski rashod	280.258	181.214	510.460	491.099	649.507	183.783	400.714
Ostali prihod	74.748	146.054	93.391	95.276	51.789	44.442	55.442
Ostali rashod	185.465	378.914	378.706	156.929	373.937	391.399	155.403
DOBIT PRE OPOREZIVANJA	194.148	161.332	35.199	37.968	77.147	0	
GUBITAK PRE OPOREZIVANJA	0	0	0	0	0	209.553	107.280
Neto gubitak poslovanja koji se obustavlja	0	0	0	0	0	0	0
Poreski rashod perioda	12.733	14.089	8.531	10.539	82.689	102.406	5.963
Odloženi poreski prihod	7.828	3.525	15.859	0	7.356	6.267	12.560
Odloženi poreski rashod	0	0	0	7.639	0	0	0
NETO DOBITAK	173.587	143.718	58.589	35.068	1.814	0	
NETO GUBITAK	0	0	0	0	0	305.692	100.683

Jedan od tri elementa obrtnog kapitala je koeficijent obrta kupaca ili "DSO", Days Sales Out. Potraživanja od kupaca zauzimaju značajno mesto u obrtnom kapitalu. Kreditna politika u značajno meri utiču na samu prodaju, tako da su i rezultati preduzeća direktno vezani od veličine potraživanja od kupaca. Suština upravljanja potraživanjima leži u činjenici da se smanjivanjem perioda obrta potraživanja, odnosno smanjivanjem perioda naplate potraživanja uz uslov da se ostane konkurentan sa kreditnom politikom na tržištu, smanjuje gotovinski ciklus.

„DSO“ se izračunava deljenjem prosečnih potraživanja od kupaca sa prodajom u određenom periodu pomnoženi sa 365 (dani u godini):

$$\text{DSO (broj dana)} = \frac{\text{Potraživanja od kupaca (prosečne)}}{\text{Prodaja (u određenom periodu)}} \times 365$$

Za preduzeća čiju analizu radimo “DSO” je izračunat u sledećoj tabeli:

DSO broj dana	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
<u>HEMOFARM</u>	152	183	233	243	264	258	196
<u>GALENKA</u>	167	221	197	153	226	322	90
<u>ACTAVIS</u>	190	215	248	323	343	305	204

Prosečan broj dana naplate potraživanja od kupaca je različiti kod svake kompanije. Treba napraviti razliku za period do 2009. godine i od 2009.godine kada se javlja ekonomska kriza i rastuća nelikvidnost celokupne privrede, te tako i farmaceutske industrije.

“Hemofarm a.d.” kao lider na farmaceutskom tržištu Srbije do 2011. Konstantno beleži povećanje koeficijenta obrta kupca, odnosno naplate potraživanja. Razlog toga leži u neproporcionalnom povećanju poslovnih prihoda u odnosu na povećanje potraživanja od kupaca.

Dok je poslovni prihod rastao jednim trendom u proseku oko 8% godišnje (do 2011.godine), dotle su prosečna potraživanja od kupaca porasla u proseku oko 19% (u period od 2006. do 2011.godine).

U 2011.godini dolazi do značajnog smanjenje potraživanja od kupaca, dok poslovni prihod u 2012.godini beleži značajno povećanja, što sve zajedno reflektuje da koeficijent broja dana naplate potraživanja u 2012.godini značajno padne, sa 258 na 196 dana u 2012.

Analizirajući koeficijent broja dana naplate potraživanja kod “Galenike a.d.” možemo zaključiti da on iz godine u godinu osciluje, što zbog oscilacije iznosa potraživanja od kupaca, što zbog oscilovanja poslovnih prihoda. Taj trend važi do 2011.godine. Od 2011.godine “Galenika a.d.” dolazi u velike finansijske probleme, koje karakteriše nelikvidnost i značajno smanjenje poslovnih prihoda. Prihodi od prodaje se u 2011. u odnosu na 2010.godinu pali za preko 90%, što za rezultat ima značajno povećanje koeficijenta DSO-a sa 226 dana u 2010. na 322 dana u 2011.godini.

Tokom 2011.godine “Galenika a.d.”, se suočava sa dramatičnim finansijskim problemima. Kao jedina državna farmaceutska kuća, država pokušava da omogući normalno funkcionisanje “Galenike a.d.” uz državne garancije na kredite za likvidnost. U 2012.godini koeficijent naplate potraživanja kupaca je 90 dana, što je značajan pad u odnosu na 2011.godinu. Rezultat toga je stabilizacija koeficijenta izračunavanja prosečne vrednosti potraživanja (2011.i 2012.) u odnosu na poslovni prihod u 2012.godini.

Kod kompanije “Zdravlje Actavis a.d.”, trećeg po veličini učesnika na farmaceutskom tržištu Srbije, analizirajući koeficijent naplate potraživanja od kupaca, DSO, imamo sličnu situaciju kao kod kompanije “Hemofarm a.d.”.

Poslovni prihod je rastao jednim trendom u proseku oko 3% godišnje (period 2006. do 2010.godine), dotle su prosečna potraživanja od kupaca porasla u proseku oko 18% (u period od 2006. do 2010.godine).

U 2011.i 2012.godini, kompanija “zdravlje Actavis a.d.” beleži gubitak.

Iako u tim godinama dolazi do značajnog smanjenje potraživanja od kupaca, dotle i poslovni prihod beleže blag pad, pa kao rezultat toga imamo da u 2012.godini koeficijent broja dana naplate potraživanja značajno padne, sa 305 u 2011.godini na 204 dana u 2012.godini. Jasno je da je rezultat toga prosečno smanjenje potraživanja od kupaca u 2011. i 2012.godini.

Ono što je karakteristično za sve tri kompanije jeste da do 2011.godine rast koeficijenta obrta naplate potraživanja od kupaca, dok u 2012.godini, svaka kompanija iz sebi specifičnih razloga beleži značajno smanjenje broja dana naplate potraživanja od kupaca.

Dugi element obrtnog kapitala su zalihe. Upravo zalihe imaju najveće mogućnosti u strategijama upravljanja gotovinom. Povećanjem koeficijenta obrta zaliha ili skraćivanjem prosečnog vremenskog trajanja obrta zaliha. Koeficijent obrta zaliha ili DIO (Days Inventories Out), meri koliko se dana zadržavaju zalihe u gotovinskom ciklusu. „DIO“ se izračunava deljenjem prosečnih zaliha sa troškovima vezanim za zalihe pomnoženih sa 365 (dani u godini):

$$\text{DIO (broj dana)} = \frac{\text{Zalihe (prosečne)}}{\text{COGS (troškovi vezani za zalihe)}} \times 365$$

Skraćivanjem prosečnog vremenskog trajanja obrta zaliha, skraćuje se gotovinski ciklus. Skraćivanjem gotovinskog ciklusa smanjuje se potrebna gotovina angažovana u obrtnom kapitalu.

Za preduzeća čijom se analizom bavimo, izračunavanjam „DIO“ dobili smo sledeće rezultate:

DIO broj dana	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
<u>HEMOFARM</u>	201	198	179	175	94	125	121
<u>GALENKA</u>	143	160	158	189	253	446	325
<u>ACTAVIS</u>	119	159	173	193	182	133	133

Kod prosečnog dana obrta zaliha, se desilo upravo ono što menadžemnt preduzeća često koristi da bi smanjio obrtni kapital. Naime upravljanje zalihama ima najveće mogućnosti u strategijama smanjenja obrtnog kapitala.

“Hemofarm a.d.” konstantno smanjuje broj dana obrta zaliha, sa željom da što manje gotovine drži zarobljeno u zalihama, “Zdravlje Actavis a.d.” taj trend, smanjenja zaliha primenjuje u period od 2009.godine.

“Galenika a.d.” zbog velikih finansijskih problema i nelikvidnosti značajno povećava broj dana obrta zaliha, da bi prosečan broj dana obrta zaliha u 2011.godini iznosio

rekordnih 446 dana. U 2012.godini uporedo sa značajnim smanjenjem zaliha i smanjenjem prosečnih troškova vezanih za zalihe, smanjuje broj dana obrta zaliha na 325 dana. Ovo je još jedan u nizu pokazatelja na koji način, povećanjem broja dana obrta zaliha utičete na povećanje gotovinskog ciklusa i većom potrebom za novčanim sredstvima.

Treći element obrtnog kapitala su obaveze prema dobavljačima. Smanjenjem koeficijenta obrta dobavljača (DPO) preduzeće će skratiti gotovinski ciklus što će sa svoje strane imati za posledicu smanjenje obrtnog kapitala, odnosno smanjenje gotovinskog ciklusa i potrebu za većim novčanim sredstvima. Koeficijent obrta dobavljača ili DPO (Days Payables Out) se izračunava deljenjem prosečnim obavezama prema dobavljačima sa troškovim COGS (cost of good sold) – troškovi vezani za dobavljače pomnoženi sa 365 (dani u godini):

$$\text{DPO (broj dana)} = \frac{\text{Dobavljači (prosečni)- obaveze prema dobavljačima}}{\text{COGS (troškovi vezani za robu)}} \times 365$$

Izračunavanjem DPO-a, za preduzeća čiju analiz radimo, dobili smo sledeće rezultate:

DPO broj dana	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
<u>HEMOFARM</u>	142	200	202	228	205	239	193
<u>GALENKA</u>	112	56	74	160	225	421	449
<u>ACTAVIS</u>	85	104	171	218	245	208	206

Period plaćanja obaveza prema dobavljačima deluje suprotno na obrtni kapital u odnosu na potraživanja od kupaca i zalihe. Dok produženjem perioda naplate potraživanje i zaliha povećavamo obrtni kapital, produženjem perioda plaćanja dobavljačima smanjujemo obrtni kapital a samim tim povećavamo potrebu za novčanim sredstvima. Produženjem perioda plaćanja dobavljačima, povećavamo obrtni kapital što za posledicu ima manje potrebna novčana sredstva za finansiranje obrtne imovine.

“Hemofarm a.d.” je tokom celog analiziranog perioda, izuzev poslednje godine, imao konstantan rast prosečnog broja dana plaćanja obaveza prema dobavljačima od 142 dana 2006. do 239 dana u 2011. Rezultat toga je neproporcionalno povećanje troškova vezanih za zalihe u odnosu na znatno veće obaveze prema dobavljačima. U 2012.godini dolazi do značajnog smanjenja broja dana plaćanja dobavljačima kao rezultat značajnije povećanja troškova vezanih za robu u odnosu na neznatno povećanje obaveza prema dobavljačima. Dok se COGS u 2012. u odnosu na 2011. godinu povećao za skoro 22%, prosek obaveza prema dobavljačima se povećao za 8,2% u 2012.godini u odnosu na 2011.godinu. Kao direktni rezultat toga imam da je prosečan DPO broj dana sa 239 dana u 2011. smanjio se na 193 dana u 2012.godini.

Slična situacija je i kod kompanije “Zdravlje Actavis a.d.”. U analiziranom periodu od 2006.godine do 2011.godine, beleži trend rasta u 2011. Godini se broj dana plaćanja dobavljača znatno smanjuje. Sa 245 dana u 2010. na 208 u 2011.godini i sličan koeficijent od 206 dana zadržava i u 2012.godini.

Razlog za to smanjenje DPO broja dana je u značajnijem povećanju troškova vezanih za robu u odnosu smanjenje prosečnih obaveza prema dobavljačima. U konkretnom slučaju anize koeficijenta DPO u 2011.godini, povećanje troškova vezanih za robu je iznosio 25% dok su prosečne obaveze prema dobavljačima smanjene za 33%.

Sve to zajedno za rezultat ima smanjenje koeficijenta DPO broja dana, plaćanja obaveza prema dobavljačima.

Analizom koeficijenta DPO broja dana, dolazim do rezultata da je kod kompanije "Galenika a.d." u analiziranom periodu od 2006. Do 2012.godine došlo do konstantnog rasta DPO broja dana. Od 2010.godine koeficijent je iz godine u godinu sve lošiji i od 160 DPO dana u 2009.godini dolazi do 449 DPO dana u 2012.godini.

Već sam napomenuo da se "Galenika a.d." od 2010. Godine suočava sa velikim finansijskim problemima. Rezultat ovako lošeg koeficijenta DPO broja dana, odnosno nemogućnosti plaćanja dospelih obaveza dobavljačima, nalazi se u činjenici da su obaveze prema dobavljačima povećavane dok su troškovi vezani za robu smanjivani, odnosno indirektno možemo zaključiti da je prihod smanjivan.

Primeru radi u 2011.godini, gde se beleži dramatično povećanje koeficijenta DPO broja dana sa 225 dana u 2010.godini na 421 dan u 2011.godini, obaveze prema dobavljačima su u 2011.godini u odnosu na 2010.godinu, povećanje za skoro 28%, dok su troškovi vezani za robu smanjene za 51%. Poslovni prihod je u tom period smanjen za 91%. Zbog značajnog pada poslovnih prihoda, "Galenika a.d" nije bila u mogućnosti da isplati dospele obaveze prema dobavljačima.

Pored specifičnosti svake od gore navedenih kompanija, produženje perioda plaćanja obeveza vezan je i za uticaj svetske ekonomske krize, opšte nelikvidnost odnosno teškoćom pri naplate potraživanja od kupaca. Što se produžava period naplate potraživanja od kupaca, neophodno je produženje perioda plaćanja obeveza prema dobavljačima, kao bi se izjednačio deo gotovinskog ciklusa, odnosno kako kompanija ne bi morala da angažuje dodatna novčana sredstva.

Gotovinski ciklus ili "DWC" tj. "DWC Day Working Capital" objašnjava koliko traje ciklus od konverzije keša iz početnog oblika keša, preko kupovina zaliha i plaćanja obaveza prema dobavljačima, procesa proizvodnje gotovih proizvoda do prodaje gotovih proizvoda i naplate potraživanja od kupca, odnosno povratka ponovo u keš. Izražava se u danima.

Koeficijent obrta gotovine nam govori koliko se gotovinskih ciklusa obavi u toku jedne poslovne godine.

DWC se dobija sabiranjem prosečne starosti naplate potraživanja od kupaca „DSO“ sa prosečnim vremenom vezivanja gotovine u zalihama „DIO“ minus prosečna starost plaćanja dobavljača „DPO“ podeljeno sa brojem dana u kalendarskoj godini.

Odnosno:

$$DWC = DSO + DIO - DPO.$$

On obuhvata sva tri elementa obrtnog kapitala: potraživanje, zalihe i obaveze i kroz njegovu analizu utvrđujemo strukturu DWC, odnosno obrtnog kapitala.

Na osnovu svega navedenog i na osnovu dosadašnje anize izračunatih elementa obrtnog kapitala (DSO, DIO i DPO) za sve tri kompanije, u dole navedenoj tabeli sledi prikaz izračunatog DWC:

DWC broj dana	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
<u>HEMOFARM</u>	211	180	211	190	153	144	124
<u>GALENICA</u>	198	325	282	182	254	346	-34
<u>ACTAVIS</u>	225	270	249	299	280	230	131

Vođenje uspešne poslovne politike finansijskog upravljanja možemo videti i kroz elemente obrtnog kapitala i koeficijenta obrta kapitala. „Hemofarm a.d.“ kao lider na farmaceutskom tržištu Republike Srbije od 2009. Ima trend smanjenje koeficijenta obrta gotovine. Od 211 dana koliko je bilo potrebno za jedan gotovinski ciklus u 2006.godini do 124 dana za gotovinski ciklus u 2012.godini, govoro o tome da je menadžment kompanije shvatio problem i preduzeo mere sa ciljem racionalnijeg i boljeg upravljanja obrtnim kapitalom. Smanjenjem sva tri elementa obrtnog kapitala, uz akcenat na značajno smanjenje prosečnog broja dana naplate potraživanja, menadžment kompanije „Hemofarm a.d.“ je smanjio gotovinski ciklus i uticalo na povećanje profitabilnosti i likvidnosti kompanije.

Kompanija „Zdravlje Actavis a.d.“ je imao sličan trend ako i „Hemofarm a.d.“. U periodu do 2010. kompanija je imala trend povećanja koeficijenta DWC tj. gotovinskog ciklusa. Menadžment kompanije preduzima mere smanjenje prosečnog perioda naplate potraživanja (DSO) i prosečan broj dana obrta zaliha (DIO) i bez obzira na neznatno smanjenje prosečnog broja dana plaćanja dobavljača (DPO), kao rezultat ima značajno smanjenje gotovinskog ciklusa (DWC) u 2011. i 2012.godini. „Galenika a.d.“, suočena sa velikim finansijskim problemima, padom poslovnih prihoda, povećanjem zaduženosti upada u jedan „začarani krug“ gde se gotovinski ciklus konstantno povećava od 2006.godine. Kulminacija je 2011.godina kada gotovinski ciklus tj. Koeficijent obrta gotovine iznosi 346 dana, što je skoro cela jedna godina. Bez obzira na značajno povećanje prosečnog broja dana plaćanja dobavljačima koje se značajno povećava, 2011.godine DPO je 421 dan, gotovinski ciklus nije smanjen. U 2012.godini imamo negativan koeficijent obrta gotovine. DWC u 2012. Godini iznosi -34 dana. Značajno smanjenje koeficijenta naplate potraživanja u ovom slučaju nije rezultat dobre poslovne politike upravljanja obrtnim kapitalom, već dramatičnog smanjenje poslovnih prihoda u 2011. i 2012.godini. Bez obzira na smanjenje proseka potraživanja, pad poslovnih prihoda je toliko značajan da je on uticao na rezultat koeficijent obrta kupaca (DSO) u 2012.godini, koji je iznosio 90 dana. Sa druge strane imamo dramatično povećanje koeficijenta obrta dobavljača (DPO), koji u 2012.godini iznosi 449 dana. Rezultat ovakvog koeficijenta obrta dobavljača (DPO) je posledice povećanja prosečnih obaveza prema dobavljačima uz istovremeno značajno smanjenje prosečnih troškova vezani za robu, odnosno indirektno za smanjenje poslovnih prihoda. Ova dva koeficijenta, DSO i DPO su za rezultat imala da gotovinski ciklus iznosi -34 u 2012.godini, što je loš pokazatelj koeficijenta obrta gotovine (DWC). Ovaj koeficijent ukazuje na loše stanje upravljanja svim elementima obrtnog kapitala i na sve ukupno loše stanje u kompaniji. „Galenika a.d.“ je u međuvremenu, kao kompanija u većinskom državnom vlasništvu, ušla u proces restrukturiranja.

ZAKLJUČAK

Polazeći od teorijsko-empirijske analize, analize bilansa stanja i uspeha preduzeće potvrđujem da je dokazana generalna i posebne hipoteze.

Teorijsko-empirijskom analizom potvrdio sam generalnu hipotezu, da je donošenje poslovnih odluka u cilju adekvatnog upravljanje obrtnim kapitalom značajno zbog optimizacije volumena neto obrtnih sredstava.

Donošenje adekvatnih i pravovremenih poslovnih odluka u cilju maksimiziranja rentabilnosti i obezbeđivanja likvidnosti preduzeća je suština upravljanja obrtnim kapitalom.

Na osnovu iznešenog, potvrđene su i posebne hipoteze. Analizom bilansa stanja i uspeha preduzeća kroz nekoliko godina potvrđena su posebne hipoteze. Primenom različitih strategija za svaki pojedinačni element obrtnog kapitala: gotovinom, potraživanjima od kupaca i zalihama, postiže se kumulativni efekat na obrtni kapital.

Pored toga možemo zaključiti na osnovu drugog dela rada, da veza koja postoji između berze kao finansijskih tržišta, bilo da govorimo o tržištu kapitala ili tržištu novca i preduzeća, države, finansijskih institucija i ostalih privrednih učesnika je neraskidiva. Sa aspekta preduzeća i upravljanja obrtnim kapitalom, berza je značajna iz razloga pribavljanja novčanih sredstava, emitovanja kratkoročnih hartija od vrednosti i plasiranjem slobodnih novčanih sredstava, kupovinom kratkoročnih hartija od vrednosti.

Preduzeće kao tržišni učesnik predstavlja deo sveukupnog tržišta. Bilo da se pojavlju kao prodavac ili kupac hartija od vrednosti, njegovo poslovanje je tesno vezano za berzu.

Finansijsko upravljanje gotovinom stavlja pred menadžment preduzeća odgovorne zahteve.

Za uspešno upravljanje preduzećem, naročito za finansijsko upravljanje gotovinom, menadžment preduzeća mora poznavati tržište. Pratiti tržišna kretanja, berzu, zakone i propise i u vremenu dinamičnih fluktuacija doneti najbolje odluke za preduzeće.

Koje će odluke menadžment preduzeća doneti, zavisi od srednjoročnih i dugoročnih planova. Zavisi od strategije koje preduzeće primenjuje, kao i od sposobnosti menadžera i njihovog osećaja za tržište.

Pri donošenju odluka o plasiranju viškova gotovine ili pribavljanjem gotovine sa tržišta novca, menadžment preduzeća mora voditi računa o prilivu i odlivu sredstava (cash flow-u), odnosno o likvidnosti preduzeća.

Zapravo smisao dobro finansijskog upravljanja svodi se na to da se što više gotovine oslobodi za rentabilna ulaganja, ne ugrožavajući likvidnost preduzeća.

Kompromis između osnovna dva principa poslovanja, likvidnosti i rentabilnosti, predstavlja ulaganje privremeno slobodne gotovine u kratkoročne hartije od vrednosti.

Ulaganjem u kratkoročne hartije od vrednosti preduzeće će ostvariti izvestan prinos, a do gotovine koja je neophodna u određenim vremenskim periodima, lako se može doći prodajom kratkoročnih hartija od vrednosti.

Ono što je važno za menadžment preduzeća jeste poverenje i kredibilitet koje preduzeće ima na tržištu. To je naročito važno u situacijama, kada menadžment preduzeća odluči da pribave gotovinu emitovanjem i prodajom sopstvenih kratkoročnih hartija od vrednosti.

Kao što je rečeno, ne može svako preduzeće emitovati preko berze hartije od vrednosti. Potrebno je ispuniti određene uslove, koje propisuje berza. Solidna preduzeća sa visokim kredibilitetom i bonitetom neće imati problema sa emitovanjem kratkoročnih hartija od vrednosti i pribavljenje gotovine.

Donošenje poslovnih odluka kojima se racionalno upravlja gotovinom, potraživanjima od kupaca i zalihama ima za rezultat obezbeđivanje likvidnosti preduzeća, povećanje rentabilnosti što u suštini znači smanjenje angažovanja potrebnih novčanih sredstava za obrtna sredstava. Sve ovo dovodi do povećanje efikasnosti obrtnog kapitala a samim tim i do povećanja konkurentnosti preduzeća.

Menadžment preduzeća koristi različite analize za donošenje poslovnih odluka. Zavisno od prioriteta koje imaju, menadžment preduzeća postavlja prioritete strategija. Bez obzira na prioritete, suština je da se sa što manje angažovanih novčanih sredstava u obrtni kapital, poveća rentabilnost preduzeća i obezbedi likvidnost. To se ostvaruje kroz smanjenje gotovinskog ciklusa, odnosno vremena potrebnog za konverziju keša iz početnog oblika keša za isplatu dobavljača do ponovne konverzije potraživanja od kupaca u keš.

U vreme svetske ekonomske krize, opšteg pada rentabilnosti i likvidnosti, ispravne poslovne odluke vezane za upravljenje obrtnim kapitalom dobijaju na značaju. Sačuvati likvidnost i održati ili povećati rentabilnost predstavlja veliki izazov koji stoji pred menadžmentom preduzeća. Poznavanjem strategija i metoda upravljanja obrtnim kapitalom, kao i poznavanjem eksternih i internih faktora: tržišta, konkurencije, ekonomske situacije, potencijala, mogućnosti i slabosti preduzeća menadžment preduzeća može doneti ispravne i adekvatne odluke u cilju upravljanja obrtnim kapitalom.

L I T E R A T U R A :

1. „Analiza finansijskih izveštaja“, materijal za seminar MCB Beograd, 2008.
2. Brigham, E.F., Gapenski, L.C. Financial Manager, The Dryden Press, Fort Worth, 1994.
3. Cohen, J.B. Robbins, S.M., The Financial Management, Harper and Row Publishers, New York.
4. Diacogiannis, G.P., Financial Management, Mc Graw-Hill, London, 1993.
5. Đurić Dragana, Uvod u Finansijski menadžment, Institut ekonomskih nauka, Beograd, 1999.
6. Gitman, L.J. Principles of Managerial Finance, Harper Collins, New York, 1991.
7. Johnson, R.W., Financial Management, Ally and Bacon, Boston, 1966.
8. Jovanović Đorđe, Finansijsko upravljanje potraživanjima, ulaganjima, gotovinom i obavezama preduzeća, Svet finansija, 1997.
9. Krasulja Dragan i dr. Milorad Ivanišević, Poslovne finansije, Ekonomski fakultet u Beogradu, 2001.
10. Kaen, F.R. Corporate Financial, Blackwell, Cambridge, 1995.
11. Karen Berman i Džo Najt, Finansijska inteligencija Asee, Novi Sad 2009.
12. Milisaljević Momčilo, Branko Maričić, Mirjana Gligorijević: Osnovi marketinga, Čugura Print - Beograd, 2009. god.
13. Martić S., Principi i metodi istraživanja finansijske strukture u cilju optimalne kratkoročne finansijske politike preduzeća, doktorska disertacija, Beograd, 1973.
14. Ranković Jovan, Upravljanje finansijama preduzeća, Ekonomski fakultet Beograd, 1998.
15. Shapiro, A.C., Modern Corporate Finance, Mc Millan Publishing Company, New York, 1991.
16. Schall, L.J. Haley, C.W. Introduction to Finance Management, New York, 1991.
17. Vasiljev Stevan: Marketing principi, Birografika A.D. Subotica, 2006.

18. Vasiljev Stevan, Ljubiša Cvetković, Rade Kancir, Darko Pantelić: Marketing menadžment, Ekonomski fakultet, Subotica, 2007.
19. Weston, F. Managerial Finance, Holt Rinehart and Winston, New York, 1973.
20. Johnson, R.W., Financijal Management, Ally and Bacon, Boston, 1966.
21. Jovanović Đorđe, Finansijsko upravljanje potraživanjima, ulaganjima, gotovinom i obavezama preduzaća, Svet finansija, 1997.
22. Sajt: „Agencija za privredne registre Republike Srbije, Bilans stanja i bilans uspeha, „Hemofarm“ A.D., „Galenika u restrukturiranju“ A.D., „Actavis“ A.D.
23. Veroljub Dugalić, Mirko Štimac, Osnove berzanskog poslovanja, Beograd 2005.
24. Weston, F. Managerial Finance, Holt Rinehart and Winston, New York, 1973.
25. Pharmexpert - Monitoring of hospital drug procurement and retail sales in Serbia 2011.