

**УНИВЕРЗИТЕТ СИНГИДУМУ
ПОСЛОВНИ ФАКУЛТЕТ У БЕОГРАДУ**

ДИПЛОМСКИ РАД

Тема:

**ИНСТРУМЕНТИ АНАЛИЗЕ ФИНАНСИЈСКИХ
ИЗВЕШТАЈА**

Ментор:

Проф.Др.Горанка Кнежевић

Студент:

Иван Голицин 41/2005

Београд, март 2010.

САДРЖАЈ

Увод	4
------------	---

Први део

Увод у анализу финансијских извештаја

1. Појам и значај анализе финансијских извештаја	5
2. Корисници анализе и врсте анализе финансијских извештаја	6
3. Материјалне претпоставке финансијске анализе	8
3.1. Професионална рачуноводствена регулатива као претпоставка материјално исправне садржине финансијских извештаја	9
3.2. Рачуноводствени принципи у функцији материјалне исправности финансијских извештаја	15
4. Информациона асиметрија и утицај на анализу финансијских извештаја..	22

Други део

Инструменти анализе

1. Инструменти анализе финансијских извештаја	25
1.1. Вертикална анализа	26
1.2. Хоризонтална анализа	27
1.3. Анализа помоћу финансијских показатеља – Ratio Analysis	28
1.3.1. Показатељи ликвидности	30
1.3.2. Показатељи активности	33
1.3.3. Показатељи финансијске структуре	41
1.3.4. Показатељи рентабилности	45
1.3.5. Показатељи тржишне вредности	50
1.4. Појам и врсте ризика и дејство леверица	54
1.4.1. Пословни ризик и пословни левериц (Leverage)	55
1.4.2. Финансијски ризик и финансијски левериц	56
1.4.3. Тотални ризик и комбиновани левериц	57
1.5. Извештаји о токовима финансијских средстава	59
1.5.1. Извештаји о токовима укупних пословних средстава	60
1.5.2. Извештаји о токовима новчаних средстава – готовине	63

Трећи део

Практични примери анализе финансијских извештаја

1. Хоризонтална анализа и Вертикална анализа	67
1.3. Анализа помоћу финансијских показатеља – Ratio Analysis	75
1.3.1. Показатељи ликвидности	75
1.3.2. Показатељи пословне активности	76
1.3.3. Показатељи финансијске структуре	81
1.3.4. Показатељи рентабилности	82
1.3.5. Показатељи тржишне вредности компаније	86
1.4. Анализа левериџа (Leverage-a)	87
1.5. Анализа извештаја о новчаним токовима	90
Закључак.....	91
Литература.....	92

УВОД

У савременим условима пословања, у условима деловања тржишта, рачуноводство постаје све значајније. Немогуће је замислити пословање предузећа, управљање пословањем и развојем предузећа, без квалитетних рачуноводствених информација. Уобичајено се истиче како је рачуноводство ”језик пословања” или ”пословни језик”. Према томе, сви они који заузимају значајну улогу у пословном процесу морају разумети тај језик. Често се истиче како сваки пословни човек, између осталог, мора разумети логику рачуноводственог евидентирања пословања и мора знати да чита финансијске извештаје.

Основна оријентација у излагању је разматрање питања појма и значаја анализе, врсте анализе, материјалних претпоставки и инструмената анализе.

У том смислу материја која је обухваћена у овом материјалу подељена је у три дела:

Први део – Увод у анализу финансијских извештаја

Други део – Инструменти анализе

Трећи део – Практични примери анализе финансијских извештаја

УВОД У АНАЛИЗУ ФИНАНСИЈСКИХ ИЗВЕШТАЈА

1. Појам и значај анализе финансијских извештаја

Суштина дефинисања појма анализе финансијских извештаја налази се у схватању да анализа треба да **подвргне посматрању, испитивању, оцени и формулисању дијагнозе оних процеса који су се десили у компанији и који се као такви налазе сажети и опредељени у оквиру финансијских извештаја.** Финансијска анализа представља исцрпно "истраживање, квантифицирање, дескрипцију и оцену финансијског статуса и успешности пословања предузећа."¹

Уобичајено се истиче како постоје три активности које опредељују постанак и развој анализе финансијских извештаја (финансијске анализе). То су финансијско управљање, управљачко рачуноводство и финансијско рачуноводство.² Истиче се да је рачуноводство "језик пословања", а финансијска анализа, која се темељи на рачуноводству и финансијском рачуноводству, омогућава примену тог језика у свим пословним ситуацијама.³ Анализа финансијских извештаја тежи и ка погледу у будућност и наглашавању оних аспеката пословања који су критични за преживљавање, а то су, пре свега, сигурност и успешност (ефикасност) пословања. Посматрано с финансијског аспекта, анализа пословања, за потребе менаџера, мора обухватити анализу финансијских резултата, финансијских услова, финансијске структуре и промена у финансијској структури.⁴ У том се контексту анализа финансијских извештаја може описати као процес примене различитих аналитичких средстава и техника помоћу којих се податци из финансијских извештаја претварају у употребљиве информације релевантне за управљање.

Важност анализе финансијских извештаја разматра се у првом реду с аспекта управљања пословањем и развојем предузећа. Она претходи процесу управљања или, прецизније речено, претходи процесу планирања који чини саставни део управљања. За добро управљање планирање је врло важно или, другачије речено, "планирање је кључ успеха финансијског менаџера".⁵

¹ Стојиљковић, др Милорад, др Јован. *Финансијска анализа*, Економски факултет, Ниш, 2000г, стр.12

² Wilson, R.M.S. – Mc Hugh, G.: *Financial Analysis – A Managerial Introduction*, op.cit.str.20.

³ Wilson, R.M.S. – Mc Hugh, G.: *Financial Analysis – A Managerial Introduction*, op.cit.str.10.

⁴ Robson, A. P.: *Essential Accounting for Managers*, Cassel Publishers Ltd., London, 1988. str.99.

⁵ Weston, J.F., Brigham, E. F.: *Managerial Finance*, fourth edition, Holt, Reinhart and Winston, Inc., London, New York, Sydney, Toronto, 1973. str. 17.

2. Корисници анализе и врсте анализе финансијских извештаја

Инвеститори и кредитори користе рачуноводствене информације у циљу процене квалитета оствареног резултата компаније (добитка или губитка) и будућих новчаних токова који су повезани са њиховим улагањима (камате за имаоце обвезница, камате за зајмодавце – банке и дивиденде, капиталне добитке за акционаре). Држава и њени органи користе рачуноводствене информације у циљу утврђивања мера економске политике, доношења одговарајућих одлука о подстицању одређених делатности и привредних грана и надзирање спровођења мера економске политике. Менаџери свих нивоа одлучивања, као интерни корисници, користе информације анализе финансијских извештаја у циљу планирања, организовања и контроле, што је суштина менаџерских активности.

Циљеви анализе финансијских извештаја могу се поделити на **опште и посебне циљеве**. **Општи циљеви** односе се на сагледавање зарађивачке способности (рентабилности, профитабилности, успешности) компаније и финансијског положаја (статуса) компаније, њених новчаних токова и промена на капиталу и циљу пружања информација корисницима (наручиоцима) анализе.

С обзиром да су корисници финансијске анализе **стејкхолдери**⁶, тако се и **посебни циљеви анализе** финансијских извештаја односе на задовољавање информационих потреба **стејкхолдера**. Када говоримо о **стејкхолдерима**, најзначајнији су инвеститори у акције (equity investors) и кредитори (bond investors, banks), односно они корисници који обезбеђују капитал компанији и као такви омогућавају да компанија буде пословно способна.

Према **Оквиру** Међународних рачуноводствених стандарда/Међународних стандарда финансијског извештавања, основни циљ рачуноводства је да **пружи информације о способности предузећа да ствара новац и еквиваленте новца,⁷ као и информације о процени динамике и извесности стварања новца**.

⁶ Термин **стејкхолдери** (stakeholders) представља сваку организацију или појединца која има интерес у пословању компаније чији су финансијски извештаји предмет анализе. У рачуноводственим стандардима **стејкхолдери** се називају корисницима финансијских извештаја и деле се у две групе – интерни – (менаџери, запослени) и екстерни (инвеститори у акције и обвезнице, велики кредитори, државни органи пословни партнери, синдикати и друге организације).

⁷ IASC, Међународни рачуноводствени стандарди, пар.15, стр.7

Ову способност стварања новца као рачуноводствени циљ, не треба буквално схватити као усмереност активности предузећа на остваривање што већег стања новца на текућем рачуну. Она се дефинише као *способност корисника (стејкхолдера) да из рачуноводствених информација дођу до објективних података о томе да ли ће предузеће исплатити дивиденде (принос за инвеститора), камате (принос за кредиторе), текуће обавезе према добављачима за материјал, опрему, обавезе према фискалним органима (порез), као и да ли на време производи и испоручује своје производе купцима*. Дакле, већ кроз МРС/МСФИ дефинише се општи циљ рачуноводства из којег произлазе и посебни циљеви финансијске анализе за сваког појединачног корисника.

На основу претходно поменутог, произлази да се екстерни и интерни корисници информација налазе у интеракцији. Овде је реч о две врсте интеракција корисника (стејкхолдера):

- a. Интеракција менаџмента компанија и власника (акционара) и
 - b. Интеракција менаџмента компаније и кредитора (банке и други кредитори).
- a) Екстерни корисници који могу извршити директан утицај на менаџмент предузећа су **акционари који поседују обичне, редовне акције**. Редовне акције поседују право гласа путем којег се може остварити утицај на креирање пословне политике, циљеве предузећа, али се остварује и контрола менаџмента, јер њихов опстанак зависи од остварених пословних резултата. Основни циљ акционара је да усмере менаџмент на генерисање позитивних резултата пословања како би се исплатиле дивиденде или кроз повећање цене акција на финансијском тржишту остварили капитални добитци. С обзиром да поменути циљеви акционара зависе од зарађивачке способности предузећа (нето добитка), акционари су заинтересовани да менаџмент усмерава, руководи предузеће у циљу остваривања што већег добитка. Основни метод да се то постигне је да се менаџери кроз **компензације и стимулативно пословно награђивање вежу за постигнуте резултате** (остварени ниво добитка).
 - b) Мада кредитори, по природи, немају управљачка права, те тако не могу остварити утицај на менаџмент компаније, улога кредитора у пословном животу предузећа није лимитирана, као што би се то на први поглед могло тврдити. Кредитори штите своја улагања на начин што у уговорима о кредиту уносе **рестриктивне клаузуле** којима се захтева од менаџмента предузећа да одржава одговарајуће финансијске индикаторе у задатим границама (показатељ односа дуга и сопственог капитала, показатељи опште, текуће ликвидности и др.). кредитори путем рестриктивних клаузула дефинишу границе

расподеле оствареног добитка на који начин се штите и од претерано високог одлива добитка кроз дивиденде акционарима. једна од познатих авио компанија у свету, Delta Airlines, има у постојећим кредитним аранжманима и рестриктивне клаузуле које се односе на забрану узимања опреме у лизинг и забрану додатног кредитног задуживања кроз емисију обвезница или узимање банкарских кредита.⁸

Уобичајена аналитичка средства и поступци који се користе у анализи финансијских извештаја су:

- Компаративни финансијски извештаји који омогућавају уочавање промена током времена (више обрачунских раздобља) и уочавање тенденција промена уз помоћ серије индекса,
- Структурни финансијски извештаји који омогућавају увид у структуру,
- Анализа помоћу показатеља,
- Специјализоване анализе.⁹

3. Материјалне претпоставке финансијске анализе

Материјалне претпоставке анализе односе се на обезбеђење употребљивих података финансијских извештаја. Једино употребљиви финансијски извештаји ослобођени пристрасности могу бити адекватна подлога за финансијску анализу. У супротном, резултати анализе могу бити доведени у питање. Ово поглавље је посвећено разматрању професионалне регулативе која је служила као подлога за припремање и приказивање билансних позиција, као и разматрању варијетета рачуноводствених политика у функцији анализе средстава, извора финансирања, прихода и расхода.

⁸ Pratt, Jamie, op.cit, str.181

⁹ Детаљније о томе, Berstein, L. A., Wild, J.J.: Analysis of Financial Statements, McGraw – Hill, New York, 2000., str. 30 – 52.

3.1. Професионална рачуноводствена регулатива као претпоставка материјално исправне садржине финансијских извештаја

Основни циљ рачуноводства који се дефинише као истинито и фер приказивање финансијског положаја и успешност одређеног пословног субјекта не може се одвијати без правила за припремање, признавање и вредновање у финансијским извештајима. Правила или принципи развијени у рачуноводственој теорији, нису били довољни да обезбеде потпун квалитет рачуноводствених информација и њихову поузданост, већ су се поменути принципи стандардизовали, кодификовали у оквиру писаних правила названих стандарди. **Стандард у друштвеним или егзактним наукама**, у најширем значењу, представљају мерило неке категорије, кроз формулисање онога што се за ту категорију сматра уобичајеним стањем или нормалом. Поред теоријског залеђа стандарда, за њих се везује и практично искуство, тако да су они производ, са једне стране развоја теорије, али са друге стране и развоја практичних потреба оних на које стандард има ефекта. Ако сада ову уопштену дефиницију стандарда конкретизујемо на рачуноводство, тада **стандарди из области рачуноводства** подразумевају ”договорена правила о припремању, признавању, одмеравању и приказивању ставки рачуноводствених извештаја економског ентитета.”¹⁰ Рачуноводствени стандарди се могу поделити на националне и међународне (прихватљиве у међународном окружењу).

Национални стандарди су стандарди једне земље и они су под утицајем социјалних, културних, правних, економских и финансијских система који преовлађују у конкретној националној економији. Последица таквих околности је постојање различитих система рачуноводства који се заснивају на различитим стандардима (на пример, амерички општеприхваћени рачуноводствени принципи, британски рачуноводствени стандарди, аустралијски рачуноводствени стандарди, јапански стандарди рачуноводства и сл.) који су практично онемогућили упоредивост рачуноводствених извештаја предузећа различитих земаља. Међутим, са интернационализацијом трговине и производње, јавили су се **трендови за уједначавањем стандарда** о финансијском рачуноводству на глобалном нивоу. Од процеса уједначавања стандарда највише су профитирале мултинационалне компаније, које су уједно и вршиле највећи притисак да се процес усклађивања стандарда интензивира. Приближавање рачуноводствених стандарда данас се практично одвија кроз приближавање, односно усвајање две врсте стандарда који су **прихватљиви у међународним оквирима**:

¹⁰ Петровић, др Марко. ”Смисао и корист од рачуноводствених стандарда”, *Примена Међународних Рачуноводствених стандарда*, Књига II, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, 2002.

- Међународни рачуноводствени стандарди (MRS) / Међународни стандарди финансијског извештавања (MSFI) и
- Амерички општеприхваћени рачуноводствени стандарди (US GAAP; Generally Accepted Accounting Principles).

MRS су донети од стране Комитета за MRS (International Accounting Standards Committee, IASC) којег је 1973. Године основало 16 професионалних рачуноводствених организација из Аустралије, Канаде, Француске, Немачке, Јапана, Мексика, Холандије, Велике Британије, Ирске и САД – а. Овај Комитет је касније приступио Међународној федерацији рачуновођа (International Federation of Accountants, IFAC) која је основана 1997. године са циљем да окупи све професионалне рачуновође из целог света и да е ускладе напори на доношењу стандарда који би били прихватљиви у ширим међународним размерама. У периоду од 1997 – 2000 г. IASC је започео и довршио процес реорганизације из којег је као резултат настао International Accounting Standards Board (IASB) чији је основни задатак био да настави пут развоја међународно прихватљивих рачуноводствених стандарда, што је као последицу имало доношење неколико стандарда са називом Међународни стандарди финансијског извештавања (International financial reporting standards, IFRS). У периоду после 200. г. донети су следећи IFRS 1,2,3,4,5 и 6. Осим поменутих, IASB је прихватио и остале MRS (укупно 41 стандард) које је већ претходно донео IASC.

За разлику од MRS/MSFI, који су плод усаглашавања различитих земаља, амерички Општеприхваћени рачуноводствени принципи су национални стандарди који су постали и глобално прихватљиви због чињенице да је САД, најјача економска сила у свету, која има најразвијеније финансијско тржиште. У земљама којима је САД највећи спољнотрговински партнер је дозвољено поред националних, паралелно постојање и америчких стандарда. Према тренутним подацима само је неколико земаља прихватило америчке стандарде као основу за своје националне стандарде (Аустралија, Израел, Перу и др.). сматрајући се за земљу са најдужом корпоративном традицијом и развијеном рачуноводственом професијом у САД – у се примењују и искључиво важе, амерички Општеприхваћени принципи билансирања.

Поред поменутих стандарда, Велика Британија одолева постојећим изазовима усклађивања и остаје верна својим изворним стандардима (UK GAAP, Општеприхваћени принципи билансирања у Великој Британији), које доноси Одбор за рачуноводствене стандарде (Accounting Standards Board).

На нивоу Европске уније формирана је Комисија са задатком да испита могућност усаглашавања MRS са националним стандардима земаља чланица ЕУ и донета је одлука о непосредној примени MRS од 1. јануара 2005. године и то за сва предузећа чије се акције котирају на берзама. Овај тренд у Европи следиле су и све земље које чекају на чланство у ЕУ, што је случај и са

транзиционим економијама, којима припада и наша земља. Усвајањем одлуке о непосредној примени MRS 24.12.1998., национална професионална организација – Савез рачуновођа и ревизора СР Југославије је трасирао пут за регулисање послова рачуноводства и усклађивање са међународним трендовима. У Закону о рачуноводству и ревизији, донетом децембра 2002. године, прописано је да се услови и начин вођења пословних књига, састављање, презентација, достављање и обелодањивање финансијских извештаја, као и услови и начин вршења ревизије финансијских извештаја, обављају у складу са професионалном и интерном регулативом.

Из претходно реченог произлази да су MRS/MSFI, глобално посматрано по земљама, у знатно већој мери прихваћени него амерички стандарди. Разлог неприхватању US GAAP – а налази се у чињеници да су **они производ америчке рачуноводствене професије** која искључује представнике осталих националних удружења рачуновођа у процесу њиховог објављивања. За разлику од њих, у циљу заштите различитих националних интереса и ставова у Одбору за MRS (International Accounting Standard Board – IASB) успостављена је општа географска заступљеност различитих региона (Северна Америка, Европа, азијско пацифички регион и остали региони) у процесу доношења и усаглашавања MRS. На овај начин се обезбеђује **транспарентност процеса доношења MRS**, а тиме и већа подршка земаља овом процесу и примени MRS/MSFI. У Одбору за MRS пресудан утицај имају представници САД – а, односно северно – америчког региона, тако да су MRS под значајним англосаксонским утицајем.

Наша земља следила је светски процес усаглашавања са MRS/MSFI са циљем да успостави такав привредно системски амбијент који би кореспондирао условима у развијеним тржишним привредама. Када говоримо о професионалној регулативи у нашој земљи, најчешће мислимо на Међународне рачуноводствене стандарде/Међународне стандарде финансијског извештавања, мада је професионална регулатива широк појам, јер поред MRS/MSFI обухвата још неколико елемената:

- Кодекс етике за професионалне рачуновође,
- Међународни рачуноводствени стандарди (MRS)/Међународни стандарди финансијског извештавања (MSFI),
- Међународни стандарди ревизије (MSR),
- Национални стандард везан за стицање професионалних звања рачуновође и ревизора и
- Национални стандард за рачуноводствени софтвер.

Кодекс етике за професионалне рачуновође (Code of Ethics for Professional Accountants) садржи основне принципе које професионалне рачуновође морају да уважавају приликом пружања рачуноводствених услуга. У кодексу етике обрађени су следећи принципи:

- Интегритет – захтев да професионални рачуновођа буде искрен, честити и поштен при пружању услуга,
- Објективност – захтев да професионални рачуновођа буде ослобођен пристрасности приликом пружања рачуноводствених услуга,
- Стручна оспособљеност – захтев да рачуновођа располаже стручним знањима из области којом се бави и да примени експертска знања у конкретним ситуацијама,
- Поверљивост – пружање рачуноводствених услуга подразумева проницање у суштину пословања конкретног предузећа, а то значи и коришћење информација које се третирају као пословна тајна, те се поштовање и поверљивост сматрају као део професионалног етичког понашања,
- Професионално понашање – захтев да се услуге пружају на начин који одражава уобичајену и прихваћену пословну праксу у циљу добре репутације професије и
- Технички стандарди – професионалне услуге у домену рачуноводства и ревизије треба да буду у складу са релевантним техничким стандардима које објављује Међународна федерација рачуновођа (International Federation of Accountants – IFAC), Одбор за MRS (International Accounting Standards Board – IASB) и друге међународне организације.

Међународни рачуноводствени стандарди (MRS) / Међународни стандарди финансијског извештавања (MSFI), о којима смо већ говорили у уводу, имају за циљ унапређење професионалне рачуноводствене праксе и подизање нивоа квалитета рачуноводственог извештавања. MRS/MSFI се дефинишу као ”договорена правила о припремању, признавању, вредновању и приказивању ставки рачуноводствених извештаја економског ентитета.”¹¹ За тридесет година свог постојања Комитет за MRS (IASC) је донео 41 стандард. Основни циљ је био да координира активности на усаглашавању и смањивању разлика у системима рачуноводственог извештавања у међународном окружењу. Поред доношења, али и ревизије постојећих стандарда, Комитет је радио и на питањима њихове ефикасне примене у пракси како би се обезбедиле квалитетне финансијске информације, које ће помоћи инвеститорима на светским финансијским тржиштима и осталим корисницима приликом доношења одлука. Највећи део активности односи се на успостављање конвергенције националних стандарда различитих земаља и Међународних рачуноводствених стандарда. Квалитет MRS и њихова прихватљивост у великом броју земаља огледа се управо у чињеници да се настоје ускладити и заштитити интереси националних рачуноводствених организација, да се оствари комуникација са њима, да се уважавају њихова мишљења. Комитет за MRS је био усмерен на стварање кохезије, тј. да све професионалне организације и њихови представници раде на истом циљу – *висок квалитет и међународна упоредивост рачуноводствених извештаја*. Још један од значајних корака била је и

¹¹Петровић, Марко. ”Смисао и корист од рачуноводствених стандарда”, *Примена Међународних рачуноводствених стандарда*, књига II, SRRS, Београд, 20002, стр.9.

реорганизација Комитета за MRS који је прерастао у Одбор за Међународне рачуноводствене стандарде (International Accounting Standards Board, IASB).

Одбор је после 2000. г. као резултат свог рада донео неколико Међународних стандарда финансијског извештавања – MSFI (MSFI Оквир за припремање и презентацију финансијских извештаја, MSFI 1 – Прва примена MSFI, MSFI 2 Трансакције плаћања емисијом сопствених акција, MSFI 3 Пословне комбинације, MSFI 4 Уговори о осигурању и MSFI 5 Нетекућа актива која се држи ради продаје и дисконтинуитет у пословању).¹²

Процес доношења рачуноводствених стандарда је отворен процес који се састоји од неколико корака: а) у првој фази Одбор оснива Саветодавни комитет (Advisory Committee), који решава спорна питања при изради стандарда, б) објављује одређени документ за јавну расправу (Discussion document), в) доноси Нацрт стандарда (Exposure Draft), г) спроводи тест употребљивости стандарда (field test), у развијеним земљама и осталим мање развијеним земљама како би се испитале практичне могућности тог стандарда и д) доноси коначну верзију стандарда која се након усвајања шаље свим члановима Одбора за MRS на превођење и објављивање.

Међународни стандарди ревизије (MSR) усвојени су 1996. године и имају за циљ стварање основа за обављање обавезне ревизије рачуноводствених годишњих извештаја за велика и средња предузећа, као и за емитенте који продају дугорочне хартије од вредности путем јавне понуде. Непотојање националних стандарда ревизије у међународним размерама, као и непостојање различитости у оквиру ревизорских активности, довела је до тога да су се MSR много брже прихватили у многим земљама, укључујући и нашу од 1997. године.

НАЦИОНАЛНИ СТАНДАРД ВЕЗАН ЗА СТИЦАЊЕ ПРОФЕСИОНАЛНИХ ЗВАЊА РАЧУНОВОЋА И РЕВИЗОРА У НАШОЈ ЗЕМЉИ (ЈРС 31 – ПРОФЕСИОНАЛНО ОСПОСОБЉАВАЊЕ РАЧУНОВОЋА / РАЧУНОВОДСТВЕНИ ОБРАЗОВНИ СТАНДАРД РОС 31).

РОС 31 усвојила је Скупштина Савеза рачуновођа и ревизора Србије на својој седници одржаној 25.06.2003. и који се примењује од 1.1.2004. године. Стандард је настао на бази концепта образовања професионалних рачуновођа који је дефинисала Међународна федерација рачуновођа (International Federation of Accountants, IFAC) у својим Међународним образовним стандардима и стандардима контроле квалитета. Овај стандард представља ревидирани ЈРС 31 – Стручна оспособљеност за самостално вођење рачуноводства који је био донет, давне 1993. године. У тај стандард су инкорпориране смернице IFAC – а и усавршени су одређени чланови и унапређен његов текст. Стандард предвиђа три професионална звања: а) рачуновођа, б) овлашћени рачуновођа и в) овлашћени јавни рачуновођа. Новина овог стандарда је и чињеница што прописује захтеве које кандидати морају испуњавати, као и начин полагања професионалног испита (број и садржину предмета за свако професионално

¹² Више о MSFI видети на web страници: www.iasb.org/

звање). Професионалне исправе које прате стицање професионалних звања називају се сертификати. Сваки кандидат потписује свечану изјаву и добија лиценцу за обављање професионалне праксе. Лиценца се оверава сваке године, пошто професионалне рачуновође имају обавезу континуираног усавршавања.

Национални стандард за рачуноводствени софтвер, назван **JPC 33 – Рачуноводствени софтвер**, садржи информације о пројектовању рачуноводственог софтвера за потребе рачуноводственог информационог система. Овај стандард је увео дисциплину и код корисника и код произвођача софтвера.

Користи од примене међународне професионалне регулативе у нашој земљи налазе се у упоредивости домаћих рачуноводствених извештаја са онима који се састављају у осталим земљама европског региона и шире. Доследна примена стандарда ће се одразити и на заштиту инвеститора на националном тржишту капитала, јер ће они бити у могућности да примају најквалитетније рачуноводствене информације које су упоредиве са информацијама предузећа исте делатности из различитих земаља. Кроз смањење трошкова превођења рачуноводствених информација смањиће се и цена капитала, јер ће информације бити приступачније за потенцијалне инвеститоре. Примена MRS/MSFI обезбедиће продор домаћих компанија на инострана тржишта капитала која захтевају да њихови емитенти примењују ову рачуноводствену основу. На овај начин се и домаћа предузећа штите од додатних трошкова превођења рачуноводствених информација јер се информације о финансијском положају и успешности сматрају истинитим и поштеним, ако су припремљене у складу са захтевима MRS. Примена MRS смањиће тзв. системски ризик улагања у нашу земљу и створиће услове за привлачење иностраног капитала. Примена професионалне регулативе имаће и бројне позитивне доприносе на саму рачуноводствену професију у нашој земљи. Пре свега доћи ће до усавршавања рачуноводствене праксе и њеног приближавања земљама са развијеним финансијским тржиштима, унапредиће се култура финансијског извештавања у нашој земљи и створити услови за признавање националне рачуноводствене професије у међународним размерама.

3.2. РАЧУНОВОДСТВЕНИ ПРИНЦИПИ У ФУНКЦИЈИ МАТЕРИЈАЛНЕ ИСПРАВНОСТИ ФИНАНСИЈСКИХ ИЗВЕШТАЈА

Савремена рачуноводствена теорија блиска идејама англосаксонског рачуноводства, рачуноводствене принципе билансирања дели на:

- а) Основне принципе финансијског рачуноводства, који се још називају претпоставкама и обезбеђују основне услове за рачуноводствено вредновање,*
- б) Принципе којима се регулише вредновање билансних позиција и*
- с) Принципе који се понашају као одступања или ограничења претходних принципа.*

Англосаксонско рачуноводство принципе билансирања изводи из чињенице да *је вредновање билансних позиција основни циљ рачуноводства*. Овај циљ настао је као резултат усложњавања пословних трансакција и настанка све комплекснијих билансних позиција, чији се процес вредновања разликује или одступа од традиционалних рачуноводствених принципа (процес вредновања сложених мерцера и аквизиција, рачуноводство финансијских инструмената, рачуноводство пензионих издатака и сл.).

Претпоставке финансијског рачуноводства се базирају на следећим принципима:

- 1. Принцип рачуноводствене јединице,
- 2. Принцип новчаног мерила и
- 3. Принцип континуитета предузећа (going concern).

Пет је основних принципа којима се регулишу рачуноводствена *вредновања (мерења)* и то су следећи:

- 1) "Matching" принцип,
- 2) Принцип реализације,
- 3) Принцип историјског трошка,
- 4) Принцип објективности података и
- 5) Принцип конзистентности.

Принципи који се сматрају *ограничењима у процесу вредновања*:

- 1. Материјалност и
- 2. Конзерватизам (рачуноводствена опрезност).

Укратко ћемо објаснити суштину принципа вредновања који су у непосредној функцији финансијске анализе.

”Matching” принцип

Принцип узрочности прихода и расхода или ”matching” принцип, како се у пракси често назива, кључни је принцип којим се регулише **вредновање билансних позиција**. **”Matching”представља захтев за додељивањем расхода обрачунском периоду када су настали њима проузроковани приходи**. То значи да се утрошена средства у обрачунском периоду морају довести у везу или супротставити користима које су произашле из тих трошења. Овај принцип подразумева да се свако трошење (трошкови зарада, трошкови материјала итд.) чини са намером да се остваре користи, односно у рачуноводственом смислу, приходи. Међутим, користи могу притицати у различитим обрачунским периодима, па се захтеви ” matching - а” на различите начине извршавају.

Ако приходи настају у истом обрачунском периоду када и трошкови који су били нужни да би се приход остварио, тада се ти **трошкови одмах признају као расходи** у билансу успеха.

Ако ће користи (приходи) од неких трошкова бити остварени у више будућих обрачунских периода, тада **трошкове треба приказати као средства у билансу стања** (на пример, опрема, материјал и сл.) у будућим периодима, како се остварују користи или приходи, тако се део средстава активираних у билансу стања исказује као трошак, тј. прелази у биланс успеха. То значи да су трошкови супротстављени приходима истог периода, односно извршен је matching. Овај процес има за последицу **периодичан обрачун резултата предузећа**. Без примене принципа matching – а не би било могуће обрачунати резултат у рачуноводству. Наиме, овај принцип омогућава да се оствари претпоставка о обрачунском периоду и да се ефекти незавршених пословних трансакција (цена коштања готових производа који су на залихама и сл.) могу помоћу овог принципа алоцирати на оне периоде када су настали њима проузроковани приходи.

Принцип реализације

Принцип реализације је логичан наставак објашњења ”matching” принципа. Наиме, из овог принципа видљиво је да је кључна претпоставка matchinga, да се утврди у којем обрачунском периоду ће притицати корист, односно **када се приход сматра оствареним (реализованим)**. Тек пошто се утврди моменат остваривања или реализације прихода, могуће је спровести захтеве matchinga, односно тек тада се приходима у билансу успеха супротстављају одговарајући трошкови. Принцип реализације представља базу за решавање **проблема обрачуна и исказивања резултата предузећа (добитка или губитка)**. Из

овога мпожемо закључити да принцип *matchinga* и принцип реализације, представљају услове за признавање прихода и расхода, односно за исказивање њихове разлике (резултата – добитка или губитка).

Укупан временски период од почетка набавке фактора производње до продаје произведених производа и пријема новца назива се процес реализације, док се сам тренутак размене производа и услуга за одређену суму новца или потраживање назива **тренутком реализације**.

Процес продаје производа купцима састоји се од два дела: а) излаз произведених готових производа из предузећа (смањање готових производа и повећање расхода) и б) настанак права на противчинидбу тј.наплату готовине (повећање потраживања или готовине, настанак прихода). Дакле, јасно је да у процесу реализације настају приходи и расходи, односно настаје једна разлика која се може назвати добитком или губитком. Због тога се цео овај процес назива још и **процес зарађивања** (earning process).¹³

У овом процесу битно је утврдити временски моменат када се признаје приход. Сходно принципу реализације **приход треба признати** онда када се могу задовољити следећа **четири критеријума**:¹⁴

- a. Предузеће је пренело на купца све значајне ризике везане за производ,
- b. Износ прихода се може објективно мерити,
- c. Значајни трошкови повезани са приходима су остварени и могу се исправно измерити и
- d. Притицање економских користи (наплата потраживања) повезано са оствареним приходима се може разумно предвидети.

Постоји неколико метода за вредновање прихода о којима ће бити више речи у каснијим поглављима, али ми ћемо овде споменути онај метод који се најчешће примењује у пракси. То је метод признавања прихода на бази **фактурисане реализације**. Наиме, моменат када је производ завршен, испоручен и прихваћен од купца (испостављена је излазна фактура купцу) тада се **приход сматра зарађеним (реализованим)**. Дакле, уопштено говорећи, приход у рачуноводству сматрамо признатим онда када је он тржишно верификован кроз трансакцију испоруке производа и његовог прихватања од стране познатог купца. У том моменту, стекли су се услови за признавање прихода, будући да су сва четири критеријума задовољена. Наравно, у прекси постоје и изузеци од овог правила (моменат признавања прихода у фази производње производа и моменат признавања прихода у фази наплате продатих учинака).

¹³ Pratt, Jamie., op.cit, str.85.

¹⁴ IASC, **MRS 18 Prihodi**, par.14.

Принцип историјских трошкова

Принцип историјских трошкова представља захтев да се средства предузећа исказују и воде у висини **новчаног улагања учињеног у моменту њихове набавке или стицања на други начин**. У складу са овим произлази да сва имовина која се набавља на тржишту, као што су материјал, роба, некретнине, постројења и опрема вреднује се у висини историјских трошкова, дакле оних трошкова (улагања) који су учињени у моменту набавке ових средстава. С обзиром на чињеницу да се термин трошкови користи да би се дефинисала једна од компоненти пословних расхода у билансу успеха, ради разликовања, новчано улагање у имовину називаћемо **набавна вредност имовине**. Разлог лежи у принципу *matchinga* који претпоставља

да се у пракси могу јавити две врсте трошкова. Трошкови који су настали у вези са текућим приходом и који улазе директно у биланс успеха текућег периода, до оних трошкова (улагања) који ће допринети приходима у будућем периоду па их треба активирати. Ове последње трошкове називамо набавна вредност и они се исказују на позицијама активе биланса стања. Ова средства у активи чекају моменат када ће се потрошити у процесу производње и када њихове набавне вредности у целини или делимично исказујемо као трошкове у билансу успеха. Поред имовине која је предмет набавки на екстерном тржишту, захтев принципа историјских трошкова односи се и на **произведене учинке**. Имовина која је резултат производње – недовршена производња и готови производи, вреднује се у висини улагања (трошкова) неопходних за производњу. Укупност свих трошкова производње по јединици производа назива се **цена коштања**. Готови производи остају вредновани по цени коштања до момента њихове продаје. У моменту продаје треба смањити залихе готових производа по цени коштања и евидентирати расходе настале продајом готових производа.

Принцип објективности података у рачуноводству

Финансијско рачуноводство има за циљ да проследи корисницима информације о финансијском положају и успешности предузећа. У испуњењу овог циља, рачуноводствени извештаји посредством којих се информације приказују корисницима, морају садржавати информације о вредностима имовине, обавеза, капитала, прихода и расхода.

Принцип објективности представља захтев да се у процесу рачуноводствених вредновања (мерења) користе такве информације које ће бити потврдиве и поуздане. То значи да се вредновања имовине, обавеза, капитала, прихода и расхода морају заснивати на објективно утврдивим чињеницама које су **поткрепљене документима**. Поред тога, принцип

објективности захтева да информације које се односе на финансијске извештаје буду **поуздане**. Примена набавних вредности и цене коштања представља испуњеност принципа објективности. Аргумент у корист набавних вредности и цене коштања код вредновања средстава предузећа, а не неке друге мерне основице (трошкови замене, садашње вредности, текуће тржишне цене и сл.), рачуноводствена теорија налази у чињеници њихове објективности. Наиме, ове вредности су **објективне, документоване и поуздане** чињенице чијим коришћењем је избегнута могућност арбитарности код процене вредности имовинских делова.

Принцип конзистентности

Рачуноводствена пракса развила је више алтернативних метода за вредновање истих билансних позиција – активе, пасиве, прихода и расхода. Овакав варијетет метода постоји због два разлога: а) нити један метод није довољно уопштен да би се могао применити у свим предузећима, због разлике у природи делатности и б) рачуноводствена пракса, поготово онај део који је као најбоља пракса кодификован у оквиру рачуноводствених стандарда, настаје као део политичког процеса (лобирања) у којима заинтересоване стране (предузећа) које се суочавају са различитим ситуацијама настоје да наметну своју методу билансирања као опште прихватљиву за сва предузећа.

Принцип конзистентности постоји као захтев да се у варијетету метода билансирања које постоји у пракси или које су стандардизоване, изабере једна метода и да се та метода конзистентно (стално) примењује из једног обрачунског периода до другог. Основно оправдање за постојање овог принципа је у томе што инвеститори, кредитори и остали корисници могу да упоређују финансијске перформансе истих предузећа током различитих периода, једино када су они конзистентно примењивали одабрану методу. Упоредивост финансијских извештаја је критичан фактор за ефикасну финансијску анализу трендова у пословању предузећа и његових последица овог принципа се огледа у чињеници да ако предузеће не мења једном одабрану методу дужи временски период, аутсајдери могу лакше, кроз финансијску анализу да утврде у којем правцу се кретао развој финансијског положаја и успешности предузећа. Иако је конзистентност потребан и нужан захтев, то не значи да мрнцамент предузећа никада неће променити методу вредновања. У условима турбулентног пословног окружења јавља се потреба да се методе билансирања промене како би нова метода што боље приказала вредност имовине у складу са истинитим и поштеним извештавањем (true and fair view). Наравно, промене метода билансирања морају бити унете у напомене. Поред тога, захтева се да се у наоименама исказе (квантификује) начин на који је промена методе утицала на резултат и друге компоненте финансијских

извештаја.¹⁵ Променом метода може се утицати на побољшање финансијског положаја или успешности, тако да лиценцу о прихватљивости извршене промене мора дати независни ревизор.

Конзервативизам (опрезност)

Принцип опрезности, како се веома често назива у немачкој рачуноводственој литератури, представља одступање од постојећих правила процењивања рачуноводствених извештаја. Као и материјалност, конзервативизам је последица захтева рачуноводствених практичара да се однос трошкови/користи рачуноводственог извештавања сведе на прихватљиву меру. Овај принцип представља захтев да менаџмент компаније, када има ”разумну сумњу везану за вредновање неке ставке, боље је да потцени активу и прецени пасиву, убрза признавање губитака и да одложи признавање добитака”. Овај принцип не подразумева намерно потцењивање биланса, већ тај захтев ограничава само на оне

ситуације када се јави разумна сумња у рачуноводственим мерењима. У основи овог принципа *лежи заштита поверилаца*. Опрезно или конзервативно мерење билансних позиција не доводи до прецењене гарантне супстанце (сопствени капитал), тако да се повериоци не доводе у заблуду. Поменуто потцењивање активе и прецењивање пасиве води опрезном обрачуна сопственог капитала који је ваљана подлога за процену сигурности враћања кредита, отплате обавеза за обвезнице и др. што је кључни интерес поверилаца (банака, ималаца обвезница). Принцип конзервативизма у начелу се подудара са захтевима принципа реализације, импаритета, највише и најниже вредности.¹⁶

Принцип реализације одређује моменат признавања прихода и о њему смо већ расправљали. Према овом принципу приход се признаје само онда када је тржишно верификован кроз продају и испоруку (фактурисање) готових производа или извршене услуге купцима. Овај принцип у начелу не дозвољава исказивање нереализованих прихода, дакле оних који нису тржишно потврђени. Он се допуњава принципом импаритета. *Принцип импаритета* омогућава исказивање губитака када су они извесни, а истовремено забрањује исказивање добитака који нису зарађени (реализовани). *Принцип најниже вредности* за позиције активе проистиче из принципа импаритета. Задатак овог принципа је да утврди горњу границу билансирања средстава (активе). Горња граница је набавна вредност или цена коштања (захтев историјског трошка), осим ако имовина нема нижу тржишну вредност од поменуте. У том случају се примењује принцип ”нижа од две вредности” (lower of cost-or-market rule, LCM)

¹⁵ General Motors је променио методу билансирања залиха. Ова промена је наглашена у напоменама и ревизорском извештају. Промена у методи је довела до пораста нето добитка за 224 милиона долара и тај износ је приказан као посебан сегмент биланса успеха ове компаније. Преузето из, Pratt, Jamie, op. Cit., str.86.

¹⁶ Према Ранковић, др Јован. *Теорија биланса*, Економски факултет, Београд, 2003., стр.175.

као основа билансирања. **Принцип највише вредности** односи се на билансирање позиција пасиве. У том смислу одређује се највиша вредност по којој се обавезе могу унети у биланс стања. Та вредност произлази из упоређивања првобитне уговорене обавезе и њене вредности на дан биланса. ”Виша од ове две вредности” представља границу за процењивање обавеза.

У суштини принципа рачуноводственог конзервативизма налази се потреба да се не пружи претерано оптимистичка слика која корисника извештаја може навести на погрешне процене, а тиме и на погрешне пословне одлуке. Начелно говорећи, увек када **постоји одсуство прецизних рачунских подлога у вредновању имовине и обавеза**, интереси заштите поверилаца налажу примену принципа конзервативизма.

4. Информациона асиметрија и утицај на анализу финансијских извештаја

Традиционалне рачуноводствене информације садржане у основним извештајима нису једини информациони извор за финансијске аналитичаре. У пракси, финансијски извештаји су само један, почетни извор информација и често ове информације конкуришу у анализи заједно са осталим изворима информација. Традиционалним рачуноводственим информацијама замера се да су историјског карактера, да не приказују сва средства неке компаније (интелектуални капитал), да се средства вреднују по историјским трошковима, а не по фер вредности и слично. Овакве замерке упућене традиционалном рачуноводственом систему извештавања дале су аналитичарима основ за коришћење неких других извора информација – гранске публокације, анализе државних органа, анализе у финансијској штампи, анализе брокерских кућа и слично.

У контексту финансијских тржишта, купци акција и обвезница и даваоци кредита заинтересовани су за сигурност својих улагања у конкретну компанију, као и за способност предузећа да редовно сервисира своје обавезе према њима (исплата главнице кредита и камате, исплата дивиденди, пораст цена акција). С обзиром да су купци акција и обвезница (инвеститори) изван предузећа, они знају мање о купљеној акцији и обвезници неког предузећа од самог емитента те акције или обвезнице.

ОВА НЕЈЕДНАКОСТ У КОЛИЧИНИ И КВАЛИТЕТУ ИНФОРМАЦИЈА КОЈЕ ПОСЕДУЈУ РАЗЛИЧИТИ КОРИСНИЦИ (ИНВЕСТИТОРИ У

АКЦИЈЕ И ОБВЕЗНИЦЕ, ДАВАОЦИ КРЕДИТА VS. ПРЕДУЗЕЋА ЕМИТЕНТИ) НАЗИВА СЕ ИНФОРМАЦИОНА АСИМЕТРИЈА.

Из информационе асиметрије произлазе два проблема:

- а) Негативна селекција и
- б) Морални хазард (злоупотреба).

Негативна селекција настаје када инвеститори немају довољан обим и квалитет информација па доносе пословне одлуке (улажу у акције и обвезнице) погрешних фирми. Негативна селекција постоји пре него што се донесе одлука о инвестирању.

Морални хазард (злоупотреба) настаје када се већ новац уложи у конкретне акције и обвезнице компаније. Тада су инвеститори суочени са проблемом да менаџери компаније неће радити у њиховом најбољем интересу, већ да ће руковођени себичним циљевима радити у сопственом интересу. Овде је реч о ризику да ће емитент (менаџмент компаније) предузети активности које су у супротности са циљевима инвеститора и кредитора, односно то су такве активности које ће угрозити предузеће да врати новац инвеститорима у акције (кроз дивиденде и пораст тржишне цене акција) и кредиторима (кроз камате и главницу кредита или главницу дуга на који гласи обвезница).

Због ових разлика, посебни циљеви финансијске анализе, о којима смо већ претходно нешто више говорили, односе се на чињеницу да инвеститори у акције и обвезнице, као и велики кредитори витално су **заинтересовани за одређен степен контроле над активностима менаџмента**. Ову контролу могу да обаве преко званичних финансијских извештаја, али и преко свих других извора информација о тој фирми које су им доступне.

Информациона асиметрија се може смањити на различите начине:

- a. Постојање финансијских институција (мрежа дилерско брокерских кућа, велике финансијске куће које обављају финансијску анализу и пружају адекватне информације и некој компанији),
- b. Постојање Комисије за хартије од вредности и адекватног сета системских закона (закони небеског плаветнила којима се регулише сигурност пословања на финансијским тржиштима),
- c. Постојање тржишта корпоративне контроле (Serbanes – Oxley Act из 2002.г. донет после пропасти америчког гиганта Енрона),
- d. У САД – у је донет пропис под називом Full Disclosure (2001.г.) који захтева да менаџери компанија морају да све информације које објављују достављају свим заинтересованим корисницима,

- e. Уношење рестриктивних клаузула у кредитне аранжмане и
- f. Доношење рачуноводствених стандарда којима ће се обезбедити транспарентност и објективност информација које су доступне инвеститорима и кредиторима.

Улога државних агенција и органа у смањењу информационе асиметрије је у томе да се кроз контролу инсајдерских информација одржи поверење у финансијски систем. Задатак државе је да омогући равноправну доступност свих битних информација учесницима на финансијским тржиштима. Ризик негативне селекције и ризик злоупотребе се смањује публоковањем информација у проспекту, финансијским извештајима и ревизорском извештају. Публиковање изјава корпоративних званичника (press release), информације које даје сама корпорација преко представника за штампу су додатно обезбеђење за потпуне и транспарентне информације. Финансијски аналитичари користе и све друге информације да би се обезбедили од моралног хазарда или злоупотребе (финансијске анализе, новински извештаји, репортаже, глобална и национална макроекономска и политичка збивања).

ИНСТРУМЕНТИ АНАЛИЗЕ

1. Инструменти анализе финансијских извештаја

У процесу анализе финансијских извештаја могуће је користити се читавим низом различитих поступака, који су, пре свега утемељени у рашчлањавању и упоређивању. Компаративни финансијски извештаји, који служе као подлога за спровођење хоризонталне анализе, могу се разматрати у контексту упоређивања. Хоризонталном анализом настоје се уочити тенденција и динамика промена појединих позиција темељних финансијских извештаја. На темељу уочавања тих промена просуђује се каква је успешност и сигурност пословања посматраног предузећа. Супротно томе, структурни финансијски извештаји који служе као подлога за спровођење вертикалне анализе могу се разматрати у контексту рашчлањивања. Вертикална анализа омогућава увид у структуру финансијских извештаја. Проблематика анализе финансијских извештаја, сасвим сигурно, не исцрпљује се поступком хоризонталне и вертикалне анализе. У том су контексту најзначајнији показатељи анализе финансијских извештаја, па се обично говори о појединачним показатељима, скупинама показатеља, системима показатеља и збирним и синтетичким показатељима.

У анализи финансијских извештаја користе се следећи инструменти:

- Вертикална анализа,
- Хоризонтална анализа,
- Анализа основних финансијских индикатора (показатеља),
- Анализа помоћу нето обртног фонда
- Анализа leverage-a.

1.1 Вертикална анализа

Под вертикалном анализом подразумева се најчешће упоређивање финансијских података (позиција финансијских извештаја) у једној години.¹⁷ За то су потребне подлоге које омогућавају увид у структуру биланса и извештаја о добити. Уобичајено се код биланса актива и пасива изједначавају са 100%, што значи да се поједине позиције биланса израчунавају као проценат од укупне активе или пасиве. Код извештаја о добити уобичајено се приходи од продаје изједначавају са 100%, што значи да се поједине позиције извештаја о добити израчунавају као проценат од прихода од продаје. Због тога, потребно је напоменути да су структурни финансијски извештаји врло корисни код упоређивања са другим предузећима. Осим тога, структурни финансијски извештаји корисни су и код упоређивања података једног предузећа када је у привреди присутна инфлација.

У контексту вертикалне финансијске анализе важно је напоменути да су структурни финансијски извештаји, који се темеље на билансу, у основи, усмерени на два важна аспекта:

1. Разматрање извора имовине предузећа који могу бити краткорочне обавезе, дугорочне обавезе и властити извори (власничка главница) и
2. Разматрање структуре имовине која се пре свега односи на однос краткотрајне и дуготрајне имовине, који је пре свега одређен активношћу којом се предузеће бави¹⁸.

Када говоримо о вертикалној анализи, битно је истаћи **златно билансно правило финансирања**. Билансно правило финансирања у ужем смислу, захтева да стална средства буду у целини финансирана из дугорочних извора финансирања (сопствени капитал + дугорочни позајмљени капитал), док се обртна имовина мора финансирати из краткорочног капитала. Смисао овог правила налази се у фокусирању сигурности поверилаца (заштита од ризика). Билансно правило у ширем смислу захтева да и део залиха буде финансиран из дугорочних извора финансирања.

¹⁷ Smith, J. L., R. M., Stephens, W.L.: Financial Accounting, op.cit, str.656.

¹⁸ Engler,C., Managerial Accounting,op.cit.,str.865

1.2. Хоризонтална анализа

Анализа финансијских извештаја која омогућава упоређивање података кроз дужи временски период да би се откриле тенденције и динамика промена појединих билансних позиција (финансијских података), уобичајено се назива **хоризонталном анализом**.¹⁹ Уобичајена аналитичка средства и поступци који се користе у хоризонталној финансијској анализи су компаративни финансијски извештаји и сагледавање тенденција промена помоћу серије базних индекса.

Хоризонтална анализа представља поређење билансних позиција у билансу стања текуће и претходне године, као и позиција билансу успеха текуће и претходне године. Реч је, практично, о **компаративној (упоредној) анализи** промена између текуће и претходне године.

Први корак у овој анализи је да се израчуна разлика између текуће и претходне године, на следећи начин:

Разлика (у апсолутном износу) = Текућа година – Претходна година

Други корак ове анализе је изражавање те разлике у % на следећи начин:

(Разлика / Претходна година) x 100

За потпуније сагледавање пословања предузећа потребно је саставити подлогу за анализу која омогућава сагледавање пословања предузећа кроз дужи временски период (минимално 5 година) да би се могла уочити тенденција промена, тј. динамика у промени појединих позиција.

¹⁹ Smith, J.L., Keith, R.M., Stephens, W.L.: Financial Accounting, op.cit., str.653.

1.3.Анализа помоћу финансијских показатеља – Ratio Analysis

Финансијска анализа представља, у основи, рацио анализу. Однос једне билансне позиције према другој, изражен у простој математској формули, назива се рацио. Значај супституције апсолутних вредности рацио бројевима проистиче из потребе да се утврде и измере оне узрочне везе између билансних позиција које осветљавају неки од финансијски релевантних аспеката пословне активности предузећа.

По себи је разумљиво, свакако, да условљености између билансних позиција које се изражавају рацио бројевима, или на други начин, треба да буду стално провераване помоћу унапред постављених норми или стандарда да би се могло рећи да ли, и у којој мери, одражавају повољнљ стања и тенденције. Када се ради о аналитичкој интерпретацији рацио бројева конкретног предузећа, аналитичару обично стоје на располагању један или више од следећих стандарда, које може користити алтернативно или комплементарно:

- 1) Ментални стандарди самог аналитичара који одражавају његово сазнање о томе шта се може сматрати задовољавајућим или нормалним, до чега се долази личним искуством и опсвацијом;
- 2) Рацио бројеви и проценти који се заснивају на регистрованој финансијској и пословној прошлости сваког индивидуалног предузећа;
- 3) Рацио бројеви и проценти изабраних предузећа, посебно оних која се сматрају најпрогресивнијим и најуспешнијим у датој грани;
- 4) Рацио бројеви и проценти који су утврђени на бази информација из текућег оперативно – финансијског плана предузећа. Ови рацио бројеви одражавају протекло искуство конкретног предузећа које је кориговано за очекиване промене у наступајућем планском периоду. Као такви, они одражавају жељене циљеве које је тек потребно остварити;
- 5) Рацио бројеви и проценти привредне гране којој припада конкретно предузеће.

Мада у општем контексту финансијске анализе, сваки од поменутих стандарда има своју аналитичку вредност, сматра се, ипак, да грански стандарди, који одражавају просечне финансијски – пословне услове одређене гране, представљају неопходне критеријуме за релевантну оцену успешности финансијске и пословне активности припадајућих предузећа. Јер, у одсуству веродостојних информација, које показују шта је финансијски и пословно репрезентативно или просечно за целу грану, тешко је донети компетентан суд о томе шта је, у том смислу, нормално или ненормално у било ком конкретном предузећу.

Добро управљање подразумева да су у пословању задовољена два критеријума и то критеријум сигурности (ликвидност, финансијска стабилност и задуженост), и критеријум успешности, тј. ефикасности (профитабилност, тј. рентабилност). у том контексту показатељи ликвидности и задужености могу се сматрати показатељима сигурности пословања, тј. показатељима који описују финансијски положај предузећа. Показатељи економичности, профитабилности и инвестирања у ствари су показатељи успешности (ефикасности) пословања. Супротно томе, показатељи активности могу се сматрати и показатељима сигурности и показатељима успешности.

Израчунати показатељи, без обзира на то о којим се показатељима ради, сами за себе не говоре много. Да би се могао донети квалитетан суд о томе јесу ли величине неких показатеља задовољавајуће или не, потребно је упоредити показатеље са одређеним стандардним величинама које у овом случају представљају основу упоређивања. Најчешће коришћене стандардне величине тих показатеља јесу:²⁰

1. Планирани показатељи за период који се анализира,
2. Кретање величине одређеног показатеља током одређеног времена у истом предузећу,
3. Величина тог показатеља у сличном предузећу које припада истој групацији,
4. Просечна вредност одређеног показатеља осталих предузећа која припадају истој групацији.

Иначе, зависно од тога чему треба да служе, сви ратио бројеви могу се класификовати у неколико сводних група финансијских показатеља. Та класификација није једнообразна и зависи, мање или више, од личних преференција самог аналитичара. Једну од њих представља и ова, по којој се ратио бројеви групишу на:

1. Показатеље ликвидности
2. Показатеље активности
3. Показатеље финансијске структуре
4. Показатеље рентабилности
5. Показатеље тржишне вредности.

²⁰ Davidson, S., Stickney, C.P., Weil, R.L., Financial Accounting, op.cit, str.190-191.

1.3.1. ПОКАЗАТЕЉИ ЛИКВИДНОСТИ

Рацио бројеви који спадају у ову групу показатеља имају за циљ да укажу на способност предузећа да плаћа доспеле новчане обавезе, уз одржавање потребног обима и структуре обртних средстава и очување доброг кредитног бонитета. Најважнији од тих рацио бројева јесу: општи рацио ликвидности, посебни или ригорозни рацио ликвидности и нето обртна средства, односно нето обртни фонд.

Општи рацио ликвидности

Општи рацио ликвидности добија се поделом укупних обртних средстава са укупним краткорочним обавезама. Према завршном билансу у посматраном случају, он би се утврдио на следећи начин:

$$\text{Општи рацио ликвидности} = \frac{\text{Обртна средства}}{\text{Краткорочне обавезе}}$$

У буквалној интерпретацији, овај рацио показује са колико је обртних средстава покривен сваки динар краткорочних обавеза, што се узима као први индикатор сигурности којим су заштићени интереси краткорочних поверилаца предузећа. Аналитичка интерпретација овог рация знатно је отежана тиме што је тешко наћи неки стандардни однос између обртних средстава и краткорочних обавеза који би важио под свим околностима. Однос од 2:1 у корист обртних средстава, који се традиционално узима као нормалан, треба прихватити са крајњом опрезношћу с обзиром да на адекватност општег рация делује више општих и специфичних фактора, као што су: врста и величина предузећа, обим пословне активности, временско везивање обртних средстава у појединим фазама пословног циклуса, услови кредитирања од стране добављача у односу на кредитне услове који се дају купцима, ефикасност наплате потраживања, дисциплина плаћања доспелих обавеза и сл. Због тога је сасвим могуће да у предузећу у коме је сразмерно већи износ укупних обртних средстава везан у залихама са малим коефицијентом обрта, а чије краткорочне обавезе доспевају у блиској будућности, општи рацио од 3:1 одражава стање које се опасно приближава стању неликвидности. Насупрот томе, пак, општи рацио од 1:1 може да буде потпуно задовољавајући са становишта предузећа које обртна средства има претежно у облику готовине, или супститутима новца, чије текуће обавезе бивају плативе тек после неколико месеци, а редовно пословање му је довољно да обезбеди додатни прилив готовине до момента њихове доспелости.

Као релативно прихватљиви тестови за проверу ваљаности општег рача ликвидности служе испитивање структуре обртних средстава и утврђивање коефицијента њиховог обрта. Пошто општи рачио одражава однос укупних обртних средстава према краткорочним обавезама, независно од релативне ликвидности појединачних позиција обртних средстава, која се огледа у степену њихове конвертибилности у готовину, којом се једино могу измирити доспеле обавезе, изналагањем процентуалног учешћа индивидуалних позиција обртних средстава у њиховом укупном износу може се добити нешто прецизнији и детаљнији увид у стање текуће ликвидности анализираног предузећа. У том погледу изгледа сасвим вероватно да се, са становишта заштите ликвидности, у повољнијем положају налазе она предузећа у којима је сразмерно већи износ укупних обртних средстава везан у оним фазама пословног циклуса које се налазе ближе стадијуму готовине.

Ригорозни рачио ликвидности

Овај рачио представља знатно строжији тест текуће ликвидности па, самим тим, служи и као корисна провера подобности општег рача. Његово утврђивање претпоставља поделу укупних обртних средстава у две посебне групе: 1) готовину и релативно ликвидна средства, као што су потраживања од купаца и краткорочни пласмани у хартије од вредности, која непосредно стоје на располагању, или ће бити расположива у довољно кратком року за исплату текућих обавеза и 2) мање ликвидна средства, као што су залихе и унапред плаћени трошкови, која нормално захтевају нешто дуже време да би се конвертовала у новчани облик. Када се, затим, прва група обртних средстава подели са краткорочним обавезама добија се посебни или ригорозни рачио ликвидности предузећа:

$$\text{Ригорозни рачио ликвидности} = \frac{\text{Ликвидна средства}}{\text{Краткорочне обавезе}}$$

Предњи рачио показује да је сваки динар краткорочних обавеза покривен са 1,31 дин. ликвидних обртних средстава. Залихе се, по правилу, изузимају из ликвидних средстава због времена које је потребно да се роба и готови производи реализују, односно материјал и недовршена производња трансформишу у готове производе. Постоји, такође, мањи мањи или већи степен неизвесности да ће залихе уопште бити реализоване. Најзад, уколико су већи ликвидна средства већа од краткорочних обавеза, не постоји ни озбиљна потреба да се са залихама рачуна као покрићем било ког износа тих обавеза.

Ако предузеће има ригорозни рацио од 1:1, начелно се сматра да је стање његове текуће ликвидности релативно задовољавајуће. Међутим, испољавање сувишног поверења у такав стандард може да буде и опасно с обзиром да потраживања од неких купаца могу бити релативно неликвидна, а расположива готовина неодложно потребна за исплату новчаних трошкова, односно расхода. То значи, другим речима, да критичну тачку код утврђивања посебног рациа ликвидности представљају потраживања од купаца која се најчешће, "a priori" сврставају у лако ликвидна средства. Зато је потребно тестирати да ли она стварно, и у ком степену, репрезентују ликвидну форму обртних средстава.

Нето обртна средства (фонд)

Релативни однос између обртних средстава и краткорочних обавеза, који је садржан у општем рациу ликвидности, треба посматрати и анализирати у непосредној узрочној вези са нето обртном средствима која представљају апсолутну разлику између обртних средстава и краткорочних обавеза, односно дугорочне изворе финансирања обртних средстава. Претпоставља се, наиме, да предузеће које има већи износ нето обртних средстава, уз исту брзину конверзије залиха и потраживања у готовину, аутоматски обезбеђује и сразмерно већи степен ликвидности. Мада та констатација не мора да буде тачна са становишта оцене текуће ликвидности на бази постојећих билансних информација, она то свакако јесте када се рди о перспективној ликвидности с обзиром да нето обртна средства детерминишу, у крајњој инстанци, способност задуживања предузећа на кратак рок.

Нето обртна средства (working capital) = Обртна средства – Краткорочне обавезе

За сврхе прибављања будућих краткорочних извора финансирања, наиме, није довољно познавати само тренутно стање ликвидности већ, далеко више, какво ће оно бити под претпоставком да предузеће преузме нове краткорочне дугове. Пословна банка, нпр., приликом разматрања одлуке о кредитирању има интереса да сазна општи рацио ликвидности предузећа само утолико што на бази њега може да утврди колики ће тај рацио бити под условом да предузећу одобри додатни кредит. Банка тиме жели да оцени могући степен ризика под којим улаже своја средства с обзиром да њено потраживање постаје тада само једна од више обавеза предузећа – дужника коју оно треба да плати у моменту доспелости. Да ли ће, пак, предузећу дати тражени кредит или не, зависи не само од утицаја додатног дуга на општи рацио ликвидности, него и од процене односа краткорочних обавеза према нето обртним средствима која, као дугорочни извори финансирања обртних средстава, служе као извесна гаранција за заштиту интереса краткорочних поверилаца.

1.3.2. ПОКАЗАТЕЉИ АКТИВНОСТИ

Предузеће улаже у пословна средства, обртна и фиксна, са намером да их користи ефикасно што имплицитно претпоставља тежњу да се са што мањим улагањима оствари што већи обим пословне активности. У финансијском смислу тај обим активности изражава се приходима или расходима у периодичном билансу успеха који одражавају вредносно количину и асортиман реализованих производа по оствареним продајним ценама односно насталим трошковима. Сходно томе, финансијски показатељи активности предузећа обухватају све релативне односе између прихода и трошкова, с једне и појединачних и укупних улагања у пословна средства, са друге стране, који се у стручној литератури називају коефицијентима обрта пословних средстава. Посебно, пак, ваља напоменути да су утврђивање и контрола ових коефицијената врло значајни са становишта финансијског управљања с обзиром на њихов непосредан утицај на стање ликвидности и максимирање рентабилности.

Коефицијент обрта купаца

Износ потраживања од купаца зависи од обима реализације, политике кредитирања купаца и ефикасности наплате насталих потраживања. Салдо купаца треба да буде у разумном функционалном односу са приходима оствареним продајом на кредит. Тај однос се обично утврђује поделом нето прихода од реализације из биланса успеха са упоредивом вредношћу потраживања од купаца. За већину производних и велетрговинских предузећа, нето приходи од реализације представљају, по правилу, задовољавајућу апроксимацију продаје на кредит с обзиром да се код њих ретко врши реализација за готово. Под упоредивом вредношћу, потраживања, пак, сматра се обично просечан месечни салдо купаца у току године, просечан салдо купаца по стању на почетку и крају године или, у крајњем случају, у одсуству просечног износа, салдо купаца по завршном билансу.

$$\text{Коефицијент обрта купаца} = \frac{\text{Нето приходи од продаје}}{\text{Просечан салдо купаца}}$$

Када се број дана у години (360) подели са коефицијентом обрта купаца добија се просечно време трајања једног обрта, односно просечан период наплате потраживања од купаца:

$$\text{Просечан период наплате} = \frac{360}{\text{Коефицијент обрта купаца}}$$

Коефицијент обрта купаца, односно просечан период наплате потраживања треба посматрати и анализирати у контексту кредитних услова које предузеће уобичајено нуди купцима.

Да би се проценило време које је потребно да се коначан салдо купаца конвертује у готовину, потребно је посебно утврдити период њихове наплате који показује просечан износ дневних продаја у току године које су остале ненаплаћене у салду потраживања крајем године.

$$\text{Просечан износ дневних продаја} = \frac{\text{Нето приходи од продаје}}{360 \text{ дана}}$$

$$\text{Период наплате потраживања} = \frac{\text{Салдо купаца крајем године}}{\text{Просечан износ дневних продаја}}$$

Није, најзад, сувишно, још једном подсетити се да коефицијент обрта купаца и период наплате потраживања сачињавају врло значајне инструменте аналитичке апаратуре којом се жели утицати на политику ликвидности и рентабилности предузећа. Ти инструменти служе, пре свега, као неопходна провера ваљаности општег и посебног рачуна ликвидности, мерећи брзину конверзије потраживања у готовину, којом се једино могу платити новчане обавезе о роковима њиховог допсепћа. Са друге стране, повећање коефицијента обрта купаца, односно скраћење периода наплате потраживања, представљају неопходне услове и за максимирање рентабилности с обзиром да омогућавају да се са мањим улагањима у пословна средства остваре већи приходи од реализације.

Коефицијент обрта залиха

За многа предузећа залихе представљају изванредно значајну категорију пословних улагања. Као опште прихваћени метод за тестирање њихове конвертибилности у готовину служи, такође, коефицијент обрта који се добија поделом цене коштања реализованих производа са просечном вредношћу залиха у току године, која се утврђује на сличан начин као и просечни салдо потраживања од купаца. Само, у бројитељу овог односа обухватају се трошкови реализованих производа, уместо нето прихода од продаје са циљем да се елиминише дејство финансијског резултата, добитка или губитка, на коефицијент обрта залиха.²¹

$$\text{Коефицијент обрта залиха} = \frac{\text{Цена коштања реализованих производа}}{\text{Просечан салдо залиха}}$$

Ако се број дана у години (360) подели са коефицијентом обрта залиха, добија се просечно време трајања једног обрта које означава, фактички, просечну старост залиха на складишту, као пр.:

$$\text{Просечно време трајања једног обрта} = \frac{360}{\text{Коефицијент обрта залиха}}$$

То просечно време, међутим, једнако је периоду потребном за реализацију залиха по завршном билансу само у случају када је просечан салдо залиха у току године једнак коначном стању залиха. У противном, потребно је посебно утврдити период продаје коначних залиха, аналогно периоду наплате потраживања од купаца. У вези са тим поступак је следећи:

$$\text{Просечно време трајања једног обрта} = \frac{360}{\text{Коефицијент обрта залиха}}$$

$$\text{Период продаје залиха} = \frac{\text{Салдо залиха по завршном билансу}}{\text{Просечни трошкови дневних продаја}}$$

²¹ Не ретко се из цене коштања реализованих производа изузимају и трошкови амортизације који не захтевају утршак обртних средстава већ, напротив, представљају њихово повећање услед претварања фиксних у обртна средства.

Треба запазити, међутим, да тако утврђен период продаје залиха не означава време њихове дефинитивне конверзије у готовину с обзиром да трошкови реализованих производа, заједно са оствареним добитком, остају везани привремено у потраживањима од купаца чијом се наплатом тек претварају у новчани облик. Због тога је период конверзије коначних залиха у готовину апроксимативно једнак збиру периода продаје залиха и периода наплате потраживања, што у посматраном случају износи:

$$\text{Период продаје залиха} + \text{Период наплате потраживања} = \text{Период конверзије залиха у готовину}$$

На крају треба додати да се у произвођачким прдужећима често среће пракса да се коефицијент обрта укупних залиха рашчлањава на парцијалне коефицијенте обрта појединих врста залиха као што су материјал, недовршена производња и готови производи. То се постиже симулирањем акта реализације према коме се прелаз средстава у следећу фазу пословног циклуса третира као реализација претходне фазе. Тако се коефицијент обрта материјала утврђује кроз однос трошкова материјала предатог у производњу у посматраној години и просечног салда материјала; коефицијент обрта недовршене производње кроз однос цене коштања готових производа предатих складишту и просечне вредности недовршене производње, док се коефицијент обрта готових производа добија из односа цене коштања реализованих производа и просечне вредности залиха готових производа. Смисао овог рашчлањавања треба тражити, свакако, у тежњи да се посредством парцијалних коефицијената обрта утиче на време везивања обртних средстава у укупним залихама, односно на повећање општег коефицијента њиховог обрта.

Коефицијент обрта добављача

Један од важних облика активности предузећа односи се на набавку материјала и услуга за процес производње, одакле настају краткорочне обавезе према добављачима за куповине на кредит. С тим у вези корисно је проценити просечно време у којем те обавезе доспевају за плаћање у току године, што се постиже утврђивањем коефицијента обрта добављача, који се добија из односа вредности годишњих набавки материјала и услуга на кредит и просечног салда добављача у току године. Пошто се, пак, вредност извршених набавки на кредит не појављује у билансу успеха, то се њихов износ мора обезбедити из рачуноводствене документације, или се, у одсуству те документације, може апроксимирати на бази информација из биланса стања и биланса успеха. Једну

од тих апроксимација, можда доста грубу, представља и корекција цене коштања реализованих производа у посматраном периоду за настале промене у стању залиха на крају периода у односу на почетно стање. Ако је дошло до повећања залиха, сматра се да је вредност набавки на кредит за толико већа од цене коштања реализованих производа, и обрнуто.

360

Просечно време плаћања = -----
Коефицијент обрта добављача

Просечно време плаћања добављача треба анализирати у контексту кредитних услова које предузећа лиферанти материјала и услуга нуде предузећу купцу. Зато је врло значајно да политика кредитирања купаца за продате готове производе блиско кореспондира политици кредитирања од стране добављача за испоручени материјал и услуге с обзиром да предузеће једино може да ефикасном наплатом доспелих потраживања обезбеди ефикану исплату доспелих обавеза према добављачима.

Коефицијент обрта укупних обртних средстава

Бројитељ овог коефицијента изражава се укупним расходима у билансу успеха, док се у именитељу налазе просечно ангажована обртна средства у току године из којих су ти расходи финансирани, будући да захтевају утрошак обртних средстава. Рачунање са расходима, уместо нето приходима од реализације, има за циљ да излучи утицај добитка на коефицијент обрта и да се добију други подаци релевантни за анализу.

Наиме, у овом коефицијенту, којим се изражава ефикасност коришћења укупних обртних средстава сучељавају се и компромисно разрешавају захтеви за одржавањем текуће ликвидности и вечита тежња за максимирањем рентабилности. Ако ишта друго, може се рећи да се текућа ликвидност поспешује рентабилним пословањем с обзиром да се периодична повећања обртних средстава услед добитка могу, по наплати потраживања, употребити не само за финансирање нових улагања у пословну имовину, што је конзистентно тежњи з а даљим максимирањем рентабилности, већ и за исплату доспелих обавеза, уколико то проистиче из потребе да се заштити текућа ликвидност.

Коефицијент обрта укупних обртних средстава = $\frac{\text{Укупни расходи из биланса успеха}}{\text{Просечно ангажована обртна средства}}$

Коефицијент обрта просечних обртних средстава, који показује колико су просечно пута годишње обртна средства коришћена за плаћање трошкова

односно расхода, добијен је из односа укупних пословних расхода из биланса успеха и просечних обртних средстава према стању на почетку и крају године. Стопа добитка на просечна обртна средства, пак, представља количник из односа нето оствареног добитка и просечних обртних средстава која су ангажована у његово стицање. Када сетако утврђена стопа добитка подели са коефицијентом обрта просечних обртних средстава, добија се стопа добитка по једном обрту.

Коефицијент обрта нето обртних средстава

Уска међузависност постоји, такође, између обима пословне активности и дугорочно финансираних обртних средстава, која се изражава коефицијентом обрта нето обртних средстава:

$$\text{Коефицијент обрта нето обртних средстава} = \frac{\text{Нето приходи реализације}}{\text{Просечна нето обртна средства}}$$

Аналитичка интерпретација овог коефицијента, међутим, претпоставља посебну пажњу и опрезност с обзиром да изражава сложено дејство многих фактора који су међусобно условљени.

Опасно је тврдити, пре свега, да је добро ако тај коефицијент неконтролисано расте. Што су обим и приходи од продаје већи у односу на нето обртна средства, утолико је вероватнија опасност од потенцијалне неликвидности. То претпоставља, наиме, да је сразмерно убрзање обрта нето обртних средстава учињено могућим повећаним учешћем краткорочних извора у финансирању укупних обртних средстава, без чијег се повећања, пак, при датим коефицијентима обрта залиха и потраживања, пораст обима и прихода од продаје једва може и замислити. Финансијска суштина поменуте опасности лежи у ризику од изненадног пада пословне активности, и прихода од реализације на тој основи, услед околности које је тешко предвидети, као што су одустајање од извршених поруџбина, елементарне непогоде, штрајкови, депресивне тенденције у привреди као целини, неочекиване акције конкурената и сл. У таквим случајевима нарасле текуће обавезе сукцесивно доспевају за плаћање, док се све мањи прилив готовине остварује продајом залиха и наплатом потраживања да би те обавезе биле у целости ликвидирани у моменту доспелости.

Са друге стране, тенденција смањења коефицијента обрта може да одражава предимензионираност нето обртних средстава у односу на обим активности,

што доводи, по правилу, до финансирања краткорочних потреба за обртним средствима из дугорочних извора, било сопствених или позајмљених. Иза те тенденције може да се крије и гомилање залиха или потраживања, услед лошег квалитета или успореног обрта, које, уместо да се ликвидира и сведе у нормалне границе, покушава да се покрије дугорочним изворима финансирања, што се негативно одражава на рентабилност укупног пословања.

Коефицијент обрта фиксних средстава

Овај коефицијент се добија као количник из односа нето прихода од реализације и просечне набавне вредности фиксних средстава која представљају дугорочна улагања у капацитет предузећа као потенцијалну снагу његовог привређивања.

$$\text{Коефицијент обрта фиксних средстава} = \frac{\text{Нето приходи од реализације}}{\text{Набавна вредност фиксних средстава}}$$

Као најприхватљивија стандардна величина за упоређивање и оцену ефикасности коришћења фиксних средстава индивидуалних предузећа сматра се просечан коефицијент обрта фиксних средстава за дату привредну грану. То је разлог што се у именитељу предњег односа јавља набавна, а не садашња, односно неотписана вредност фиксних средстава. У случају да се користи садашња вредност, одступања у коефицијентима обрта појединих предузећа одражавала би превасходно разлику у политици отписивања и одржавања фиксних средстава, из чега би се једва могао извући иоле прихватљив закључак о релативној ефикасности са којом односна предузећа користе своја средства.

Недовољан коефицијент обрта обично се узима као индикатор сувишног улагања у фиксна средства, односно као показатељ предимензионираности производно – продајних капацитета у односу на могућност пласмана производа предузећа на расположивом тржишту. Не треба заборавити, међутим, да мањи коефицијент обрта фиксних средстава може да потиче и из неповољне структуре дугорочних улагања у пословну имовину. Нерационална улагања у скупе грађевинске објекте, уместо у машине и уређаје, имају по правилу за последицу перманентно заостајање прихода од реализације у односу на набавну вредност фиксних средстава, при чему реална тражња за производима предузећа може да буде далеко већа од понуде коју оно, са таквом структуром својих средстава, текуће и перспективно може да пружи.

Коефицијент обрта укупних пословних средстава

Као што се може и претпоставити, овај коефицијент представља релативни однос нето прихода од реализације и просечне књиговодствене вредности укупних пословних средстава. Третира се, у финансијском смислу, као најуопштенији индикатор пословне ефикасности с обзиром да нето приходи од реализације, при датом нивоу продајних цена, одражавају стварно достигнути ниво пословне активности предузећа у посматраном периоду, док просечна пословна средства обухватају укупно расположиву снагу привређивања која је уложена у стицање тих прихода.

Када је реч о техници утврђивања овог коефицијента, потребно је имати у виду да се фиксна средства у укупној пословној имовини валоризују, по правилу, по њиховим садашњим вредностима што је мотивисано уверењем да су новчана средства амортизације задржана у послу, односно реинвестирана у неки облик пословне имовине. Рачунање са набавним вредностима фиксних средстава имало би, у том случају, за последицу перманентно дуплирање именитеља у посматраној формули у висини кумулативног износа амортизације, што би се коначно одразило у сталној тенденцији опадања коефицијента обрта укупних пословних средстава.

$$\text{Коефицијент обрта пословних средстава} = \frac{\text{Нето приходи од реализације}}{\text{Укупна пословна средства}}$$

Предимензионираност производних капацитета, или лошу структуру фиксних средстава, тешко је кориговати у кратком року, што има за последицу да су остварени приходи од продаје сразмерно мали у односу на постојећа улагања у пословна средства или да додатна улагања у та средства нису праћена одговарајућим повећањем прихода од реализације.

Коефицијент обрта сопствених средстава

Сопствена средства представљају онај део вредности укупне пословне имовине предузећа који је прибављен из сопствених извора финансирања. Дословно томе, коефицијент обрта ових средстава утврђује се поделом нето прихода од реализације са просечним сопственим средствима, која се у пасиви биланса стања обрачунавају као разлика између укупних и позајмљених извора финансирања:

$$\text{Коефицијент обрта сопствених средстава} = \frac{\text{Нето приходи од реализације}}{\text{Просечна сопствена средства}}$$

На први поглед могло би се рећи да је утврђивање овог коефицијента обрта беспредметно и сувишно с обзиром да сопствена средства немају осамостаљени облик циркулације. Шта више, то диференцирање није објективно ни изводљиво с обзиром да биланс стања не омогућава непосредну идентификацију улагања у поједине облике пословних средстава са конкретним изворима њиховог финансирања. Ипак, утврђивање предњег коефицијента обрта аналитички је врло значајно с обзиром да представља парцијалну детерминанту рентабилности сопственог капитала, односно повећања сопствених извора финансирања у укупним пословним средствима предузећа, од чега превасходно зависи особеност његовог интерног раста. Осим тога, стално повећање сопственог капитала представља битан предуслов за привлачење туђих извора финансирања, чије анимирање се јавља као нужна претпоставка за компоновање здраве финансијске структуре предузећа.

1.3.3. ПОКАЗАТЕЉИ ФИНАНСИЈСКЕ СТРУКТУРЕ

Као што је претходно већ иницирано, укупна пословна средства предузећа може да финансира из различитих извора финансирања, који се са становишта припадности деле на позајмљене и сопствене. Управо тај однос између позајмљених и сопствених извора финансирања назива се финансијском структуром предузећа која се изражава на пасивној страни биланса стања као периодичном извештају о његовој тренутној финансијској ситуацији. Додуше, како је та структура компонована може се судити и индиректно на основу периодичног биланса успеха, анализом оптерећења које фиксни финансијски расходи на име финансирања из позајмљених извора врше на пословни добитак као остварени резултат из редовне активности предузећа због које је и основано. Зато се међу индикаторе финансијске структуре убрајају, пре свега,

релативни односи позајмљених према укупним и сопственим изворима финансирања и коефицијент покрића фиксних расхода на име камате. Њима треба додати, свакако, и коефицијент покрића укупног дуга којим се изражава способност предузећа да плаћа периодичне расходе на име камате заједно са отплатом главнице дуга.

Однос позајмљених према укупним и сопственим изворима финансирања

Када се позајмљени извори финансирања, било краткорочни или дугорочни, поделе са укупним изворима односно средствима, како обртним тако и фиксним, добија се рацио број или проценат који показује релативно учешће позајмљених извора у финансирању укупних пословних средстава. Разлика између тако добијеног процента и 100 показује тада сразмеран део укупних пословних средстава који је финансиран из сопствених извора.

$$\text{Однос позајмљених према укупним изворима финансирања} = \frac{\text{Позајмљени извори}}{\text{Укупни извори}}$$

Сигурно је, међутим, да краткорочни и дугорочни дугови немају исту специфичну тежину у финансијској структури. Неки краткорочни дугови настају спонтано, реагују просто аутоматски на промене у обиму активности и не изазивају предузећу експлицитне новчане издатке на име камате. Типичан пример таквих дугова јесу обавезе према добављачима и разне укалкулисане обавезе. Насупрот њима, дугорочни дугови неминовно претпостављају фиксне новчане издатке на име камате и отплате главнице за релативно дуги период времена и представљају за предузеће далеко веће финансијско оптерећење. Сматра се, због тога, да компоновању односа између дугорочног дуга и сопствених извора, односно структури капитала у глобалној финансијској структури, треба посветити и сразмерно већу пажњу код доношења одлука о финансирању.

$$\text{Однос дугорочног дуга и сопствених извора} = \frac{\text{Дугорочни дугови}}{\text{Сопствени извори}}$$

У исте сврхе користи се често и рацио дугорочног дуга према тоталној капитализацији, под којом се подразумевају дугорочни извори финансирања предузећа, како сопствени извори тако и дугорочни дугови.

$$\text{Однос дугорочног дуга према укупној капитализацији} = \frac{\text{Дугорочни дугови}}{\text{Дугорочни извори}}$$

Не постоји нека стандардна мера за однос дугорочног дуга према укупном дугорочном дугу и сопственом капиталу која би подједнако "пасовала" условима привређивања сваког предузећа. Хоће се рећи, заправо, да је компоновање финансијске структуре односно структуре капитала изразито флексибилан проблем који свако предузеће треба да решава индивидуално, водећи рачуна о могућем дејству релевантних фактора који ту структуру условљавају.

Међу те факторе спадају, свакако, тежња предузећа за рентабилношћу, насупротив нужности обезбеђења неопходног степена ликвидности, као и склоност органа управљања према сигурности у односу на, мању или већу, изложеност финансијском ризику. Руководјено искључиво мотивом рентабилности предузеће може, као што ће се доцније видети, ризикантно ући у претерано финансирање из дугорочних дугова и тиме угрозити своју перспективну ликвидност. Са друге стране, "играње" на сигурно, без упуштања у разумно прихватљив ризик што представља и веће ослањање на сопствене изворе финансирања, може да спутава пораст рентабилности и да обезбеђује ликвидност изнад стварно реалних потреба. Очигледно је отуда, да се здрава или оптимална финансијска структура односно структура капитала може компоновати једино разумном и умешном комбинацијом поменутих фактора и да се јавља као резултанта њиховог очекиваног дејства.

Коефицијент покрића расхода на име камате

Да ли, и колико, умешно предузеће комбинује односне факторе рефлексно се испољава у билансу успеха кроз однос пословног добитка и фиксних периодичних расхода на име камате. Као што је претходно већ поменуто, финансирање из дугорочних дугова проузрокује предузећу перманентне издатке за камату који падају на терет пословног добитка, пошто су трошкови пословања односно редовни расходи већ покривени. Да би се тестирао степен тога оптерећења, финансијска анализа утврђује коефицијент покрића камате из пословног добитка.

$$\text{Коефицијент покрића камате} = \frac{\text{Пословни добитак}}{\text{Расходи на име камате}}$$

Јасно је, међутим, да је на бази односног коефицијента, утврђеног за било коју пословну годину посматрано посебно, тешко расуђивати о степену финансијског напрезања предузећа у вези са расходима за камату, и реципрочно томе, како су заштићени интереси дугорочних поверилаца, с обзиром да су ти расходи присутни током читавог периода трајања дуга. Зато је пре доношења дефинитивног закључка о стварном финансијском оптерећењу каматом потребно располагати подацима о коефицијенту њеног покрића за већи број година. Исто тако, тешко је рећи колико тај коефицијент односно степен покрића треба минимално да износи пошто ни у том погледу не постоји неки стандард и општеприхваћени критеријум. Све зависи од тога колико камате предузеће може да "поднесе" што је, донекле, и ствар субјективне процене аналитичара који треба да узму у разматрање стабилност пословне активности предузећа, репрезентативност година обухваћених анализом, посебно у погледу тенденција каматних стопа и општих услова привређивања, перспективности будућих финансијских резултата, способност финансирања из нових дугорочних дугова и сл.

Коефицијент покрића укупног дуга

Овај коефицијент је сличан претходном, изузев што се поред расхода на име камате рачуна и са способношћу предузећа да отплаћује главницу дуга. Та отплата, као што је познато, може да се врши у виду периодичних ануитета, који обухватају део главнице и камату на остатак дуга или се, пак, предузеће обавезује да чини периодична издвајања средстава у посебан фонд из кога главница треба да се исплати у целини о коначном року.

Постоји, међутим, битна разлика између камате и отплате. Камата се третира, по правилу као трошак пословања који се накнадује из из добитка пре опорезивања, док отплата главнице дуга пада на терет добитка после пореза, односно нето добитка који предузећу остаје на слободном располагању. Због тога је чланове именитеља предњег коефицијента потребно довести на упоредиву основу што се постиже, обично, корекцијом периодичних отплата на аликутни део пословног добитка пре опорезивања, по формули:

$$\text{Коефицијент покрића укупног дуга} = \frac{\text{Пословни добитак}}{\text{Камата + Отплата главнице} \times 1}$$

У начелу, што је тај коефицијент нижи, утолико је степен ризика предузећа већи са становишта његових поверилаца, јер претпоставља и сразмерно напрегнуту структуру његовог капитала. Аналогно томе, такво предузеће би уживало лошији кредитни бонитет и теже би долазило до додатних средстава из позајмљених извора финансирања.

1.3.4. ПОКАЗАТЕЉИ РЕНТАБИЛНОСТИ

Показатељи рентабилности могу бити парцијални и глобални, односно синтетички. Први се односе на стопу пословног и нето добитка, чије се утврђивање и анализа врше искључиво на бази периодичних биланса успеха. Други обухватају стопу приноса на укупна пословна средства, стопу нето приноса на укупна пословна средства и стопу приноса на сопствена средства, што иманентно претпоставља да је за њихово утврђивање и анализу, слично већини других финансијских показатеља, неопходно користити оба биланса, како биланс успеха тако и биланс стања.

Стопа пословног и нето добитка

Претходно је већ поменуто да биланс успеха треба да буде тако структуриран да омогући анализу међузависности прихода, расхода, међуфазних и коначних резултата привређивања предузећа за посматрани временски период. Та анализа може да има два различита аспекта. Један се бави испитивањем релативног учешћа појединих сегмената расхода и резултата у оствареним приходима од продаје, и назива се обично рацио анализом биланса успеха, док се други тиче динамичке комбинације фактора од којих зависи разлика између прихода и расхода, пословни и нето добитак, и служи се методологијом преломне тачке односно графика рентабилитета.

$$\text{Стопа пословног добитка} = \frac{\text{Пословни добитак}}{\text{Приходи од продаје}} \times 100$$

$$\text{Стопа нето добитка} = \frac{\text{Нето добитак}}{\text{Приходи од продаје}} \times 100$$

Стопа приноса на укупна пословна средства

Пословни добитак, у финансијско – рачуноводственом смислу, представља периодични прираст укупних пословних средстава која су коришћена за обављање редовне пословне активности предузећа у истом периоду. Дословно томе, стопа приноса на укупна пословна средства може се добити директно из односа:

$$\text{Стопа приноса на укупна пословна средства} = \frac{\text{Пословни добитак}}{\text{Просечна пословна средства}}$$

О релативном значењу таквог прираста може се судити само у контексту временске и просторне анализе. Временска анализа упућује на компарацију текуће стопе доприноса са приносима претходних периода у историји истог предузећа, док просторна анализа подразумева поређење те стопе са приносима других предузећа из исте привредне гране, односно просечном стопом приноса целе гране. Једино у тим релацијама, наиме, могуће је стећи комплетан утисак о томе да ли, и колико, ефективно анализирано предузеће користи своја средства.

Аналитички је, међутим, далеко значајнији онај израз рентабилитета пословних улагања који полази од појединачних детерминанти стопе приноса. То су, као што јепознато, коефицијент обрта просечних пословних средстава и стопа пословног добитка у односу на приходе од реализације.

Преведена у облик просте једначине, ова међузависност показује да стопа приноса на пословна средства представља производ између коефицијента обрта просечно ангажованих пословних средстава у посматраном периоду и стопе пословног добитка на приходе од реализације. Наиме:

$$\frac{\text{Пословни добитак}}{\text{Просечна пословна средства}} = \frac{\text{Нето приходи од продаје}}{\text{Просечна пословна средства}} \times \frac{\text{Пословни добитак}}{\text{Нето приходи од продаје}}$$

Аналитичка порука предње једначине своди се на то да се са што мањим улагањима у пословна средства остваре што већи обим и приходи од продаје (максимирање коефицијента обрта) уз што мањи текући утрошак пословних

средстава, односно што ниже трошкове пословања (максимирање стопе добитка) јер се само на тај начин може утицати на стално повећање приноса на пословна средства као најопштији финансијски показатељ рентабилности (максимирање стопе приноса).²²

Стопа приноса на сопствена пословна средства

За разлику од пословног добитка, који представља ефекат привређивања са укупним пословним средствима, нето добитак показује ефекат улагања сопствених средстава у предузеће. С обзиром, пак, да је стално повећање сопственог капитала изванредно значајан циљ привређивања предузећа, као осамостаљеног правно – економског субјекта (ентитета) у робно – новчаној привреди, релативни однос између нето добитка и сопствених извора финансирања представља не мање важан квантитативни показатељ у финансијској анализи. Тај релативни однос назива се стопом приноса на сопствена средства, која у компаративној анализи са сопственим искуством, или искуством других предузећа у истој грани, односно гранским просеком, показује интензитет са којим предузеће тварно интерно расте са протицањем времена.

$$\text{Стопа приноса на сопствена средства} = \frac{\text{Нето добитак}}{\text{Просечна сопствена средства}}$$

Аналогно, опет, стопи приноса на укупна пословна средства, и ова стопа приноса може се декомпоновати на њене аналитичке детерминанте.

Из ове међузависности нормално проистиче једначина по којој се стопа приноса на сопствена средства јавља као производ између коефицијента обрта сопствених средстава и стопе нето добитка на приходе од реализације. То значи, другим речима, да је:

$$\frac{\text{Нето добитак}}{\text{Просечна сопствена средства}} = \frac{\text{Нето приходи од продаје}}{\text{Просечна сопствена средства}} \times \frac{\text{Нето добитак}}{\text{Нето приходи од продаје}}$$

²² Очигледно је, по себи, да је за боље разумевање овог аналитичког аспекта стопе приноса неопходно интегрисати претходна парцијална излагања о анализи коефицијента обрта пословних средстава, као индикаторима њиховог ефикасног коришћења, са анализом биланса успеха и графика рентабилитета који имају за предмет истраживање фактора који утичу на износ и стопу пословног добитка.

Du Pont систем анализе

Du Pont систем анализе, који се користи већ много година у иностранству, код нас је запостављен, како у литератури, тако и у пракси. Ради се о систему анализе кога финансијски менаџери често користе приликом оцене финансијске ситуације предузећа у претходном периоду и при доношењу финансијских одлука које се односе на будући временски период.²³

Основна Du Pont формула

Основна Du Pont формула доводи у везу стопу нето добитка са коефицијентом обрта укупних пословних средстава и производ ове две величине даје стопу нето приноса на укупна средства.²⁴

$$\begin{array}{l} \text{Стопа нето приноса} \\ \text{на укупна средства} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Стопа нето добитка} \\ \text{на укупна средства} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{Коефицијент обрта укупних} \\ \text{пословних средстава} \end{array}$$

Ова формула се може написати у аналитичкој форми:

$$\begin{array}{l} \text{Стопа нето приноса} \\ \text{на укупна средства} \end{array} = \frac{\begin{array}{l} \text{Нето добитак} \\ \text{на укупна средства} \end{array}}{\begin{array}{l} \text{Нето приходи од продаје} \\ \text{на укупна средства} \end{array}} \times \frac{\begin{array}{l} \text{Нето приходи од продаје} \\ \text{на укупна средства} \end{array}}{\begin{array}{l} \text{Просечна пословна средства} \\ \text{на укупна средства} \end{array}}$$

Скраћивањем нето прихода од продаје у бројиоцу и имениоцу добија се:

$$\begin{array}{l} \text{Стопа нето приноса} \\ \text{на укупна средства} \end{array} = \frac{\begin{array}{l} \text{Нето добитак} \\ \text{на укупна средства} \end{array}}{\begin{array}{l} \text{Просечна пословна средства} \\ \text{на укупна средства} \end{array}}$$

²³ Овај систем анализе је најпре коришћен у Du Pont компанији после Првог светског рата, да би касније био стално усавршаван и коришћен у великом броју компанија у САД. Видети: Schall, L.J., Haley, C.W. Introduction to Financial Management, Mc Graw – Hill, New York, 1991, str. 529 – 531.

²⁴ У страниј литератури стопа нето приноса на укупна средства обележава се скраћено ROI (Return on Investment).

Међутим посебно је значајно за анализу што се ова стопа може израчунати у аналитичкој форми. На основу стопе нето добитка може се закључити колико предузеће ефикасно управља појединачним и укупним трошковима. Наиме, стопа нето добитка показује са колико процената нето добитак учествује у нето приходима од реализације, док се остатак односи на поједине и укупне трошкове, тако да је, између осталог, учешће нето добитка у нето приходима од реализације могуће повећавати снижавањем појединачних и укупних трошкова.

Из свега се може закључити да предузеће може повећавати стопу нето приноса на укупна средства, односно, повећавати рентабилност, повећавањем стопе нето добитка, односно путем снижавања трошкова и путем повећавања коефицијента обрта укупних пословних средстава, односно ефикаснијим коришћењем појединих и укупних пословних средстава.

Проширена Du Pont формула

Проширена Du Pont формула доводи у везу стопу нето приноса на укупна средства са стопом приноса на сопствена средства.²⁵ Ова стопа добија се на следећи начин:

$$\begin{array}{ccccc} \text{Стопа приноса} & & \text{Стопа нето приноса} & & \text{Мултипликатор} \\ & = & & \times & \\ \text{на сопствена средства} & & \text{на укупна средства} & & \text{сопствених средстава} \end{array}$$

Мултипликатор сопствених средстава²⁶ добија се на следећи начин:

$$\begin{array}{ccc} \text{Мултипликатор} & = & \frac{\text{Просечна пословна средства}}{\text{Просечни сопствени капитал}} \\ \text{сопствених средстава} & & \end{array}$$

Овај мултипликатор показује колико је на један динар сопственог капитала ангажовано укупних пословних средстава.

²⁵ У страној литератури стопа приноса на сопствена средства обележава се као ROE Return oEquity).

²⁶ Мултипликатор сопствених средстава (Equity Multiplier) полази од тога да сопствена средства чине акцијски капитал (увећан за капитални добитак или умањен за капитални губитак) и акумулиран добитак.

Према томе, проширена Du Pont формула укључује у анализу рентабилности финансијску структуру, односно финансијски левериџ (leverage), који се у овом случају дефинише као однос дуга и сопственог капитала. У аналитичкој форми може се написати:

$$\text{Стопа приноса на сопствена средства} = \frac{\text{Нето добитак}}{\text{Просечна пословна средства}} \times \frac{\text{Просечна пословна средства}}{\text{Просечни сопствени капитал}}$$

Изражавање ове стопе у аналитичкој форми, при чему се она добија као производ стопе нето добитка, коефицијента обрта укупних пословних средстава и мултипликатора сопствених средстава, пружа знатно веће могућности анализе. Поред испитивања утицаја ефикасности управљања трошковима и ефикасности коришћења укупних пословних средстава на рентабилност пословања предузећа, могуће је испитати ефекат финансијског левериџа на стопу приноса на сопствена средства. Повећање учешћа дуга у укупним изворима финансирања повећава мултипликатор сопствених средстава, што ће до одређеног степена утицати на повећање стопе приноса на сопствена средства, уз изванредан степен повећања финансијског ризика. Позитиван утицај финансијског левериџа на стопу приноса на сопствена средства биће све дотле док је стопа приноса на укупна средства виша од просечне цене позајмљених средстава, док би у супротном случају ефекат финансијског левериџа био негативан и дошло би до снижавања стопе приноса на сопствена средства.

1.3.5. ПОКАЗАТЕЉИ ТРЖИШНЕ ВРЕДНОСТИ

Показатељи тржишне вредности се често називају и показатељи власништва. Они су карактеристични за акционарска предузећа. У ове показатеље се убрајају: нето добитак по акцији, однос тржишне цене по акцији и нето добитка по акцији, ратио плаћања дивиденде, дивидендна стопа и књиговодствена вредност по акцији.

Нето добитак по акцији

Нето добитак по акцији израчунава се као релативни однос нето добитка оствареног у току пословне године и укупног броја издатих обичних акција, што се може изразити следећом формулом:²⁷

$$\text{Нето добитак}$$

²⁷ У литератури се овај показатељ обележава као EPS, што је скраћеница од Earnings per Share.

$$\text{Нето добитак по акцији} = \frac{\text{Број издатих обичних акција}}{\text{Нето добитак по акцији}}$$

Овај показатељ мери рентабилност по једној обичној акцији, односно показује расположиви нето добитак по акцији, који се може расподелити акционарима у облику дивиденде или делом акумулирати, што ће зависити, пре свега, од величине оствареног нето добитка и политике његове расподеле.

Број издатих обичних акција односи се само на емитоване и продате акције, што значи да се емитоване и непродате акције не узимају у обзир као и емитоване и продате акције које су касније откупљене (трезорске акције).

Код анализе нето добитка по акцији, када се врши поређење са претходним годинама, треба водити рачуна да ли је број издатих обичних акција остао непромењен.

Нето добитак по акцији је поуздан показатељ успеха предузећа, како за постојеће акционаре и управу предузећа, тако и за потенцијалне улагаче који намеравају да инвестирају свој капитал.

Однос тржишне цене по акцији и нето добитка по акцији

Овај показатељ се изражава следећом формулом:²⁸

$$\frac{\text{Однос тржишне цене по акцији}}{\text{и нето добитка по акцији}} = \frac{\text{Тржишна цена по акцији}}{\text{Нето добитак по акцији}}$$

Ово је веома важан рацио за будуће улагаче капитала у предузећу.

Помоћу овог рациа могуће је утврдити очекивану тржишну вредност обичних акција.

На основу овог рациа могуће је проценити будућу тржишну вредност акција предузећа за више година.

²⁸ У литератури се овај показатељ обележава као P/E, што је скраћеница од Price/Earning Ratio.

Наведени рацио може се користити за процену тржишне вредности акција предузећа чије се акције не продају јавно. У том случају би се остварени нето добитак по акцији помножио са рациом који је утврђен за просек привредне гране у којој предузеће послује.

Рацио плаћања дивиденде

Рацио плаћања дивиденде добија се из релативног односа исплаћене дивиденде по акцији и нето добитка по акцији, што се може представити следећом формулом:²⁹

$$\text{Рацио плаћања дивиденде} = \frac{\text{Исплаћена дивиденда по акцији}}{\text{Нето добитак по акцији}}$$

Расподела нето добитка на дивиденду и акумулирани добитак је предмет разматрања дивидендне политике која је детерминисана низом фактора као што су: правни прописи, ликвидност, отплате кредита, ограничења у уговорима о кредитима, стабилност нето добитка, приступ тржишту капитала, пореска позиција акционара, порез на "прекомерно" акумулирани добитак и сл.³⁰

Дивидендна стопа

Дивидендна стопа се добија из релативног односа дивиденде по акцији и тржишне цене по акцији, односно у облику формуле:³¹

$$\text{Дивидендна стопа} = \frac{\text{Дивиденда по акцији}}{\text{Тржишна цена по акцији}}$$

Ова стопа показује текући принос који акционар остварује у проценту у односу на тржишну вредност акције коју поседује. И ова стопа се може анализирати у односу на стопу из претходне године, или из низа претходних

²⁹ Овај рацио (Dividend Payout Ratio) обележава се као DPS/EPS, што је скраћеница од Dividend per Share/Earnings per Share.

³⁰ Дивидендна политика је предмет каснијих излагања у глави XV ове књиге.

³¹ Ова стопа (Dividend Yield) се често обележава као DPS/MkPr, што је скраћеница од Dividends per Share / Market Price per Share.

година, као и у односу на просечну стопу у привредној грани у којој предузеће послује. Она представља значајан показатељ за будуће улагаче, нарочито оне који преферирају исплату дивиденди у односу на повећање капиталног добитка.

Дивидендна стопа се најчешће креће од 0 – 10%, или 12%.³² Дивидендна стопа од 0% јавља се код предузећа која нису декларисала дивиденду. Предузећа са израженим растом и развојем имају дивидендну стопу између 2 и 3%, док код "зрелих" предузећа та стопа износи између 7 и 8%.

Књиговодствена вредност по акцији

Књиговодствена вредност по акцији добија се дељењем "сопственог капитала" са бројем издатих обичних акција. Она се може израчунати следећом формулом:

$$\text{Књиговодствена вредност по акцији} = \frac{\text{Укупни сопствени капитал}}{\text{Број издатих обичних акција}}$$

Метод књиговодствене вредности подложен је критици јер полази од биланса стања који се заснива на историјским подацима, игнорише потенцијалне добитке који би се могли остварити коришћењем средстава и не разматра међузависност са тржишном вредношћу предузећа.

Међутим, књиговодствена вредност по акцији може се користити за утврђивање ликвидационе вредности, која представља стварни износ који ће примити обични акционари по једној акцији ако дође до ликвидације предузећа и продаје његових средстава.

1.4. ПОЈАМ И ВРСТЕ РИЗИКА И ДЕЈСТВО ЛЕВЕРИЦА

У најуопштенијем смислу може се рећи да се појам ризика односи на мању или већу неизвесност у погледу очекиваног исхода пословне активности. Суштина те неизвесности проистиче из недовољности и непоузданости

³² Hampton, J.J., Financial Decision Making, Prentice – hall, Inc, New Jersey, 1989., str.121.

информација на бази којих се доносе пословне одлуке. Сходно томе, треба разликовати и две врсте ризика, пословни и финансијски. Пословни ризик одржава инхерентно присутну неизвесност у погледу очекиваног пословног добитка, као приноса на укупна пословна средства. Окосница дејства тога ризика чине фиксни трошкови пословања који остају "крути" односно нееластични на краткорочне осцилације у обиму активности. Финансијски ризик, пак, детерминисан је неизвесношћу будућег нето добитка, као приноса на сопствена пословна средства. Његово дејство опредељено је присуством фиксних расхода финансирања који се са своје стране, не могу прилагодити краткорочним флукуацијама пословног добитка. Предузеће које ангажује обе врсте фиксних расхода, пословне и финансијске, излаже се, очигледно, и двоструком ризику, како пословном тако и финансијском, чије се комбиновано дејство назива тоталним или укупним ризиком.

Аналогно томе, може се говорити о пословном, финансијском и комбинованом леверицу (leverage-u).³³ Пословни левериц процењује ефекте привређивања са фиксним трошковима пословања; финансијски левериц квантифицира додатни ризик због фиксних финансијских расхода, док комбиновани левериц одржава ефекте тоталног ризика, односно сложено дејство пословног и финансијског леверица на нето добитак и стопу приноса на сопствена пословна средства.

1.4.1. Пословни ризик и пословни левериц (Leverage)

Механизам пословног леверица да се најлакше објаснити и схватити у контексту графикана рентабилитета који одражава ефекат дате комбинације обима продаје, асортимана производа, продајних цена, варијабилних и фиксних трошкова на пословни добитак који предузеће остварује из своје редовне активности. Што су већи обим и приходи од продаје, оптерећеност фиксним трошковима је мања и утолико је већи пословни добитак.

И обрнуто, што су мањи обим и приходи од продаје, оптерећеност фиксним трошковима је већа и утолико је мањи пословни добитак. Ова разлика у оптерећењу прихода фиксним трошковима има, дакле, за последицу да се пословни добитак, уз константност осталих фактора, мења јачим интензитетом него што се мења обим продаје. Релативни однос, пак, у интензитету тих промена мери се пословним леверицом. Он показује, наиме, однос процентуалне промене пословног добитка која настаје на бази процентуалне

³³ У буквалном смислу leverage значи дејство полуге, због чега се у нашој литератури често срећу називи: пословна полуга, финансијска полуга и комбинована полуга. Рекло би се, међутим, да за тако буквалними трапавим преводима нема неке озбиљне потребе с обзиром да је термин leverage опште прихваћен у финансијској литератури и има сасвим одређено и недвосмислено значење.

промене у обиму продаје, што се сматра прихватљивим мерилем пословног ризика којем је предузеће изложено.

За било који обим продаје теоријски је могуће утврдити степен дејства пословног леверица помоћу коефицијента односно фактора који квантифицира како се промена тога обима за одређени проценат одражава процентуално на промену пословног добитка.

$$\text{Фактор пословног леверица} = \frac{\% \text{ промене пословног добитка}}{\% \text{ промене обима продаје}}$$

Компоновање финансијске структуре односно структуре капитала непосредно је условљено интензитетом дејства пословног леверица и локацијом доње границе рентабилности. Велики фактор пословног леверица указује на ситуацију у којој се осетне флуктуације пословног добитка могу остварити на бази релативно малих промена у обиму продаје, што претпоставља и сразмерно висок степен пословног ризика. Ако се те промене одигравају око "нормалног" обима активности који није знатно удаљен од доње границе рентабилности, што је управо карактеристично за капитално интензивна предузећа, са високим учешћем фиксних трошкова у укупним трошковима, пословни добици се сукцесивно смењују са пословним губицима при иоле значајнијем порасту односно паду обима продаје. У таквим условима финансирање из дугова постаје знатно ризикантније. Ово не само због већег неповерења поверилаца у потенцијалну моћ зарађивања предузећа и, евентуално, више цене позајмљених извора, него и због повећане неизвесности да ће неповољне флуктуације пословних резултата довести предузеће у стање инсолвентности када оно више није у могућности да на време, и у целини, подмирује финансијске издатке који проистичу из отплате главнице дуга и периодичних расхода на име камате.

1.4.2. ФИНАНСИЈСКИ РИЗИК И ФИНАНСИЈСКИ ЛЕВЕРИЦ (LEVERAGE)

Слично фиксним трошковима пословања који детерминишу степен пословног ризика и доводе до дејства пословног леверица, фиксни финансијски расходи проузрокују финансијски ризик и активирају дејство финансијског леверица. Када се, наиме, укупна пословна средства финансирају делимично из дугова, који имају лимитиран принос, односно, уговорену цену, треба очекивати да се стопа приноса на сопствена средства, разликује од стопе приноса на укупна средства. Разлог томе лежи у разумној тежњи да стопа приноса на укупна пословна средства буде већа од цене позајмљених средстава, односно, просечне каматне стопе коју предузеће треба да плати за коришћење позајмљених извора финансирања. Стопа приноса на сопствена средства зависи, тада, не само од рентабилности укупних пословних улагања, него и од разлике

између просечне цене дуга и стопе приноса на укупна средства која треба да буду позитивна, мада може бити и негативна.

Интензитет дејства финансијског леверица зависи од степена којим су фиксни расходи на име камате покривени из пословног добитка, тј. добитка пре камате и опорезивања.

Треба констатовати и да дејство финансијског леверица на стопу приноса на сопствена средства зависи од два битна фактора: 1) апсолутне разлике између стопе приноса на укупна пословна средства и просечне каматне стопе, као цене позајмљених средстава и 2) структуре капитала предузећа, односно, релативног учешћа дугова у укупним изворима финансирања. Што је та разлика већа, уз релативно веће учешће дугова у укупним изворима, утолико је сразмерно већи ефекат финансијског леверица на стопу приноса на сопствена средства. Међутим, мора се имати у виду да тај ефекат може да буде и негативан с обзиром да левериц подједнако дејствује у оба правца. Наиме, када просечна каматна стопа постане већа од стопе приноса на укупна пословна средства, финансирање из дугова постаје неповољно са становишта предузећа, пошто има за последицу смањење стопе приноса на сопствена средства. Од тога, пак, да ли се, и колико учестало, ефекат леверица мења, у позитивном и негативном смислу, зависи и степен финансијског ризика којем је предузеће изложено. Дobar индикатор те изложености представља и коефицијент покрића фиксних расхода на име камате из пословног добитка који, на свој начин, указује на интензитет финансијског оптерећења, односно напрегнутост финансијске структуре предузећа.

Ефекат финансијског леверица, слично ефекту пословног леверица, може се изразити и у виду одговарајућег коефицијента или фактора.

$$\text{Фактор финансијског леверица} = \frac{\% \text{ повећање нето добитка}}{\% \text{ повећање пословног добитка}}$$

Пошто расходи на име камате представљају окосницу дејства финансијског леверица, логично је да њихов пораст у односу на пословни добитак доводи и до повећања фактора финансијског леверица. Или, другачије речено, што је коефицијент покрића расхода на име камате мањи, утолико је већи фактор финансијског леверица и обрнуто, што непосредно индицира степен изложености предузећа финансијском ризику.

1.4.3. ТОТАЛНИ РИЗИК И КОМБИНОВАНИ ЛЕВЕРИЦ

Пословни и финансијски левериц (Leverage) дејствују заједнички у истом правцу. Пошто пословни левериц детерминише однос процентуалног повећања пословног добитка према процентуалном порасту обима продаје, док финансијски левериц опредељује однос процентуалног повећања нето добитка према процентуалном повећању пословног добитка, очигледно је да се дејство једног и другог рефлектује, у крајњој инстанци, на стопу приноса на сопствена средства, с обзиром да она резултира из релативног односа нето добитка према сопственом капиталу.

Када се дејство оба леверица кумулира, добија се сложен или комбиновани левериц који одражава изложеност предузећа укупном или тоталном ризику, будући да неизвесност у погледу будућих нето добитака и приноса на сопствена средства води у директну међузависност са могућим осцилацијама у обиму активности, односно, променама у обиму и приходима од продаје. При томе је важно не сметнути са ума да се комбиновани левериц, односно сложено дејство пословног и финансијског леверица, мора анализирати у границама очекиваних осцилација обима према доњој граници рентабилности. Ово, као што је поменуто, важи утолико више за капитално интензивна предузећа, која карактерише високо учешће фиксних трошкова у укупним трошковима пословања, и где висок фактор пословног леверица обезбеђује сразмерно велике промене пословног добитка на бази релативно малих осцилација у обиму продаје. Таква динамика пословног резултата, у периодима када је пословна срећа наклонена предузећу, ствара илузију о неограниченој моћи зарађивања која га стимулира да путем даљег повећања обима утиче на несразмерно веће повећање пословног добитка. У евентуалном недостатку сопственог капитала за финансирање повећаног обима активности, оно не избегава да се и даље задужује, чиме практично интензивира финансијски ризик и дејство финансијског леверица на нето добитак и стопу приноса на сопствена средства. Таква политика, међутим, бременита је неизвесношћу да изненадни пад пословне активности не гурне предузеће у подручје пословног губитка, или пак, да пословни добитак редуцира на такав ниво да се из њега не могу подмирити финансијски издаци који су проузроковани финансирањем из дугова. Тиме се проблем финансијског управљања и политике поново враћа на вечиту дилему: како захтеве за максимирањем рентабилности ускладити са нужношћу одржавања здраве солвентности, односно ликвидности.

У домену испитивања леверица упутно је споменути вредност **Altmanovog Z-score modela** за предвиђање банкротства компаније.

Модел је збир показатеља који се пондеришу и на тај начин предвиђају банкротство компаније.

Алтманов Z – score модел

Едвард И. Алтман спровео је прво мултиваријантно истраживање односа финансијских показатеља и вероватности за стечај, чијим је истраживањем настао модел назван Алтман Z – score. Z – score је синтетички показатељ који предвиђа стечај предузећа у року од једне или две године. Развијен је на основу америчке привреде, проучавањем података 66 производних предузећа од којих су формиране две једнаке групе: здрава предузећа и она предузећа која су банкротирала у раздобљу од 1945. до 1965. године. За потребе истраживања примењена су 22 показатеља која су поступком мултиваријантне дискриминантне анализе (multiple discriminant analysis – MDA)³⁴ редукована на 5 финансијских показатеља која су најбоље одражавала финансијску ситуацију у предузећу.³⁵ На основу наведеног поступка произашла је следећа функција, односно модел:

Модел Z – score је представљен у наставку излагања.

$$Z = 0.717X_1 + 0.847X_2 + 3.107X_3 + 0.420X_4 + 0.998X_5$$

Где је :

X_1 = Нето обртна средства / Укупна актива

X_2 = Задржани добитак / Укупна актива

X_3 = Добитак пре камате и пореза (ЕБИТ) / Укупна актива

X_4 = Сопствени капитал / Укупне обавезе

X_5 = Приходи од продаје / Укупна актива

Тумачење резултата Z – score модела:

Ако је $Z < 1.20$ вероватноћа банкрота је велика (црна зона),

³⁴ Детаљније о томе, Алтман, Е.И.: Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, Journal of Finance, 1968; Altman, E-I., Haldeman, R., Narayanan, P., Zeta Analysis: Anew Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporation, Journal of Banking & Finance, 1, 1977

³⁵ Поступак одабира састојао се од четири корака: 1) проматрање статистичких карактеристика различитих комбинација показатеља, укључујући релативни статистички допринос појединачних показатеља, 2) корелативна анализа између показатеља, 3) анализа предвиђене тачности различитих комбинација између Показатеља, 4) аналитичка процена.

$Z > 2.90$ ниска вероватноћа банкрота (бела зона),

$1.20 < Z < 2.90$ сива зона (шансе за банкрот су 50%).

1.5. ИЗВЕШТАЈИ О ТОКОВИМА ФИНАНСИЈСКИХ СРЕДСТАВА

Током свог историјског развика, рачуноводство је конципирало и усавршавало биланс стања и биланс успеха као регуларне финансијске извештаје који природно резултирају из рачунског оквира двојног књиговодства. При томе је биланс стања осмишљен тако да пружи статичку слику вредности и структуре средстава која предузеће користи у обављању своје активности, као и композицију извора финансирања тих средстава у одређеној тачки времена, која је конвенционално усвојена као дан билансирања. Биланс успеха, пак, добио је задатак да извештава о финансијским резултатима пословне активности предузећа за појединачне одсечке времена, који су омеђени са два сукцесивна билансна стања, а који су, такође, конвенцијом прихваћени као обрачунски, односно, фискални периоди.

Мада су ти биланси необично значајни са финансијског становишта, с обзиром да представљају неопходан извор информација за финансијску анализу и доношење одлука о улагању у пословна средства и прибављању извора финансирања, они, ипак, нису довољни за оцену свих релевантних аспеката финансијске активности предузећа. Један од тих аспеката односи се, свакако, на динамику финансијских токова у предузећу, која обухвата изворе и употребу финансијских средстава унутар појединих обрачунских, односно, фискалних периода који су покривени билансом успеха.

Анализи тог аспекта финансијске активности, намењени су специфично припремљени извештаји о токовима финансијских средстава. У методолошком смислу, наима, ови извештаји не представљају непосредно изводе из рачунског оквира двојног књиговодства, већ се добијају, мање или више, изведеним путем, посебним реаранжирањем података који су већ садржани у периодичним билансима стања и успеха. Рудиментарни облици ових извештаја јављају се први пут почетком овог века, како у финансијској литератури, тако и практичној примени, али су све до скоро врло ретко публиковани као јавни извештаји предузећа. Заправо, тек од педесетих година XX века, извештаји о токовима финансијских средстава стекли су, изгледа, пуно право грађанства, што се види по томе да их литература препоручује, а пракса прихвата као

финансијске извештаје истог ранга који су већ раније добили биланс стања и биланс успеха.

1.5.1. ИЗВЕШТАЈ О ТОКОВИМА УКУПНИХ ПОСЛОВНИХ СРЕДСТАВА

Иманентну карактеристику пословања било којег предузећа чини управо то да оно представља динамичан процес, са низом пословних операција и трансакција, које се обављају симултано и сукцесивно, од којих свака на извештајан начин мења претходно затечену финансијску ситуацију, која је презентирана периодичним билансом стања. Отуда, ако се два биланса стања који одражавају финансијску позицију предузећа у два различита тренутка међусобно упореде, све промене у вредности и структури појединих билансних позиција могу се протумачити као последица дејства пословних операција и трансакција које су се догодиле у међувремену.

Полазећи од таквог дејства пословних операција и трансакција на биланс стања, постепено се дошло до сазнања да се на бази промена вредности појединих позиција активне и пасивне, које су настале између два сукцесивна биланса стања, могу реконструисати правац и квантитет кретања укупних пословних средстава, која могу да буду аналитички веома интересантна и корисна. У анализи финансијских токова, наиме, ова кретања су усмерена у два супротна правца од којих један показује метод прибављања, односно, изворе пословних средстава у посматраном периоду, а други начин коришћења, односно употребу тих средстава.

Неопходне информације о правцу и квантитету кретања укупних пословних средстава садржане су у разлици салда појединих позиција у коначном билансу стања у односу на почетни биланс. Те разлике могу да буду било позитивне или негативне, зависно већ од тога да ли означавају повећање или смањење вредности односних билансних позиција. При томе је важно запазити, посебно, да се 1) свако повећање пасивних позиција и 2) свако смањење активних позиција интерпретира као извор пословних средстава, док се, насупротив томе, свако смањење пасивних позиција и свако повећање активних позиција тумачи као употреба пословних средстава.

Сходно тим правилима, наиме, дугорочна или перманентна улагања у пословна средства треба да буду финансирана из дугорочних извора, било сопствених или позајмљених, док се само краткорочна или повремена улагања у пословна средства могу финансирати из краткорочних извора, било спонтаних

или уговорених. Дугорочна улагања односе се, начелно, на фиксна средства и стално потребна средства, која се сматрају перманентно потребним за обављање просечне активности предузећа у дужем року. Насупрот томе, онај део обртних средстава који у динамичком смислу одражава променљиве потребе за тим средствима у току године трба да буде финансиран из краткорочних извора.

Да ли се предузеће текуће придржава односних правила финансирања или не, може се верификовати, на одређени начин, конфронтирањем извора и употреба укупних финансијских средстава у посматраном периоду, класирајући их апроксимативно на дугорочне и краткорочне.

Основни недостатак тих информација које су садржане у извештају о токовима укупних финансијских средстава, састоји се у томе што не одражавају бруто вредност пословних и финансијских операција и трансакција у анализираном периоду, односно, њихов укупан промет, већ само њихов нето ефекат на салда билансних позиција. Због тога се покушава да се тај извештај прошири и обогати новим информацијама о изворима и употреби укупних финансијских средстава које се могу извући из 1) расподеле периодичног нето добитка, 2) објективирања амортизације као извора финансијских средстава и 3) реконструкције оних трансакција које су довеле до промене салда на рачунима фиксне имовине.

Периодични нето добици представљају за свако предузеће један од најелементарнијих извора сопствених средстава са којима се превасходно може рачунати приликом доношења одлука о улагањима у пословна средства и плаћању доспелих дугова. У извештају о токовима укупних финансијских средстава, међутим, који се сачињава на бази компарације два сукцесивна биланса стања, укупан нето добитак не фигурира као извор финансијских средстава. Разлог томе лежи у чињеници што се у пословни биланс стања преноси само онај део периодичног нето добитка који је акумулиран, односно задржан у послу, али не и онај део који је распоређен за различите видове непословне потрошње, наменске и личне. Сматра се, отуда, да је, са чисто аналитичког становишта, информативније и исправније да се у извештају о токовима финансијских средстава, укупан нето добитак прикаже као извор тих средстава, а распоређени део као њихова употреба.

Поред нето добитка, у извештајима о токовима финансијских средстава и амортизација дугорочних улагања у фиксна средства, обично се помиње и третира као извор самофинансирања предузећа, односно извор финансијских средстава из редовног пословања. С тим у вези диференцирали су се временом и два аспекта амортизације – рачуноводствени и финансијски. У рачуноводственом смислу, амортизација представља, трошак пословања који

резултира из отписивања фиксних средстава на интерне обрачунске периоде унутар укупног века трајања тих средстава. Циљ отписивања састоји се првенствено у временској и предметној алокацији трошкова за потребе утврђивања периодичних резултата. Због тога се амортизација, заједно са осталим трошковима пословања, третира као редован расход у билансу успеха, који је потребно у целини надокнадити из прихода од реализације производа и услуга пре утврђивања пословног и нето добитка.

Финансијско схватање амортизације, конзистентно је логици финансијских токова, извора и употребе финансијских средстава. Доследно тој логици, наиме, приходи од продаје производа и услуга представљају изворе финансијских средстава из пословања, док трошкови, односно расходи, претпостављају њихову употребу. Ипак, ни у том финансијском контексту посматрања, структура расхода није хомогена. Неки од њих захтевају симултане издатке финансијских средстава, односно ефективну употребу готовине, због неопходности непосредног репродуковања релевантних фактора пословања из којих потичу или се односе на настале новчане обавезе. Други расходи проистичу из књиговодствених операција којима се само констатује смањење иницијалних издатака за већ прибављене факторе, који се репродукују у релативно дугом року, због чега не проузрокују текуће издатке новчаног капитала, односно ефективну употребу финансијских средстава. Типичан пример таквих расхода представља и амортизација фиксних средстава, или другим речима, пошто ачпкација амортизације на поједине периоде унутар укупног века трајања фиксних средстава не захтева истовремено и непосредне издатке финансијских средстава, накнађена средства из периодичних прихода од продаје производа и услуга остају предузећу на располагању у висини трошкова амортизације. То је разлог што се у анализи о планирању финансијских токова нето добитак увећан за амортизацију третира као извор финансијских средстава који спонтано настаје из редовног пословања.

Реконструкција трансакција, међутим, које су довеле до промене салда на рачунима фиксних средстава у посматраном периоду, може да представља знатно сложенији проблем с обзиром да претпоставља детаљнију анализу промета на рачунима фиксне имовине. Финансијске аспекте ових трансакција, није могуће сагледати из напред приказаног извештаја о токовима укупних финансијских средстава пошто се у њему промене садашње вредности фиксних средстава испољавају као резултанта, односно као нето ефект супротних трансакција, набавки и продаја, које су могле имати за последицу било повећање или смањење вредности тих средстава. Сматра се, због тога, да би на бази рачуноводствене евиденције било неопходно рекапитулирати бруто ефекте односних трансакција у том смислу да извештај о токовима укупних финансијских средстава покаже: 1) колика су била улагања у фиксна средства по њиховим набавним вредностима у току посматраног периода, а колика смањења тих средстава услед продаје, 2) како су се те набавке односно продаје,

одразиле на салдо вредности фиксних средстава и 3) какав је утицај односних промена на изворе и употребу укупних финансијских средстава.

1.5.2. ИЗВЕШТАЈИ О ТОКОВИМА НОВЧАНИХ СРЕДСТАВА – ГОТОВИНЕ

Пословни процес у предузећу може се објаснити и као непрекидна конверзија готовине, неновчана средства – реалитете, потраживања и друга права – која се затим поново конвертују у готовину. Смисао ове континуелне конверзије састоји се у томе да се из таквог пословног циклуса извуче више готовине него што је у њега уложено. Тај вишак примања над издавањем односи се превасходно на реализовани и наплаћени нето добитак који предузећу стварно остаје на располагању за акумулацију и остале видове непословне потрошње. Саобразно таквом углу посматрања, неновчана пословна средства, представљају просто неопходне транзитне станице у циркуларном претварању готовине у готовину посредством разних пословних и финансијских операција и трансакција.

Тај циркуларни ток готовине у предузећу има своја два аспекта: интерни и екстерни. Интерни ток је, по природи, регуларан и односи се на улагања готовине у фиксна средства, залихе, трошкове и расходе са циљем да се увећана врате продајом производа и услуга за готово, наплатом потраживања од купаца или, евентуално, продајом фиксних средстава која су испала из функције. Екстерни ток је, мање редован и показује повремене изворе и употребе, приливе и одливе готовине у предузеће и изван њега који доприносе проширењу или сужавању интерног тока. Мисли се, наиме, на примања готовине која потичу из нових задужења или повећања сопствених извора финансирања мимо редовног пословања (субвенције, дотације, премије и сл.), као и на издатке готовине за отплату главнице дуга, плаћања периодичних расхода на име камате, измирење пореских обавеза, непословну потрошњу расподељеног нето добитка и сл.

Перманентна финансијска контрола и управљање овим током неопходни су из неколико разлога. У њиховој је компетенцији, пре свега, да обезбеде такву циркулацију готовине која ће омогућити нормалну новчану репродукцију утрошених пословних средстава и исплату финансијских обавеза предузећа о роковима њиховог доспећа. Сваки озбиљнији застој у циркулацији готовине, који има за последицу њен дефицит у односу на текуће потребе, може да доведе до финансирања редовног пословања из неповољних извора, повећања финансијских расхода и слабљења рентабилности, погоршања кредитног бонитета и опадања ликвидности па, чак, и банкротства предузећа, уколико се

дословно респектују финансијски критеријуми привређивања. Са друге стране, сваки вишак готовине од редовних пословних потреба неминовно се испољава кроз смањење рентабилности укупних пословних средстава. Мада се извештај принос може остварити и на бази прихода готовине и њених супституата, пре свега у виду камате, пословна средства се обично не држе у тој форми у циљу привређивања с обзиром да одбацују, по правилу, пуну стопу приноса у поређењу са средствима која су уложена у производњу и продају производа и услуга. Друго, рационална синхронизација интерног и екстерног тока готовине треба да омогући предузећу да иде у корак са техничким и технолошким прогресом који је тако присутан и интензиван у савременом свету.

Релевантне информације, међутим, за контролу и управљање токовима готовине не могу се добити непосредно на бази конвенционалних рачуноводствених метода и поступака који су срачунати на периодично утврђивање финансијског стања и успеха предузећа. Пресудан разлог за ту неусклађеност лежи, свакако у чињеници да се у рачуноводству извори и употребе, односно примања и издавања готовине не региструју обавезно у истим периодима на које су алоцирани приходи, трошкови и расходи који са њима кореспондирају. Због тога се и може десити да предузеће у једном периоду књиже изнад просечни пословни и нето добитак, а да ипак, осети крајњу несташницу за готовином, као што је могућа и обрнута ситуација да у периоду који је завршен са пословним губитком оствари вишак готовине у односу на текуће потребе. И баш тај несклад у токовима резултата и готовине довео је до потребе да се они посебно утврђују и презентирају. Док се динамички токови резултата пословања обрачунавају и исказују помоћу биланса успеха, периодични токови готовине сумирају се у посебним извештајима. Ти извештаји, слично извештајима о токовима укупних и нето обртних средстава, не претстављају оригиналне изводе из рачуноводства већ се добијају посредним путем, специфичним аранжирањем података, који су већ садржани у компаративним билансима стања и биланса успеха.

Свако смањење салда готовине не мора, по себи, да означава незадовољавајућу и забрињавајућу циркулацију новца. Да би се могла дати тактички компетентна оцена те циркулације у сваком конкретном случају, неопходно је испитати подробније структуру извора и употребе готовине и то са одређеног аспекта. Један од тих аспеката односи се, свакако, на утицај оствареног тока готовине на стање ликвидности предузећа.

Још разумењу интерпретацију токова готовине обезбеђује извештај који се сачињава превођењем обрачунских токова, прихода и расхода, на новчане токове, примања и издавања готовине из редовног пословања. То превођење је могуће због тога што се приходи и расходи из биланса успеха налазе у

непосредном кореспондентском односу са појединим позицијама обртних средстава и краткорочних обавеза у билансу стања.

Користећи разлике у салдима релевантних позиција обртних средстава и краткорочних обавеза, приходи и расходи из периодичног биланса успеха могу се кориговати на примања и издавања готовине, односно нето новчани ток из пословања.

Анализа новчаних токова предузећа се допуњава и са анализом специфичних финансијских коефицијената који се односе на позиције из извештаја о новчаним токовима. У том смислу, говоримо о следећим финансијским коефицијентима: однос нето новчаног тока и нето добитка, учешће нето новчаног тока у приходима од продаје, однос нето новчаног тока и укупних средстава предузећа и утврђивање слободног новчаног тока.

- **Однос нето новчаног тока и нето добитка** = Нето новчани ток из пословне активности / Нето добитак активности / Нето добитак

Овај коефицијент показује колико је предузеће способно да генерише нето новчаних токова из пословне активности на сваки динар нето добитка оствареног у текућем обрачунском периоду. Ако је овај однос виши у односу на просек гране или у односу на претходне пословне године, то значи да је предузеће способно да "извлачи" готовину из пословне делатности.

- **Учешће нето новчаног тока у приходима од продаје** = Нето новчани ток из пословне активности / Нето приходи од продаје

Овај коефицијент показује колико је предузеће остварило нето новчаног тока из пословне активности на сваки динар нето прихода од продаје. Овај коефицијент је мерило способности активности продаје да генерише новчане токове. То даље значи да већи коефицијент значи већу способност продаје у генерисању прилива готовине из пословне активности.

- **Однос нето новчаног тока и укупних средстава предузећа** = Нето новчани ток из пословне активности / Просечна укупна средства предузећа

Овај коефицијент показује колико је предузеће остварило нето новчаних токова из пословне активности на сваки динар просечно уложених укупних средстава предузећа. Овај коефицијент је мерило способности средстава (имовине) предузећа да генерише готовину.

- **Слободан новчани ток (free cash flow)** = Нето новчани ток из пословне активности – Дивиденде – Нето улагања у дугорочна (стална) средства

Нето улагања у дугорочна (стална) средства = Приливи од продаје сталних средстава – Одливи по основу набавке сталних средстава

Слободан новчани ток (free cash flow) је значајно мерило успешности предузећа којег инвеститори веома радо користе у анализи атрактивности акција предузећа на финансијским тржиштима. Овај новчани ток се дефинише као мерило остатка готовине из пословних активности када се исплате дивиденде и када се изврше улагања у раст предузећа.

ПРАКТИЧНИ ПРИМЕРИ АНАЛИЗЕ ФИНАНСИЈСКИХ ИЗВЕШТАЈА

Ради приказивања практичних примера анализе финансијских извештаја коришћени су извештаји предузећа "ТЕРМОМЕТАЛ" Предузеће за израду опреме и термичку обраду Д.О.О. ; Ада, 29 Новембар 13. за период од 01.01. до 31.12. 2007 године, као и период од 01.01. до 31.12. 2008. године.

1. Хоризонтална анализа и Вертикална анализа

А) Хоризонтална анализа биланса стања

-2008/2006 ПОСЛОВНОЈ ГОДИНИ-

* у хиљадама

Ставке биланса стања	2008.	2006.	Промена	Промена у %
Стална иновина	188.844	130.927	57.917	44,24
Некретнине, постројења, опрема и биолошка средства	185.474	130.851	54.623	41,74
Дугорочни финансијски пласмани	949	76	873	1148,68
Обртна имовина	157.972	85.598	72.374	84,55
Залихе	104.394	55.008	49.386	89,78
Краткорочна потраживања, пласмани и готовина	53.578	30.590	22.988	75,15
Укупно АКТИВА	346.816	216.525	130.291	60,17

На основу хоризонталне анализе АКТИВЕ биланса стања за 2008. пословну годину у односу на 2006. пословну годину уочено је следеће:

Стална имовина је повећана за 44,24%,при чему су некретнине,постројења, опрема и биолошка средства повећани за 41,74%,а дугорочни финансијски пласмани за чак 1148,68%.

Обртна имовина је повећана за 84,55%,при чему је вредност залиха повећана за 89,78% а краткорочна потраживања,пласмани и готовина за 75,15%.

Укупна АКТИВА је повећана за износ од 130 291 000,00 односно 60,17%.

* у хиљадама

Ставке биланса стања	2008.	2006.	Промена	Промена у %
Капитал	260.603	186.685	73.918	39,60
Нераспоређени добитак	256.896	182.978	73.918	40,40
Дугорочна резервисања и обавезе	85.431	29.840	55.591	186,30
Дугорочне обавезе	32.733	1.634	31.099	1903,24
Краткорочне обавезе	46.015	27.219	18.796	69,05
Краткорочне финансијске обавезе	2.128	1.351	777	57,51
Обавезе из пословања	31.381	17.709	13.672	77,20
Укупно ПАСИВА	346.816	216.525	130.291	60,17

На основу хоризонталне анализе ПАСИВЕ биланса стања за 2008. пословну годину у односу на 2006. пословну годину уочено је следеће:

Капитал је повећан за 39,6%,при чему је износ нераспоређеног добитка повећан за 40,4%.Дугорочна резервисања и обавезе су повећане за 186,3%,при чему су дугорочне обавезе повећане за 1903,24% (узет је дугорочни кредит у 2008.години).

Краткорочне обавезе су повећане за 69,05%,при чему су краткорочне финансијске обавезе повећане за 57,51%,а обавезе из пословања за 77,2%.

Укупна ПАСИВА је повећана за 60,17%.

-2008/2007 ПОСЛОВНОЈ ГОДИНИ-

*** у хиљадама**

Ставке биланса стања	2008.	2007.	Промена	Промена у %
Стална имовина	188.844	150.757	38.087	25,26
Некретнине, постројења, опрема и биолошка средства	185.474	149.557	35.917	24,02
Дугорочни финансијски пласмани	949	236	713	302,12
Обртна имовина	157.972	117.788	40.184	34,12
Залихе	104.394	76.632	27.762	36,23
Краткорочна потраживања, пласмани и готовина	53.578	41.156	12.422	30,18
Укупно АКТИВА	346.816	268.545	78.271	29,15

На основу хоризонталне анализе АКТИВЕ биланса стања за 2008. пословну годину у односу на 2007. пословну годину уочено је следеће:

Стална имовина је повећана за 25,26%, при чему су некретнине, постројења, опрема и биолошка средства повећани за 24,02%, а дугорочни финансијски пласмани за 302,12%.

Обртна имовина је повећана за 34,12%, при чему је вредност залиха повећана за 36,23%, а краткорочна потраживања, пласмани и готовина за 30,18%.

Укупна АКТИВА је повећана за износ од 78 271 000,00 односно 29,15%.

*** у хиљадама**

Ставке биланса стања	2008.	2007.	Промена	Промена у %
Капитал	260.603	226.990	33.613	14,81
Нераспоређени добитак	256.896	223.283	33.613	15,05
Дугорочна резервисања и обавезе	85.431	41.555	43.876	105,59
Дугорочне обавезе	32.733	607	32.126	5292,59
Краткорочне обавезе	46.015	39.868	6.147	15,42
Краткорочне финансијске обавезе	2.128	799	1.329	166,33
Обавезе из пословања	31.381	29.032	2.349	8,09
Укупно ПАСИВА	346.816	268.545	78.271	29,15

На основу хоризонталне анализе ПАСИВЕ биланса стања за 2008. пословну годину у односу на 2007. пословну годину уочено је следеће:

Капитал је повећан за 14,81%,при чему је износ нераспоређеног добитка повећан за 15,05%.Дугорочна резервисања и обавезе су повећане за 105,59%,при чему су дугорочне обавезе повећане за 5292,59% (узет је дугорочни кредит у 2008.години).

Краткорочне обавезе су повећане за 15,42%,при чему су краткорочне финансијске обавезе повећане за 166,33%,а обавезе из пословања за 8,09%.

Укупна ПАСИВА је повећана за 29,15%.

Б)Вертикална анализа биланса стања

* у хиљадама

АКТИВА	2008.	У %	2007.	У%	2006.	У%
Стална имовина	188.844	54,45	150.757	56,14	130.927	60,47
Некретнине, постројења и опрема	185.474	53,48	149.557	55,69	130.851	60,43
Обртна имовина	157.972	45,55	117.788	43,86	85.598	39,53
Залихе	104.394	30,10	76.632	28,54	55.008	25,40
Краткорочна потраживања, пласмани и готовина	53.578	15,45	41.156	15,33	30.590	14,13
Готовински еквиваленти и готовина	25.948	7,48	14.422	5,37	10.064	4,65
Укупна АКТИВА	346.816	100,00	268.545	100,00	216.525	100,00

На основу вертикалне анализе биланса стања дела АКТИВА уочено је следеће:

У 2006. пословној години укупна актива је износила 216 525 000,00 динара.

Стална средства су чинила 60,47% укупне активе, при чему су некретнине, постројења и опрема чиниле 60,43% укупне активе.

Обртна имовина је обухватала 39,53% укупне активе, при чему су залихе чиниле 25,4% укупне активе.

Краткорочна потраживања, пласмани и готовина су обухватале 14,13%, при чему су готовински еквиваленти и готовина чинили 4,65% укупне активе.

У 2007. пословној години укупна актива је износила 268 545 000,00 динара.

Стална средства су чинила 56,14% укупне активе, при чему су некретнине, постројења и опрема чиниле 55,69% укупне активе.

Обртна имовина је обухватала 43,86% укупне активе, при чему су залихе чиниле 28,54% укупне активе.

Краткорочна потраживања, пласмани и готовина су обухватале 15,33%, при чему су готовински еквиваленти и готовина чинили 5,37% укупне активе.

У 2008. пословној години укупна актива је износила 346 816 000,00 динара. Стална средства су чинила 54,45% укупне активе, при чему су некретнине, постројења и опрема чиниле 53,48% укупне активе. Обртна имовина је обухватала 45,55% укупне активе, при чему су залихе чиниле 30,10% укупне активе. Краткорочна потраживања, пласмани и готовина су обухватале 15,45%, при чему су готовински еквиваленти и готовина чинили 7,48% укупне активе

* у хиљадама

PASIVA	2008.	У %	2007.	У%	2006.	У%
Капитал	260.603	75,14	226.990	84,53	186.685	86,22
Нераспоређе ни добитак	256.896	74,07	223.283	83,15	182.978	84,51
Дугорочна резервисања и обавезе	85.431	24,63	41.555	15,47	29.840	13,78
Дугорочне обавезе	32.733	9,44	607	0,23	1.634	0,75
Краткорочне обавезе	46.015	13,27	39.868	14,85	27.219	12,57
Обавезе из пословања	31.381	9,05	29.032	10,81	17.709	8,18
Укупна ПАСИВА	346.816	100,00	268.545	100,00	216.525	100,00

На основу вертикалне анализе биланса стања дела ПАСИВА уочено је следеће:

У 2006. пословној години капитал је чинио 86,22% укупне пасиве, при чему је износ нераспоређеног добитка чинио 84,51% укупне пасиве. Дугорочна резервисања и обавезе су чиниле 13,78% укупне пасиве, при чему су дугорочне обавезе обухватале 0,75% укупне пасиве. Краткорочне обавезе су чиниле 12,57% укупне пасиве, при чему су обавезе из пословања обухватале 8,18% укупне пасиве.

У 2007. пословној години капитал је чинио 84,53% укупне пасиве,при чему је износ нераспоређеног добитка чинио 83,15% укупне пасиве.

Дугорочна резервисања и обавезе су чиниле 15,47% укупне пасиве,при чему су дугорочне обавезе обухватале 0,23% укупне пасиве.

Краткорочне обавезе су чиниле 14,85% укупне пасиве,при чему су обавезе из пословања обухватале 10,81% укупне пасиве.

У 2008. пословној години капитал је чинио 75,14% укупне пасиве,при чему је износ нераспоређеног добитка чинио 74,07% укупне пасиве.

Дугорочна резервисања и обавезе су чиниле 24,63% укупне пасиве,при чему су дугорочне обавезе обухватале 9,44% укупне пасиве.

Краткорочне обавезе су чиниле 13,27% укупне пасиве,при чему су обавезе из пословања обухватале 9,05% укупне пасиве.

***Примећује се опадање процентуалног учешћа сталних средстава у структури Активе,односно учешћа капитала у структури Пасиве.**

Такође се примећује пораст процентуалног учешћа обртне имовине у структури Активе,односно учешћа дугорочних резервисања и обавеза у структури Пасиве.

У 2006. пословној години капитал и дугорочне обавезе су чиниле 86,97% ПАСИВЕ,док су стална средства и залихе чиниле 85,87% АКТИВЕ.

У 2007. пословној години капитал и дугорочне обавезе су чиниле 84,76% ПАСИВЕ,док су стална средства и залихе чиниле 84,68% АКТИВЕ.

У 2008. пословној години капитал и дугорочне обавезе су чиниле 84,58% ПАСИВЕ,док су стална средства и залихе чиниле 84,55% АКТИВЕ.

На основу претходно изложеног може се утврдити да је Билансно правило финансирања у ширем смислу у ПОТПУНОСТИ испуњено у све три претходне пословне године!

Вертикална анализа биланса успеха

* у хиљадама

Ставке биланса успеха	2008.	2008. (у % од прихода)	2007.	2007. (у % од прихода)	2006.	2006. (у % од прихода)
Приходи од продаје	362.372	100	319.850	100	242.320	100
Набавна вредност продате робе	19.161	5,29	12.985	4,06	3.107	1,28
Трошкови материјала	139.825	38,59	143.548	44,88	97.397	40,19
Трошкови зарада, накна да зарада и остали лични расходи	130.486	36,01	113.908	35,61	76.246	31,47
Остали пословни расходи	41.999	11,59	34.844	10,89	29.312	12,10
Пословни добитак	35.190	9,71	41.321	12,92	38.890	16,05
Нето Добитак	38.540	10,64	40.305	12,60	35.878	14,81

На основу вертикалне анализе биланса успеха може се уочити следеће:

- Повећава се учешће набавне вредности продате робе
- Смањено је учешће трошкова материјала у 2008. години у односу на претходне две пословне године
- Повећава се учешће трошкова зарада, накнада зарада и осталих личних расхода
- Учешће осталих пословних расхода је у 2008. години веће него у 2007. години, али је смањено у односу на 2006. пословну годину.
- Смањује се учешће пословног добитка као и нето добитка у приходима од продаје, што може представљати опадање приносне снаге компаније.

1.3.Анализа помоћу финансијских показатеља- RATIO ANALYSIS

1.3.1.Показатељи ликвидности

* у хиљадама

Ставке биланса стања	2008.	2007.	2006.
Обртна имовина	157.972	117.788	85.598
Краткорочне обавезе	46.015	39.868	27.219
Ликвидна средства	47.616	39.303	27.849
Општи рацио ликвидности	3,43	2,95	3,14
Ригорозни рацио ликвидности	1,03	0,99	1,02
Нето обртна средства (Working capital)	111.957	77.920	58.379

У 2006. години општи рацио ликвидности је износио 3,14 што значи да се сваки динар краткорочних обавеза покривао са 3,14 динара обртне имовине.Будући да је нормала за овај показатељ 2:1 може се рећи да је предузеће ликвидно са аспекта овог показатеља.

Ригорозни рацио ликвидности је износио 1,02.Будући да је нормала за овај показатељ 1:1,може се рећи да је предузеће ликвидно са аспекта овог показатеља.

У 2007. години општи рацио ликвидности је износио 2,95 што значи да се предузеће са аспекта овог показатеља може сматрати ликвидним,имајући у виду нормалу од 1:1.

Ригорозни рацио ликвидности је износио 0,99 што није добар знак,будући да је нормала за овај показатељ 1:1 и предузеће се не може сматрати у потпуности ликвидним са аспекта овог показатеља.

У 2008. години општи рацио ликвидности је износио 3,43 што је добар показатељ имајући у виду нормалу од 2:1.

Ригорозни рацио ликвидности је износио 1,03 што је такође добар показатељ, имајући у виду нормалу од 1:1.

Може се увидети да се износ нето обртних средстава повећава сваке године, што је добар знак, са аспекта могућег прибављања будућих краткорочних извора финансирања.

1.3.2. Показатељи пословне активности

-Коефицијент обрта купаца

* у хиљадама

Ставке	2008.	2007.	2006.
Приходи од продаје	362.372	319.850	242.320
Салдо купаца	20.388	24.881	17.785
Просечан салдо купаца	22.635	21.333	/
Коефицијент обрта купаца	16,01	14,99	/
Просечан период наплате	22,49	24,01	/
Просечан износ дневних продаја	1006,59	888,47	/
Период наплате потраживања	20,25	28,00	/

*услед немогућности прибављања података о салду купаца из 2005. пословне године немогуће је било израчунати показатеље за 2006. пословну годину који би се могли сматрати упоредивим са наредне две пословне године.

-Коефицијент обрта залиха

* у хиљадама

Ставке	2008.	2007.	2006.
Цена коштања реализованих производа	158.986	156.533	100.504
Залихе	104.394	76.632	55.008
Просечан салдо залиха	90.513	65.820	/
Коефицијент обрта залиха	1,76	2,38	/
Просечно време трајања једног обрта	204,95	151,38	/
Просечни трошкови дневних продаја	441,63	434,81	/
Период продаје залиха	236,38	176,24	/
Период наплате потраживања	20,25	28,00	/
Период конверзије залиха у готовину	256,63	204,24	/

*услед немогућности прибављања података о салду залиха из 2005. пословне године немогуће је било израчунати показатеље за 2006. пословну годину који би се могли сматрати упоредивим са наредне две пословне године.

-Коефицијент обрта добављача

*** у хиљадама**

Ставке	2008.	2007.	2006.
Цена коштања реализованих производа	158.986	156.533	100.504
Разлике у почетним салдима залиха	27.762	21.624	/
Добављачи	31.381	29.032	17.709
Просечан салдо добављача	30.207	23.371	/
Коефицијент обрта добављача	6,18	7,62	/
Просечно време плаћања	58,23	47,22	/

*услед немогућности прибављања података о салду залиха из 2005. пословне године немогуће је било израчунати показатеље за 2006. пословну годину који би се могли сматрати упоредивим са наредне две пословне године.

-Коефицијент обрта укупних обртних средстава

*** у хиљадама**

$$2008 = 354\,419 / ((157\,972 + 117\,788)/2) = 2,57$$

$$2007 = 324\,739 / ((117\,788 + 85\,598)/2) = 3,19$$

*недоступни подаци о салду обртне имовине за 2005. пословну годину

*** у хиљадама**

Ставке	2008.	2007.
Укупни расходи	354.419	324.739
Просечна обртна средства	137.880	101.693
Коефицијент покрића ук.обртних средстава	2,57	3,19

*недоступни подаци о салду обртне имовине за 2005. пословну годину

-Коефицијент обрта нето обртних средстава

*** у хиљадама**

Ставке	2008.	2007.	2006.
Приходи од реализације	362.372	319.850	242.320
Нето обртна средства	111.957	77.920	58.379
Просечна нето обртна средства	94.939	68.150	/
Коефицијент обрта нето обртних средстава	3,82	4,69	/

*недоступни подаци о износу нето обртних средстава за 2005. пословну години

-Коефицијент обрта укупних пословних средстава и коефицијент обрта сопствених средстава

* у хиљадама

Ставке	2008.	2007.	2006.
Нето приходи од реализације	362.372	319.850	242.320
Укупна пословна средства	346.816	268.545	216.525
Сопствена средства	260.603	226.990	186.685
Просечна сопствена средства	243.797	206.838	/
Коефицијент обрта пословних средстава	1,18	1,32	/
Коефицијент обрта сопствених средстава	1,49	1,55	/

*недоступни подаци о износу сопствених средстава за 2005. пословну годину

***Коефицијент обрта фиксних средстава није било могуће утврдити услед недоступности података о набавној вредности фиксних средстава!**

1.3.3. Показатељи финансијске структуре

-Однос позајмљених према укупним и сопственим изворима финансирања

* у хиљадама

Ставке	2008.	2007.	2006.
Дугорочна резервисања и обавезе	85.431	41.555	29.840
Дугорочне обавезе	32.733	607	1.634
Сопствени капитал	260.603	226.990	186.685
Укупна пасива	346.816	268.545	216.525
Однос позајмљених према укупним изворима	0,246329	0,154741	0,137813
Однос дугорочног дуга и сопственог капитала	0,125605	0,002674	0,008753
Однос дугорочног дуга према укупној капитализацији	0,111589	0,002667	0,008677

У 2008. пословној години позајмљени ивори су чинили **24,63%** укупних извора финансирања. Однос дугорочног дуга и сопственог капитала је износио **0,1256 : 1**.

Однос дугорочних обавеза према дугорочним изворима финансирања је износио **0,11158 : 1**.

У 2007. пословној години позајмљени ивори су чинили **15,47%** укупних извора финансирања. Однос дугорочног дуга и сопственог капитала је износио **0,00267 : 1**.

Однос дугорочних обавеза према дугорочним изворима финансирања је износио **0,00266 : 1**.

У 2006. пословној години позајмљени ивори су чинили **13,78%** укупних извора финансирања. Однос дугорочног дуга и сопственог капитала је износио **0,00875 : 1**.

Однос дугорочних обавеза према дугорочним изворима финансирања је износио **0,00867 : 1**.

-Коефицијент покрића расхода на име камате

* у хиљадама

Ставке	2008.	2007.	2006.
Пословни добитак	35.190	41.321	38.890
Расходи на име камате	127	483	506
Коефицијент покрића расхода на име камате	277,09	85,55	76,86

1.3.4. Показатељи рентабилности

-Стопа пословног и нето добитка

* у хиљадама

Ставке	2008.	2007.	2006.
Приходи од продаје	362.372	319.850	242.320
Пословни добитак	35.190	41.321	38.890
Нето добитак	38.540	40.305	35.878
% Пословног добитка	9,71	12,92	16,05
% Нето добитка	10,64	12,60	14,81

***Примећује се опадање стопе пословног добитка као и стопе нето добитка!**

-Стопа приноса на укупна пословна средства и стопа приноса на сопствена пословна средства

* у хиљадама

Ставке	2008.	2007.	2007.
Пословни добитак	35.190	41.321	38.890
Нето добитак	38.540	40.305	35.878
Укупна средства	346.816	268.545	216.525
Просечна укупна средства	307.681	242.535	/
Сопствена средства	260.603	226.990	186.685
Просечна сопствена средства	243.797	206.838	/
% приноса на укупна пословна средства	11,44	17,04	/
% приноса на просечна сопствена средства (ROE)	15,81	19,49	/

*услед немогућности прибављања података о 2005. пословној години немогуће је било утврдити стопе приноса за 2006. пословну годину!

Примећује се опадање стопе приноса на укупна средства као и стопе приноса на сопствена средства што може представљати опадање приносне снаге компаније!

- Du Pont систем анализе -

-Основна Du Pont формула

Ставке	2008.	2007.
% Нето добитка	10,64	12,60
Коефицијент обрта укупних пословних средстава	1,18	1,32
Стопа нето приноса на укупна средства (ROA)	12,52	16,62

*услед немогућности прибављања података о 2005. пословној години немогуће је било израчунати показатеље за 2006. пословну годину који би били упоредиви са наредне две пословне године!

ROA представља резултат множења стопе нето добитка и коефицијента обрта укупних средстава.

* у хиљадама

Ставке	2008.	2007.
Нето добитак	38.540	40.305
Просечна АКТИВА	307.681	242.535
ROA	12,53	16,62

***ROA** се добија стављањем у однос нето добитка и просечних средстава предузећа односно просечне АКТИВЕ.

-Проширена Du Pont формула

* у хиљадама

Ставке	2008.	2007.
Просечна АКТИВА	307.681	242.535
Просечни сопствени капитал	243.797	206.838
Мултипликатор сопственог капитала	1,2620	1,1726
ROA	12,53	16,62
ROE	15,81	19,49

*услед немогућности прибављања података о 2005. пословној години немогуће је било израчунати показатеље за 2006. пословну годину који би били упоредиви са наредне две пословне године!

Примећује се опадање стопе приноса на укупна средства (ROA) као и стопе приноса на сопствени капитал (ROE)!

1.3.5.Показатељи тржишне вредности компаније

*За потребе приказивања практичних примера показатеља тржишне вредности компаније коришћени су извештаји предузећа "Инос-Синма" а.д. Севојно, Драгачевска бб.

-Нето добитак по акцији = $28\,131\,000 / 908\,624 = 30,96$ динара

*Важан аспект овог показатеља је уколико две компаније имају исту зараду по акцији јесте са коликим капиталом су оне успеле да направе ту добит по акцији.

-Однос тржишне цене и нето добитка по акцији (P/E Ratio) = $709 / 30,96 = 22,93$

*Што је виши овај показатељ то инвеститори очекују већу зараду у будућности у односу на компаније са нижим показатељем.

-Показатељ плаћања дивиденди = $29,42 / 30,96 = 95\%$

*вредност одвојених средстава за дивиденду је износио 26 724 288,5 динара доке је нето добитак у тој години износио 28 131 000 динара.

-Дивиденда стопа = $90,25 / 709 = 12,72\%$

*подаци узети са сајта Београдске берзе

-Књиговодствена вредност по акцији = $497\,017\,328 / 908\,624 = 547$ динара

-Тржишна вредност фирме (Mcap) = $296\,097 \times 709 = 209\,932\,773$ динара

*подаци о броју емитованих акција у промету узети са сајта Београдске берзе

-Однос тржишне вредности и књиговодствене вредности акције (P/B value)
= $709 / 547 = 1,296$

*овај показатељ говори да је тржишна вредност акције већа за 29,6% у односу на књиговодствену вредност те акције.

1.4.Анализа Leverage-a

-Пословни Leverage

* у хиљадама

Ставке	2008.	2007.	2006.
Приходи од продаје	362.372	319.850	242.320
Промена у приходима од продаје	42.522	77.530	/
Промена у %	13,29	31,99	/
Пословни добитак	35.190	41.321	38.890
Промена код пословног добитка	-6.131	2.431	/
Промена у %	-14,84	6,25	/
Фактор Пословног Leverage-a	-1,116	0,195	/

*услед немогућности прибављања података за 2005. пословну годину немогуће је било утврдити фактор пословног leverage-a за 2006. годину.

Фактор пословног leverage-a за 2007. износи 0,195, што значи да са повећањем прихода од продаје за 1% пословни добитак ће се повећати за 0,195%.

Фактор пословног leverage-a за 2008. износи 1,116, што у конкретном случају значи да са повећањем прихода од продаје за 1% пословни добитак ће се смањити за 1,116%.

***потребно је анализирати структуру пословних расхода како би се утврдио разлог промене која је настала код фактора пословног leverage-a!**

-Финансијски Leverage

* у хиљадама

Ставке	2008.	2007.	2006.
Пословни добитак	35.190	41.321	38.890
Промена код пословног добитка	-6.131	2.431	/
Промена у %	-14,84	6,25	/
Нето добитак	38.540	40.305	35.878
Промена код нето добитка	-1.765	4.427	/
Промена у %	-4,38	12,34	/
Фактор финансијског Leverage-a	0,295	1,974	/

*услед немогућности прибављања података за 2005. пословну годину немогуће је било утврдити фактор финансијског leverage-a за 2006. годину.

Фактор финансијског leverage-a за 2007. износи 1,974, што значи да са повећањем пословног добитка за 1% нето добитак ће се повећати за 1,974%.

Фактор финансијског leverage-a за 2008. износи 0,295, што у конкретном случају значи да са смањењем пословног добитка за 1%,нето добитак ће се смањити за 0,295%.

***потребно је анализирати структуру укупних расхода како би се утврдио разлог промене која је настала код фактора финансијског leverage-a!**

-Комбиновани Leverage

Алтманов Z – score модел

* у хиљадама

Ставке	2008.	2007.	2006.
Нето обртна средства	111.957	77.920	58.379
Укупна актива	346.816	268.545	216.525
Нето добитак	38.540	40.305	35.878
ЕБИТ	43.276	43.862	39.980
Сопствени капитал	260.603	226.990	186.685
Укупне обавезе	85.431	41.555	29.840
Приходи од продаје	362.372	319.850	242.320
X1	0,3228	0,2902	0,2696
X2	0,1111	0,1501	0,1657
X3	0,1248	0,1633	0,1846
X4	3,0505	5,4624	6,2562
X5	1,0449	1,1910	1,1191
Z	3,0372	4,3255	4,6518

Будући да предузеће у све три посматране пословне године има коефицијент $Z > 2.90$ може се закључити да се налази у БЕЛОЈ зони,односно да постоји ниска вероватноћа банкрота.

Међутим пажњу треба обратити због опадања коефицијента током посматране три пословне године!

1.5.Анализа извештаја о новчаним токовима

*** у хиљадама**

Ставке	2008.	2007.	2006.
Приливи готовине из пословне активности	419.540	348.509	242.357
Одливи готовине из пословне активности	381.155	314.442	194.616
Нето прилив готовине из пословне активности	38.385	34.067	47.741
Приливи по основу продаје сталних средстава	1.355	961	99
Одливи по основу набавке сталних средстава	45.939	30.117	43.269
Нето добитак	38.540	40.305	35.878
Приходи од продаје	362.372	319.850	242.320
Просечна укупна средства предузећа	307.681	242.535	/
Нето улагања у дугорочна (стална) средства	-44.584	-29.156	-43.170
Однос нето новчаног тока и нето добитка	0,9960	0,8452	1,3306
Учешће нето новчаног тока у приходима од продаје	0,1059	0,1065	0,1970
Однос нето новчаног тока и укупних средстава предузећа	0,1248	0,1405	/
Слободан новчани ток (free cash flow)	-6.199	4.911	4.571

ЗАКЉУЧАК

Анализа финансијских извештаја бави се квантификацијом и истраживањем односа и веза које постоје између позиција биланса стања, биланса успеха и извештаја о токовима готовине на начин да се омогући исправна оцена финансијског положаја предузећа, његове успешности и ликвидности пословања. Да би се овај задатак обавио, финансијском аналитичару стоје на располагању одређени инструменти или технике анализе. Међутим, битно је напоменути да само израчунавање показатеља не даје довољну слику и представу о томе шта се у предузећу догађало током пословне године, где се предузеће тренутно налази у односу на конкуренцију у грани у којој послује, као и у којој мери је угрожен опстанак предузећа на тржишту на коме послује.

Уколико посматрамо предузеће са микро аспекта, резултате анализе као и израчунате показатеље треба поредити са неколико претходних пословних година и резултатима анализа које су рађене на основу финансијских извештаја из претходних пословних година. На основу такве анализе, стекла би се неупоредиво квалитетнија слика о томе шта се догађало у предузећу током пословне године, шта је утицало у највећој мери на тренутни финансијски положај у коме се предузеће налази, као и који су фактори у највећој мери утицали на резултате анализе финансијских извештаја.

Уколико посматрамо предузеће са макро аспекта, резултате анализе и израчунате показатеље треба поредити са показатељима предузећа која послују у истој грани делатности, као и утврђеним стандардима који постоје за сваку грану делатности, будући да за већину показатеља не постоје јединствено утврђене норме и стандарди, већ се они у великој мери могу разликовати у зависности од гране делатности у којој предузеће послује.

Таквом анализом стекла би се потпунија слика о самим резултатима анализе финансијских извештаја, финансијском положају у коме се предузеће тренутно налази, као и положају у односу на конкурентне фирме које послују у истој грани делатности.

Литература

- ❖ Др.Горанка Кнежевић,Економско-финансијска анализа,ФФМО,Београд октобар 2007
- ❖ Проф.Др.Катарина Жагер, Доц.Др.Ивана Мамић Сачер, Мр.Сања Север, Проф.Др.Лајош Жагер, Анализа финансијских извештаја 2.проширено издање,Загреб септембар 2008
- ❖ Проф.Др.МилорадИванишевић,Др.ДраганКрасуља,Пословне финансије,Економски факултет,Београд 1999

Интернет сајтови:

- ❖ **www.belex.rs** Београдска берза а.д.