



Goranka Knežević
Nemanja Stanišić
Vule Mizdraković

ANALIZA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

NAMENJENO TRŽIŠTU REPUBLIKE SRBIJE

ANALIZA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

Namenjeno tržištu
Republike Srbije

3. izdanje



Goranka Knežević
Nemanja Stanišić
Vule Mizdraković

UNIVERZITET SINGIDUNUM

Beograd, 2019.

ANALIZA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

- Namenjeno tržištu Republike Srbije-

Autori: dr Goranka Knežević
dr Nemanja Stanišić
dr Vule Mizdraković

Recenzenti: dr Zoran Petrović
dr Mile Stanišić

Izdavač: UNIVERZITET SINGIDUNUM
Beograd, Danijelova 32
www.singidunum.ac.rs

Za izdavača: dr Milovan Stanišić

Urednik izdavačke delatnosti: dr Svetlana Stanišić

Priprema za štampu: Novak Njeguš
Jelena Petrović

Dizajn korica: Aleksandar Mihajlović

Godina izdanja: 2019.

Tiraž: 1000 primeraka

Štampa: Caligraph, Beograd

ISBN: 978-86-7912-651-1

Copyright:

© 2019. Univerzitet Singidunum

Izdavač zadržava sva prava.

Reprodukcija pojedinih delova ili celine ove publikacije nije dozvoljena.

Udžbenik pod naslovom „Analiza finansijskih izveštaja” je prevashodno namenjen studentima viših godina Poslovnog fakulteta u Beogradu Univerziteta Singidunum. Njegova namena je usmerena na izučavanje istoimenog predmeta, ali ga mogu koristiti i ostali zainteresovani za ovu problematiku. Upravo to je opredelilo sadržaj ovog udžbenika, kao i način izlaganja materije. U udžbeniku su razmatrani elementi koji čine jednu potpunu analizu, kao što su: analiza poslovne strategije, analiza računovodstvenih politika, finansijska analiza, kao i primer analize finansijskih izveštaja. Cilj udžbenika nije usmeren isključivo na to da se studenti osposobe da prenesu vrednosti iz finansijskih izveštaja u tabele za računanje finansijskih pokazatelja. Naprotiv, želimo da čitaoci steknu potpuni uvid u suštinu analize finansijskih izveštaja i da kreiraju stav pozitivnog skepticizma, kako prema podacima koji se koriste kao osnova analize finansijskih izveštaja, tako i prema informacijama koje dobijamo kao rezultat ove analize. Imajući u vidu da je udžbenik napisan u skladu sa pozitivno-pravnim propisima Republike Srbije i da je primer analize finansijskih izveštaja urađen na domicilnom privrednom društvu, ovaj udžbenik je prvenstveno namenjen čitaocima na tržištu Republike Srbije.

Materija koja je obuhvaćena u ovom udžbeniku podeljena je na sledeći način:

- ♦ Prva glava - Poslovanje i analiza poslovne strategije,
- ♦ Druga glava -Uvodna razmatranja o analizi finansijskih izveštaja,
- ♦ Treća glava - Materijalna ispravnost finansijskih izveštaja,
- ♦ Četvrta glava - Finansijska analiza i
- ♦ Peta glava - Primer analize finansijskih izveštaja.

U prvoj glavi, problematiku analize finansijskih izveštaja počinjemo aspektima poslovanja privrednih subjekata. Prikazali smo strukturu analize poslovne strategije, koja se bazira na analizi konkurentnosti i analizi pregovaračke snage u odnosu na kupce i dobavljače.

U drugoj glavi, čitaoce uvodimo u analizu finansijskih izveštaja kroz objašnjavanje uloge koju finansijsko izveštavanje ima u poslovanju privrednih društava. Obradili smo pitanja pojma, vrste i ciljeva analize finansijskih izveštaja. Ukazali smo da je priroda

informacija koje nastaju analizom finansijskih izveštaja uslovljena potrebama korisnika analize. U poslednjem delu ove glave, izvršili smo kraću analizu novih bilansnih pozicija zvaničnih obrazaca finansijskih izveštaja u Republici Srbiji, koji se primenjuju za sastavljanje finansijskih izveštaja počev od 2014. godine, kao izveštajnog perioda.

U trećoj glavi, izvršili smo minucioznu razradu profesionalne računovodstvene regulative koja predstavlja osnovu za pripremanje finansijskih izveštaja i na taj način utiče na materijalnu ispravnost finansijskih izveštaja. S obzirom na to da profesionalna računovodstvena regulativa, gde pre svega, mislimo na Međunarodne standarde finansijskog izveštavanja/Međunarodne računovodstvene standarde (MSFI/MRS), dozvoljava primenu različitih računovodstvenih politika za priznavanje i vrednovanje određenih bilansnih pozicija, uticaj računovodstvenih politika na materijalnu ispravnost finansijskih izveštaja deo je posebnih razmatranja u okviru ove glave. Cilj ovog poglavlja bio je i da ukažemo na činjenicu da informacije koje finansijski analitičar koristi u poslovnoj analizi mogu biti pod uticajem poslovnog odlučivanja privrednih društava koji ih proizvode, te stoga treba biti oprezan prilikom tumačenja finansijskih pokazatelja koje dobijamo kao rezultat analize.

U četvrtoj glavi, razmatrili smo osnovne instrumente analize finansijskih izveštaja. Objasnili smo horizontalnu i vertikalnu analizu finansijskih izveštaja, nabrojali smo i analizirali značenje najčešće korišćenih finansijskih pokazatelja. U petoj, poslednjoj glavi, ovog udžbenika, prikazali smo kompletan proces analize na primeru privrednog društva *Delhaize a.d.* Primer je urađen na finansijskim izveštajima koji su pripremljeni za 2014. godinu i uzima u obzir tržišni i regulatorni kontekst tog perioda. U tome se ogleda i osnovna razlika između ovog i prethodnih izdanja. Imajući u vidu da su usvajanjem novog Zakona o računovodstvu Republike Srbije, decembra 2013. godine, propisani i novi obrasci finansijskih izveštaja, dopunjeno izdanje udžbenika uvažava ove promene i ukazuje na razlike između finansijskog izveštavanja do 2014. godine i nakon tog perioda. U tome se ogleda i osnovna razlika između ovog i prethodnih izdanja. Imajući u vidu da su usvajanjem novog Zakona o računovodstvu Republike Srbije, decembra 2013. godine, propisani i novi obrasci finansijskih izveštaja, dopunjeno izdanje udžbenika uvažava ove promene i ukazuje na razlike između finansijskog izveštavanja do 2014. godine i nakon tog perioda.

Posebnu zahvalnost dugujemo predsedniku Univerziteta Singidunum, prof. dr Milovanu Stanišiću na podršci i korisnim savetima u pisanju ovog udžbenika.

Predgovor

III

PRVI DEO POSLOVANJE I ANALIZA POSLOVNE STRATEGIJE

- | | |
|--|----|
| 1. FINANSIJSKI IZVEŠTAJI KAO OGLEDALO POSLOVANJA
PRIVREDNOG DRUŠTVA | 3 |
| 2. SNIZITI TROŠKOVE ILI SE RAZLIKOVATI? | 5 |
| 3. UTICAJ PET SILA NA PROFITABILNOST | 6 |
| 4. SUOČITI SE SA KONKURENCIJOM | 8 |
| 5. KAKO OSTVARITI KONKURENTNOST? | 11 |

DRUGI DEO UVODNA RAZMATRANJA O ANALIZI FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

- | | |
|--|----|
| 1. O PRAVNIM LICIMA, PRIVREDNIM DRUŠTVIMA I
PRAVNOJ FORMI PRIVREDNIH DRUŠTAVA | 21 |
| 2. OBAVEZA FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA I
REVIZIJE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA | 24 |
| 3. POJAM, PREDMET I CILJEVI ANALIZE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA | 27 |

4. KORISNICI ANALIZE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA I NJIHOVA INTERAKCIJA	30
5. FINANSIJSKI IZVEŠTAJI KAO PREDMET ANALIZE	35
5.1. Aktivnosti koje kreiraju vrednost privrednog društva	35
5.2. Bilans stanja kao predmet analize	38
5.2.1. Analiza pozicija aktive bilansa stanja	41
5.2.2. Bilansne pozicije aktive zvaničnog bilansa stanja Republike Srbije	42
5.2.3. Analiza bilansnih pozicija pasive bilansa stanja	51
5.2.4. Bilansne pozicije pasive zvaničnog bilansa stanja Republike Srbije	52
5.3. Bilans uspeha kao predmet analize	60
5.3.1. Razlikovanje pojmova prihodi, dobici, rashodi i gubici	61
5.3.2. Metode obračuna rezultata u bilansu uspeha	63
5.3.3. Analiza pozicija zvaničnog obrasca bilansa uspeha u Republici Srbiji	70
5.4. Izveštaj o tokovima gotovine kao predmet analize	76
5.5. Izveštaj o promenama na kapitalu	80
5.6. Izveštaj o ostalom rezultatu	86
5.7. Napomene kao predmet analize	90

TREĆI DEO

MATERIJALNA ISPRAVNOST FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA I ANALIZA RAČUNOVODSTVENIH POLITIKA

1. MATERIJALNE PRETPOSTAVKE FINANSIJSKE ANALIZE	95
1.1. Profesionalna računovodstvena regulativa kao pretpostavka materijalno ispravne sadržine finansijskih izveštaja	95
2. RAČUNOVODSTVENI PRINCIPI U FUNKCIJI MATERIJALNE ISPRAVNOSTI FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA	101
2.1. „Matching” princip	102
2.2. Princip realizacije	103
2.3. Princip istorijskih troškova	104
2.4. Princip objektivnosti podataka u računovodstvu	104
2.5. Princip konzistentnosti	105
2.6. Konzervativizam (opreznost)	106

2.7. Računovodstvene politike kao ishodište primene MRS/MSFI u funkciji materijalne ispravnosti finansijskih izveštaja	109
3. KREATIVNO RAČUNOVODSTVO, KRIMINALNE RADNJE I FORENZIČKO RAČUNOVODSTVO	110
3.1. Kreativno računovodstvo	110
3.2. Kriminalne radnje i forenzičko računovodstvo	115
4. ANALIZA RAČUNOVODSTVENIH POLITIKA PRIZNAVANJA I VREDNOVANJA SREDSTAVA	119
4.1. Politike priznavanja i vrednovanja obrtnih sredstava	119
4.2. Gotovina i gotovinski ekvivalenti	119
4.3. Potraživanja od kupaca i potraživanja po drugim osnovama	122
4.4. Zalihe	131
4.5. Analiza efekata obračuna troškova primenom različitih računovodstvenih politika na rezultat i zalihe	138
5. RAČUNOVODSTVENE POLITIKE PRIZNAVANJA I VREDNOVANJA STALNIH SREDSTAVA	142
5.1. Amortizacija	149
6. ANALIZA RAČUNOVODSTVENIH POLITIKA PRIZNAVANJA I VREDNOVANJA OBAVEZA, REZERVISANJA I SOPSTVENOG KAPITALA KOMPANIJE	157
6.1. Analiza obaveza i rezervisanja	157
6.2. Sopstveni kapital	161
7. KORPORATIVNO IZVEŠTAVANJE O NEFINANSIJSKIM INFORMACIJAMA – INFORMATIVNA VS. TRANSFORMATIVNA ULOGA	166

ČETVRTI DEO

FINANSIJSKA ANALIZA

1. HORIZONTALNA ANALIZA	173
2. VERTIKALNA ANALIZA	175
3. ANALIZA POMOĆU FINANSIJSKIH POKAZATELJA	176
3.1. Pokazatelji likvidnosti	177
3.2. Pokazatelji poslovne aktivnosti	178

3.3. Pokazatelji finansijske strukture	181
3.4. Pokazatelji rentabilnosti (uspešnosti)	183
3.5. Pokazatelji tržišne vrednosti	190
3.6. Ostali pokazatelji	192
4. CASH FLOW ANALIZA	193
4.1. Aktivnosti privrednog društva i novčani tokovi	193
4.2. Analiza izveštaja o novčanim tokovima	197
5. STEČAJ I PREDVIĐANJE OTVARANJA STEČAJNOG POSTUPKA	207
5.1. Pravni, ekonomski aspekti stečaja i statistički podaci	207
5.2. Predviđanje otvaranja stečajnog postupka	211

PETI DEO

PRIMER ANALIZE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

1. PRIMER ANALIZE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA PRIVREDNOG DRUŠTVA <i>DELHAIZE</i>	217
2. OSNOVNI PODACI O PRIVREDNOM DRUŠTVU	217
3. PRIPREMA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA ZA ANALIZU	218
3.1. Analiza delatnosti i utvrđivanje kontrolnih grupa	218
3.2. Preračunavanje finansijskih izveštaja u stabilnu novčanu jedinicu	222
3.3. Analiza i korekcija stavki aktive	222
3.4. Analiza i korekcija stavki pasive	227
3.5. Analiza i korekcija bilansa uspeha	228
4. OSNOVNI POKAZATELJI	232
4.1. Poslovna imovina	232
4.2. Neto kapital	235
4.3. Poslovni prihodi	237
4.4. Poslovni rezultat	239
4.5. Neto rezultat	240
5. ZADUŽENOST	246
6. LIKVIDNOST	250
7. PROFITABILNOST	257
8. OPERATIVNI LEVERIDŽ	269

9. PRELOMNA TAČKA	272
10. PRELOMNA TAČKA POSLOVNOG REZULTATA	273
11. PERIODI KONVERZIJE	277
12. KREDITNA ANALIZA	283
13. ANALIZA GOTOVINSKIH TOKOVA	292
14. DUPONT ANALIZA	296
15. TRŽIŠNO-KNJIGOVODSTVENI POKAZATELJI	298
16. OSTALI POKAZATELJI	303

Prilog	321
--------	-----

Literatura	333
------------	-----





Poslovanje i analiza poslovne strategije

| deo

U ovom poglavlju razmotrićemo:

- ✓ Na koji način privredna društva posluju i faktore koji utiču na njihovo poslovanje;
- ✓ Poslovne strategije koje privredna društva mogu preduzeti, kako bi njihovo poslovanje napredovalo;
- ✓ Modele i faktore koji utiču na profitabilnost delatnosti ili privredne grane;
- ✓ Na koje načine možemo analizirati konkurenciju;
- ✓ Kako privredno društvo može poboljšati svoju tržišnu poziciju i postići bolju konkurentnost.

1. FINANSIJSKI IZVEŠTAJI KAO OGLEDALO POSLOVANJA PRIVREDNOG DRUŠTV

Kao uvod u prvi deo udžbenika, razmotrićemo na koji način privredna društva posluju u okviru privrede jedne države. Na tom tržištu, pojedinac može nastupiti i obavljati izabranu privrednu delatnost kao *fizičko lice* (preduzetnik) ili može organizovati poslovanje u vidu *pravnog lica* (privrednog društva). Registrovana fizička i pravna lica posluju kao *privredni subjekti* na tržištu, na kome su međusobni konkurenti koji imaju isti cilj – zauzeti što veći deo tržišta. Pridobijanjem potrošača kojima će prodavati gotove proizvode ili robu i pridobijanjem klijenata kojima će pružati usluge, oni povećavaju tržišno učešće i povećavaju mogućnost da steknu adekvatni nivo prihoda, koji im obezbeđuje nastavak poslovanja.

Međutim, poslovanje privrednih društava i preduzetnika počinje prikupljanjem *kapitala*. On je neophodan za početak poslovanja, jer je potrebno prvo pribaviti inicijalna sredstva za rad (na primer: poslovni prostor, transportna sredstva, mašine i opremu...) i predmete rada (na primer: tekstil, drvo, električna energija...) kojima će poslovanje biti započeto. Ne treba zaboraviti i selekciju i angažovanje zaposlenih, koji će radom i sredstvima za rad uticati na predmete rada, a kao rezultat će nastati nova vrednost, proizvod ili usluga, koji će biti plasirana na tržištu. Ukoliko vlasniku nedostaje određeni iznos kapitala za početak poslovanja, dodatna sredstva se mogu pozajmiti od finansijskih institucija ili drugih privrednih subjekata. Međutim, za razliku od kapitala koji ulaže vlasnik, pozajmljeni kapital se mora vratiti poveriocima u određenom roku i za privredno društvo predstavlja obavezu.

Cilj *vlasnika* kapitala je da uveća uloženi iznos kapitala u poslovanje, kako bi obezbedio dodatna sredstva za proširivanje poslovanja (akumulacija) ili kako bi ta sredstva plasirao u obavljanje drugih aktivnosti (potrošnja). Ukoliko je kapital na kraju posmatranog perioda (pretpostavimo 31.12) veći od onog na početku poslovanja (01.01), možemo zaključiti da su posmatrani preduzetnik ili privredno društvo dobro poslovali¹.

1 Uz pretpostavku da vlasnik privrednog društva ili preduzetnik nisu ulagali dodatni kapital u poslovanje, odnosno da nisu povlačili uloge, jer bi to „iskrivilo“ realnu sliku uspešnosti poslovanja. Na primer, ako je u poslovanje uloženo 100.000 vrednosnih jedinica, a na kraju perioda kapital iznosi 120.000, može se zaključiti da je poslovanje bilo uspešno, jer je rezultiralo povećanjem uloženog kapitala za 20.000 jedinica. Međutim, ako je vlasnik kapitala u toku perioda dodatno uložio kapital u iznosu od 30.000 jedinica, rezultat poslovanja bi bio negativan.



Ukoliko privredno društvo ili preduzetnik loše posluju, to će imati direktan uticaj na kapital, doći će do njegovog smanjenja i suprotno. Loše poslovanje u dužem vremenskom periodu može dovesti gubljenja uloženog kapitala u potpunosti, pa čak i poslovanja sa negativnim iznosom kapitala. Gde preduzetnik, odnosno privredno društvo, više ne poseduje sopstveni kapital, već ima obavezu vraćanja pozajmljenog kapitala.

Kod preduzetnika *funkcija upravljanja* i *funkcija vlasništva* su sjedinjene u jednoj osobi – preduzetniku. Ta osoba istovremeno upravljanja poslovanjem i odlučuje o visini uloženog kapitala. Međutim, nastankom privrednih društava, funkcija vlasništva se odvaja od funkcije upravljanja. Vlasnici ulažu raspoloživ kapital u poslovanje privredno društvo i biraju upravu privrednog društva, koja donosi poslovne odluke i upravlja uloženim kapitalom. Imajući u vidu da vlasnici mogu imati drugačije ciljeve i motive od lica koja upravljaju privrednim društvom, postavlja se pitanje na koji način vlasnici kapitala mogu imati uvid u upravljanje kapitalom i aktivnosti koje uprava privrednog društva preduzima u redovnom poslovanju. Iz tog razloga nastali su *finansijski izveštaji* koji predstavljaju instrument izveštavanja o poslovanju i uspešnosti korišćenja uloženog kapitala.

Finansijskim izveštajima uprava privrednog društva „polaze račune“ vlasnicima privrednog društva. Ukoliko privrednog društvo nije uspešno poslovalo, ukoliko su nastali gubici usled kojih je uloženi kapital vlasnika smanjen, vlasnici mogu doneti odluku da promene trenutni sastav i angažuju nove članove uprave privrednog društva. Pored ostalih, postoji i druga važna funkcija, odnosno korist finansijskih izveštaja, naime oni mogu biti upotrebljeni kao osnova za donošenje poslovnih odluka i poslovno odlučivanje. Na primer, na osnovu finansijskih izveštaja prethodnih perioda, uprava privrednog društva može odlučiti da otvori novu fabriku za proizvodnju proizvoda ili da raspoloživa novčana sredstva upotrebi za kupovinu hartija od vrednosti. Dakle, osnovna uloga finansijskih izveštaja jeste da posluže kao „*ogledalo*“ poslovanja privrednog društva, kako bi njihovi korisnici mogli doneti adekvatne odluke².

2 Finansijske izveštaje ćemo dodatno razmotriti u drugom poglavlju ovog udžbenika.

Međutim, moramo imati u vidu da uspešnost poslovanja privrednog društva ne zavisi samo od poslovnih odluka koje donosi uprava privrednog društva. Naprotiv, pored **transakcija** koje privredno društvo obavlja svakodnevno (prodaja, kupovina, plaćanja obaveza, naplata potraživanja...), u poslovanju mogu nastati i određeni **dogadjaji** koji će uticati na poslovanje privrednog društva (poplave, zemljotresi, finansijske krize, promena zakona i ostalih propisa i slično). Ne treba zaboraviti ni **okolnosti** pod kojima privredno društvo posluje (konkurencija, inflacija, politički i društveni faktori i ostalo). Sve prethodno nabrojano ima zajednički uticaj i oblikuje rezultate poslovanja privrednog društva koji su prikazani u finansijskim izveštajima.

Da bi privredno društvo uspešno poslovalo, uprava privrednog društva mora definisati adekvatnu **poslovnu strategiju**. Potrebno je osmisliti način na koji će privredno društvo nastupiti na tržištu i kojim sredstvima i (marketing) aktivnostima će se „boriti“ protiv konkurencije i uspešno odgovoriti na sve prethodno nabrojane izazove.

2. SNIZITI TROŠKOVE ILI SE RAZLIKOVATI?

Analiza poslovne strategije daje opšti okvir analizi finansijskih izveštaja, zbog toga ćemo u nastavku ovog poglavlja razmatrati ovu oblast. Naime, kada privredno društvo pribavi neophodan kapital ili sredstva kojim će otpočeti poslovanje, mora odlučiti i kojom delatnošću će se baviti, odnosno u okviru kojeg sektora privrede. Dakle, proučavanje finansijskih izveštaja i determinisanje profitnog potencijala nije nezavisan proces, već je nužno uslovljen poslovnom realnošću, odnosno granom delatnosti u kojoj privredno društvo posluje.

Analiza poslovne strategije se definiše kao identifikacija profitnih mogućnosti i ključnih poslovnih rizika. Profitne mogućnosti opredmećene su u osnovnom finansijskom izveštaju, kao što je bilans uspeha. Međutim, ovaj izveštaj osim što pruža informaciju o sposobnosti da se profitabilno posluje (tekući i prethodni period), on omogućava analitičaru da stekne saznanja o tome **da li privredno društvo može da održi taj profitni potencijal ili da ga poveća u budućem periodu**.

Održivost profitnog potencijala determinisana je donošenjem poslovnih odluka u sledećim ključnim segmentima:

- ♦ **izborom grane ili grana delatnosti u kojima privredno društvo posluje i**
- ♦ **načinom na koji privredno društvo primenjuje konkurentsku strategiju.**

Ove poslovne odluke su prošle ili istorijske odluke. To znači, da je uprava donela odluke u prošlosti, ali efekti nisu iskorišćeni njihovim donošenjem, već se nastavljaju i nakon donošenja, utičući na profitni potencijal privrednog društva u tekućem i budućim obračunskim periodima.

Izbor grane delatnosti opredeljuje osnovni pravac razvoja privrednog društva. Ukoliko se društvo usmeri u oblast proizvodnje, a ne finansijskih usluga, u načelu, možemo tvrditi da će biti manje profitabilno, zbog razlike u profitabilnosti ovih delatnosti. Takođe, ako se privredno društvo usmeri u proizvodni sektor, odabir unutar sektora (na primer, farmaceutska industrija ili tekstilna industrija) nivo profitabilnosti može biti različit.

Mogućnost da se privredno društvo na različite načine nadmeće sa konkurentima u sektoru koji je odabralo, takođe, utiče na profitni potencijal. Dve su osnovne konkurentne strategije koje privredno društvo može odabrati: **snizavanje troškova** (*cost leadership*) i **strategija diferencijacije** (*differentiation strategy*). Strategija diferencijacije zahteva pozicioniranje proizvoda u odnosu na konkurenciju izdvajanjem specifičnosti tog proizvoda, što znači mnogo veća ulaganja u dizajn, inovativne aktivnosti i razvoj proizvoda, nego ako se privredno društvo opredeli za jednostavniju strategiju, kao što je snizavanje troškova.

Prema jednom istraživanju, više od 41% privrednih društava koja se kotiraju na nekoj od evropskih berzi posluje u više od jedne delatnosti (Palepu, Healy, Bernard, & Peek, 2007). Ove odluke utiču na profitni potencijal na način što određene, nove delatnosti u koje je privredno društvo ušlo, mogu biti konzumenti gotovine iz ostalih profitabilnih delatnosti, što može doprineti neefikasnosti poslovanja u celini (visoki agencijski troškovi, neadekvatan sistem internog merenja performansi menadžera itd.). Pored delatnosti i sektora u kojem privredno društvo posluje, privredna društva koja već posluju u tom sektoru imaju značajan uticaj na profitabilnost posmatranog privrednog društva.

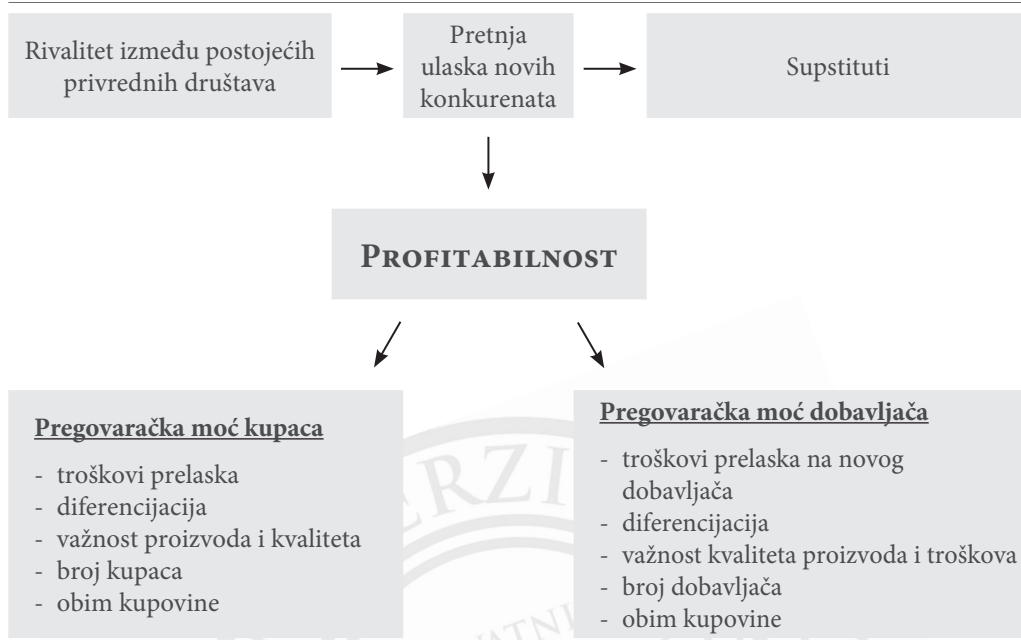
3. UTICAJ PET SILA NA PROFITABILNOST

Mogućnost ostvarivanja profitnog potencijala i održivost tog potencijala zavisi od dva osnovna faktora (prikaz br. 1):

- ♦ **stepena stvarne i potencijalne konkurencije u toj grani i**
- ♦ **pregovaračke snage na tržištu inputa (sirovina, materijala, robe, zaposlenih i sl.) i tržištu output-a (gotovih proizvoda).**

Model „Porterovih 5 sila“ (više o Porterovom modelu „5 sila“ videti na internet stranici <http://hbr.org/2008/01/the-five-competitive-forces-that-shape-strategy>) nastao je na osnovu činjenice da uprava suviše usko definiše konkurenciju, uključujući samo današnje direktne konkurente i ne vodeći računa o tome da je konkurencija jedna dinamička pojava, koja menja oblike i delovanje tokom vremena. Sposobnost ostvarivanja profita na dugi rok determinisana je interakcijom svih učesnika u toj grani delatnosti, što se može videti na sledećoj ilustraciji:

Prikaz 2. Struktura grane delatnosti (industrije) i uticaj na profitabilnost



Profit (dobitak) kao razlika prihoda u odnosu na rashode u obračunskom periodu zavisi, prevashodno, od maksimalne cene gotovog proizvoda ili robe koju su kupci spremni da plate. Cena zavisi od ponude i tražnje, a ponuda proizvoda zavisi od broja konkurentskih kompanija i snage koju na tržištu imaju. **Stepen konkurencije** se može meriti kroz sledeće faktore: rivalitet između postojećih privrednih društava na tržištu, pretnja ulaska novih kompanija, pretnja proizvodima koji su supstituti postojećim. Ukoliko postoji veći rivalitet, niski troškovi ulaska novog konkurenta, odnosno ako nema visokih barijera na ulasku u tu granu i ako su proizvodi koje privredno društvo prodaje supstituti, grana se smatra izuzetno konkurentnom i u tom smislu mogućnost održanja profitnog potencijala je ugrožena.

Profitni potencijal je dodatno ugrožen ukoliko postoji različit odnos pregovaračke pozicije na tržištu inputa i outputa. Naime, **pregovaračka pozicija** privrednog društva u odnosu na kupce (output tržište) zavisi od toga da li se proizvod prodaje direktno krajnjim potrošačima (maloprodaja) ili se prodaje velikim trgovačkim lancima (velikoprodaja), kao i od toga da li je specifičan proizvod u pitanju i da li je privredno društvo monopolista u snabdevanju tržišta ili nije. Ukoliko privredno društvo ima monopolsku poziciju, to utiče i na veću pregovaračku moć, nego kada je reč o visoko konkurentnoj grani i supstitutima proizvoda, gde se pregovaračka snaga nužno smanjuje.

Profitni potencijal, prema prethodnoj ilustraciji, opredeljen je i snagom na tržištu inputa. Ovde je reč o uspostavljenim odnosima datog privrednog društva na tržištu radne snage, sirovina, materijala, odnosno u odnosu prema svojim **glavnim dobavljačima**.

Ukoliko u toj grani postoji manji broj dobavljača i ukoliko nabavljena sirovina ili materijal od dobavljača imaju značajno učešće u troškovima, te ako nema mogućnosti za supstituite, položaj društva i njegova pregovaračka snaga prema dobavljačima je znatno slabija.

Pregovaračka pozicija i mogućnost da se ostvari profit zavise od **pregovaračke snage** na tržištu inputa i outputa. Na tržištu inputa pregovaračka snaga se ogleda u odnosu prema dobavljačima za sirovine, materijal, poluproizvode, komponente itd. Pregovaračka snaga je praktično sposobnost privrednog društva da prisili dobavljače da snize cene. Ukoliko u grani postoji samo nekoliko dobavljača i ako se preko njih kupuju veliki obimi proizvoda, snaga dobavljača je veća od snage kupca. U suprotnom slučaju, ako postoje supstituti i veliki broj dobavljača kupac ima veću pregovaračku snagu u odnosu na dobavljača (primer: *Coca-Cola* i *Pepsi Co.* prema proizvođačima limenki ili plastičnih flaša).

Pregovaračka pozicija u odnosu na tržište outputa, odnosno snaga prema kupcima ogleda se u mogućnosti da privredno društvo prodaje po cenama koje samo određuje bez veće prepreke od strane kupaca. Ovo poslednje je moguće u granama gde **ne postoje supstituti** i gde postoji mali broj proizvođača. Senzitivnost kupca na cenu zavisi i od toga koliko taj proizvod čini u ukupnoj strukturi troškova kupaca. Ako je proizvod bitan za kupca, jer čini najveći deo njegovih troškova, kupac je spreman na ulaganja samo da bi taj proizvod nabavio po što nižoj ceni (u auto industriji velika je **snaga proizvođača** u odnosu na dobavljače komponenti). Relativna pregovaračka snaga kupaca zavisi od obima kupovine, broja kupaca u odnosu na dobavljače, broja alternativnih proizvoda, troškova kupca da pređe na novi proizvod, kao i od pretnje vertikalnom integracijom ili integracijom unapred.

Analizom rezultata poslovanja posmatranog privrednog društva, na osnovu njegovih finansijskih izveštaja, možemo doći do pogrešnih zaključaka (da su rezultati slabiji ili izuzetno dobri), ali ako uporedimo te rezultate sa njegovim konkurentnima možemo dobiti mnogo realniju sliku poslovanja. Analiza konkurentnosti daje globalni okvir analizi finansijskih izveštaja, jer rezultate smešta u odgovarajući poslovni kontekst, koji je definisan većim brojem faktora, čije karakteristike izlažemo detaljnije u nastavku udžbenika.

4. SUOČITI SE SA KONKURENCIJOM

Mogućnost za ostvarivanje i odražavanje profitnog potencijala ili prinosne snage zavisi od stepena stvarne i potencijalne konkurentnosti u toj grani. **Stvarna konkurencija** opredeljena je brojem privrednih društava koji posluju u grani i veličinom njihovog tržišnog učešća, dok je **potencijalna konkurentnost** definisana mogućnostima da u tu privrednu granu uđu u potpunosti novi subjekti i tako oduzmu postojećima deo tržišta.

U teoriji postoje dve ekstremne situacije kada je reč o konkurentnosti: monopol i potpuna, perfektna konkurencija. **Monopol** samo jednog privrednog društva omogućava tom društvu da ostvaruje ekstra ili monopolski profit. Prisustvo potpune ili **perfektna konkurentnosti** u grani, predstavlja drugi ekstrem, u kojem privredna društva mogu prodavati proizvode po najnižim cenama koje su jednake njihovim marginalnim troškovima. U takvim uslovima potpune informisanosti nema mogućnosti da se ostvari ekstra profit.

Tri su osnovna faktora koji opredeljuju stepen konkurentnosti u grani (više o Porterovom modelu „5 sila“ videti na internet stranici <http://hbr.org/2008/01/the-five-competitive-forces-that-shape-strategy>):

- a) **rivalitet između postojećih privrednih društava,**
- b) **ulazak novih privrednih društava u granu i**
- c) **postojanje supstituta.**

Rivalitet između konkurentnih privrednih društava smatra se uobičajenom poslovnim praksom. Rivalitet se najčešće ostvaruje preko cena proizvoda i njihovim snižavanjem do marginalnih troškova. U nekim granama, privredna društva se baziraju na necenovnim elementima konkurentnosti, kao što su inovacije ili brendiranje.

U teoriji i praksi na stepen i intenzivnost konkurencije utiču sledeći faktori:

- a) **stopa rasta grane** (ako grana veoma brzo raste, svaka firma ima mogućnost da pribavi za sebe odgovarajući deo tržišta, dok u granama koje su u fazi saturacije nove firme moraju da se bore za tržište oduzimajući tržišno učešće od postojećih konkurenata);

Marginalni trošak jednak je varijabilnim troškovima proizvodnje proizvoda i smatra se u uslovima kada kompanija raspolaže sa viškom kapaciteta, donjom granicom po kojoj može prodavati svoje proizvode.
--
- b) **koncentracija u grani** (broj privrednih društava i njihova relativna veličina utiče na stepen koncentracije; ako je samo jedna firma dominantna koncentracija je niska i ta dominantna firma može da definiše cenovne i druge standarde poslovanja u grani; ako se u grani nalaze dva proizvođača oni se mogu međusobno dogovarati oko cena; ako je grana diferencirana onda ima mnogo proizvođača sa sličnim proizvodima);
- c) **stepen diferencijacije i troškovi prelaska** na novi proizvod (ako su proizvodi slični i nisu diferencirani konkurencija je veoma izražena i uglavnom se bazira na ceni; troškovi prelaska odnose se na troškove koje kupac ima da se preorijentiše sa jednog na drugi proizvod, ako su niski troškovi prelaska konkurencija i rivalstvo se svodi na cenovnu konkurenciju);

- d) **odnos fiksnih i varijabilnih troškova** (ukoliko je grana takva da ima visoke fiksne troškove konkurencija se svodi na to da se cene snižavaju do nivoa varijabilnih troškova kako bi se omogućila veća zaposlenost kapaciteta) i
- e) **višak kapaciteta i barijere na izlasku** (ako je kapacitet u grani veći od mogućnosti tražnje postoji jaka konkurencija u smislu snižavanja cena radi popunjavanja kapaciteta, ako su visoki troškovi izlaska iz grane usled specijalizovanih mašina ili su zakonski troškovi visoki, tada je konkurencija bazirana na što većem korišćenju postojećih kapaciteta).

Potencijal da privredno društvo zaradi ekstra profit u grani u kojoj posluje zavisi od **mogućnosti da novi konkurenti uđu u tu granu**. Ovu karakteristiku grane možemo spoznati kroz analizu sledećih faktora:

- a) **ekonomija obima** (ako postoji visoka ekonomija obima novo privredno društvo koja ulazi u granu suočeno je sa visokim početnim troškovima koji neće odmah biti pokriveni jer kapacitet neće biti iskorišćen i raditi na optimumu; ekonomija obima može biti zbog ulaganja u istraživanje i razvoj (farmaceutska industrija), razvoj brenda (industrija sportske odeće) ili visokih ulaganja u opremu (mobilna telefonija);
- b) **prednost prvog u grani** (privredna društva koja su od ranije u grani mogu sprečavati buduće konkurente da uđu u granu, tako što imaju neke ekskluzivne aranžmane sa dobavljačima ili kupcima ili tako što su postavili industrijske standarde);
- c) **pristup kanalima distribucije** (kanali distribucije i pristup njima omogućava lakšu prodaju proizvoda; u granama gde novo privredno društvo mora da razvije svoju distributivnu mrežu, kao što je to u auto industriji, postoji barijera ulasku na to tržište što čini novo privredno društvo manje konkurentnim) i
- d) **zakonske barijere** (u granama sa veoma intenzivnim istraživačkim projektima ili u granama gde postoje zakonske licence za obavljanje delatnosti kao što je taksi usluga, zdravstvene usluge i slično, teži je ulazak novih privrednih društava).

Postojanje proizvoda supstituta čini granu visoko konkurentnom. Supstituti nisu samo proizvodi koji su slični, već oni koji omogućavaju izvršavanje istih funkcija (plastične flaše ili limene konzerve, avio prevoz i prevoz brzim prugama na manjim udaljenostima i sl.). Ponekad **pretnja od supstituta** nastaje i kada novi proizvod doprinosi boljem iskorišćenju materijala, manjem otpadu ili doprinosi uštedi energije. Kupci proizvode smatraju supstitutima ako imaju sličnu formu i ako ostvaruju iste funkcije po sličnoj ceni. Ukoliko dva proizvoda imaju istu funkciju, kupci će preći na onaj koji ima nižu cenu, pod uslovom da kupci žele da supstituišu postojeći proizvod. Analiza konkurentnosti i faktora koji su obuhvaćeni u prethodnim izlaganjima za cilj je imala da se utvrdi da li u grani u kojoj privredno društvo posluje postoje mogućnost za ostvarivanje ekstra profita.

5. KAKO OSTVARITI KONKURENTNOST?

Strategija ostvarivanja konkurentnosti je bitna za poslovnu analizu jer omogućava da se utvrdi način na koji je privredno društvo odlučilo da se strateški pozicionira u toj grani. Kao što smo prethodno naveli, a sada ćemo detaljnije objasniti, u teoriji i praksi razmatraju se dva moguća načina za ostvarivanje konkurentne prednosti ili generičke strategije (Porter, 1980):

- a) **strategija vođstva u troškovima (Cost Leadership)** i
- b) **strategija diferencijacije (Differentiation Strategy)**.

Strategija vođstva u troškovima je jedan od jednostavnijih načina da se ostvari konkurentna prednost. Ova strategija se operativno ostvaruje kroz ekonomiju obima, jednostavnije proizvode i dizajn proizvoda, niže input troškove i efikasnu organizaciju poslovnih procesa. Ukoliko je privredno društvo lider u troškovima imaće mogućnost da ostvaruje profitnu stopu iznad proseka grane i da tako ostvaruje ekstra profit. Naime, smanjenjem troškova i održavanjem prihoda na istom nivou, privredno društvo ima priliku da ostvari veći pozitivni rezultat – dobitak.

Sa druge strane, diferencijacija je strategija putem koje se pokušava učiniti proizvod ili usluga **jedinstvenim** na bazi karakteristika koje kupci veoma visoko vrednuju. Na primer, ako se privredno društvo bavi proizvodnjom maski za mobilne telefone, ono se može razlikovati – diferencirati od konkurencije, proizvodnjom maski u različitim bojama, različitim materijalima ili funkcijama. Primena ove strategije podrazumeva sledeće:

- a) pronalaženje odgovarajućeg atributa proizvoda koji kupci visoko vrednuju (kvalitet, dizajn, dodatne usluge i sl.),
- b) privredno društvo mora da pozicionira sebe na takav način da samo ono može da zadovolji te potrebe kupaca na jedinstven način (ulaganje u istraživanje i razvoj, inženjerska dostignuća, marketinške mogućnosti, kreativnost i inovacija) i
- c) na kraju ne treba zaboraviti da se ova strategija mora ostvariti sa nižim troškovima nego što je cena koju je kupac spreman da plati.

Teoretičari smatraju da su ove dve strategije međusobno isključive, ali primena jedne od njih omogućava privrednom društvu da ostvari **održivu konkurentsku prednost**. Međutim, za ostvarivanje konkurentne prednosti nije dovoljno da se privredno društvo opredeli samo za jednu od dve strategije, već i da se ta strategija **podrži kroz odgovarajući lanac vrednosti unutar samog društva**. Lanac vrednosti (*value chain*) je niz povezanih poslovnih aktivnosti, kao i aktivnosti podrške koje za cilj imaju stvaranje vrednosti za kupce³. Ona privredna društva koja se baziraju na diferencijaciji imaju organizaciju

3 Više o tome videti u: Majkl E. Porter, 2007, *Konkurentna prednost: ostvarivanje i očuvanje vrhunskih poslovnih rezultata*, ASEE Books, Novi Sad, str. 54.

koja stimuliše **inovacije i kreativnost**, dok privredna društva koja su odabrala liderstvo u troškovima imaju organizaciju koja promoviše **veću kontrolu troškova i efikasnost**.

U analizi konkurentske prednosti moraju se dati odgovori i na sledeća pitanja (*Ibid.*, str. 54):

- da li privredno društvo ima **resurse i mogućnosti** da se izbori sa faktorima uspeha i rizicima koje nose odabrane konkurentske strategije,
- da li je privredno društvo strukturisalo svoju organizaciju na način da podrži određenu strategiju (da li je **organizaciona struktura** odgovarajuća),
- da li je lako ostalim privrednim društvima da **imitiraju** ovu strategiju i
- da li postoje neke izmene u toj grani (nove tehnologije, strana konkurencija, promene u zakonskim uslovima itd.) koje mogu ugroziti strategiju ostvarivanja konkurentske prednosti.

U nastavku prikazujemo analizu poslovne strategije primenjenu na primerima privrednih društava koje se bave pružanjem revizorskih usluga i koje su ogranci „Velike četvorke“ (*Big Four*, *Deloitte*, *KPMG*, *PricewaterhouseCoopers* i *Ernst & Young*) u Republici Srbiji. Tržište revizorskih usluga u našoj privredi karakteriše fragmentiranost sa jedne i koncentracija sa druge strane. Na sledećoj slici možemo videti geografsku disperziju privrednih društava za obavljanje poslova revizije.

Prikaz 3. Geografska raspoređenost privrednih društava za reviziju prema gradovima u Republici Srbiji na dan 5. novembar 2015. godine

	Beograd - 55 agencija		Vrnjačka Banja - 1 agencija
	Novi Sad - 2 agencije		Stara Pazova - 1 agencija
	Šabac - 2 agencije		Kruševac - 1 agencija
	Zrenjanin - 1 agencija		Kragujevac - 1 agencija

Geografska disperzija privrednih društava iz ove delatnosti pokazuje da najveći broj posluje na području grada Beograda (55 društava), zatim u Novom Sadu i Šapcu (2 društva), dok u ostalim većim gradovima u Srbiji registrovano je svega jedno društvo u ovoj oblasti. Geografska disperzija ili pre koncentracija govori o tome da se Beograd ne smatra samo poslovnim centrom, pa iz tog razloga ima i najveći broj društava za reviziju, već ova činjenica govori o tome da je u Beogradu koncentrisan najveći broj klijenata društva za reviziju. Međutim, geografska koncentrisanost nije i jedina na ovom tržištu, što ćemo videti u nastavku ove analize. Tržišno učešće privrednih društava za reviziju prikazano je na sledećoj tabeli.

Tabela 1. Tržišno učešće društava za reviziju u Republici Srbiji u 2014. i 2015. godini

Privredno društvo	2014. godina			2015. godina		
	Poslovni prihodi	Tržišno učešće	Kvadrat učešća	Poslovni prihodi	Tržišno učešće	Kvadrat učešća
KPMG doo	1.143.847	21,41%	4,58%	1.496.570	25,16%	6,33%
Ernest & Young doo	998.821	18,69%	3,49%	1.139.343	19,15%	3,67%
Deloitte doo	934.699	17,49%	3,06%	1.048.701	17,63%	3,11%
Pricewaterhouse Coopers doo	518.582	9,70%	0,94%	569.706	9,58%	0,92%
BDO doo	239.937	4,49%	0,20%	275.655	4,63%	0,21%
Moore Stephens revizija doo	142.915	2,67%	0,07%	139.176	2,34%	0,05%
Euroaudit doo	110.490	2,07%	0,04%	82.488	1,39%	0,02%
TPA Horwath audit doo	28.070	0,53%	0,00%	67.070	1,13%	0,01%
Finodit doo	76.431	1,43%	0,02%	64.196	1,08%	0,01%
IB Interbilanz Consulting & Audit doo	54.691	1,02%	0,01%	62.072	1,04%	0,01%
IEF doo	69.301	1,30%	0,02%	60.509	1,02%	0,01%
HLB DST revizija doo	69.057	1,29%	0,02%	58.562	0,98%	0,01%
Baker Tilly WB revizija doo	75.700	1,42%	0,02%	56.344	0,95%	0,01%
MDM revizija doo	52.844	0,99%	0,01%	48.486	0,82%	0,01%
Leitnerleitner Consulting DOO	41.833	0,78%	0,01%	45.527	0,77%	0,01%
Grant Thornton revizit doo	45.796	0,86%	0,01%	43.340	0,73%	0,01%
Privredni savetnik – revizija doo	50.830	0,95%	0,01%	41.986	0,71%	0,00%
UHY revizija doo	38.160	0,71%	0,01%	41.836	0,70%	0,00%
Auditor doo	47.357	0,89%	0,01%	41.510	0,70%	0,00%
Stanišić Audit doo	33.637	0,63%	0,00%	35.973	0,60%	0,00%
DFK Konsultant - Revizija d.o.o.	35.281	0,66%	0,00%	35.366	0,59%	0,00%
Lb-Rev doo	35.161	0,66%	0,00%	31.582	0,53%	0,00%

(nastavak tabele na sledećoj strani)

Privredno društvo	2014. godina			2015. godina		
	Poslovni prihodi	Tržišno učešće	Kvadrat učešća	Poslovni prihodi	Tržišno učešće	Kvadrat učešća
Revizija plus pro doo	32.381	0,61%	0,00%	26.689	0,45%	0,00%
Vizura Invent revizija d.o.o	23.198	0,43%	0,00%	24.776	0,42%	0,00%
Confida- revizija doo	21.219	0,40%	0,00%	23.766	0,40%	0,00%
Vinčić doo	24.343	0,46%	0,00%	23.360	0,39%	0,00%
Finrevizija doo	28.880	0,54%	0,00%	22.598	0,38%	0,00%
Dij audit doo	27.506	0,51%	0,00%	22.207	0,37%	0,00%
Revizori i savetnici doo	14.321	0,27%	0,00%	20.604	0,35%	0,00%
Kapital revizija d.o.o	23.490	0,44%	0,00%	18.369	0,31%	0,00%
MC Global Audit doo	14.476	0,27%	0,00%	17.760	0,30%	0,00%
Bojić revizija d.o.o	14.514	0,27%	0,00%	17.065	0,29%	0,00%
Alfa revizija doo	32.199	0,60%	0,00%	15.257	0,26%	0,00%
Srbo Audit doo	22.384	0,42%	0,00%	15.244	0,26%	0,00%
Crowe Horwath BDM audit doo	7.269	0,14%	0,00%	14.774	0,25%	0,00%
Aca Professional Audit Company doo	10.985	0,21%	0,00%	12.545	0,21%	0,00%
Revizija doo	18.869	0,35%	0,00%	12.526	0,21%	0,00%
Libra Audit d.o.o.	10.947	0,20%	0,00%	11.999	0,20%	0,00%
Milinković Audit doo	13.420	0,25%	0,00%	11.697	0,20%	0,00%
Prva revizija doo	14.160	0,26%	0,00%	10.415	0,18%	0,00%
Europoint d.o.o.	10.760	0,20%	0,00%	10.078	0,17%	0,00%
Absolute Audit doo	10.298	0,19%	0,00%	9.120	0,15%	0,00%
Rosh Audit doo	8.559	0,16%	0,00%	8.838	0,15%	0,00%
Sigma revizija doo	6.781	0,13%	0,00%	8.656	0,15%	0,00%
Rps Audit & Consulting doo	12.843	0,24%	0,00%	8.489	0,14%	0,00%
Full revizija d.o.o.	5.344	0,10%	0,00%	6.938	0,12%	0,00%

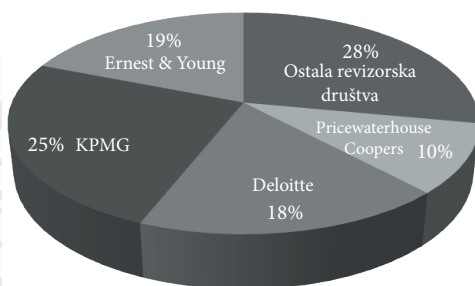
Privredno društvo	2014. godina			2015. godina		
	Poslovni prihodi	Tržišno učešće	Kvadrat učešća	Poslovni prihodi	Tržišno učešće	Kvadrat učešća
Auditing d.o.o.	7.395	0,14%	0,00%	5.819	0,10%	0,00%
Saldo revizija d.o.o.	3.088	0,06%	0,00%	5.465	0,09%	0,00%
Fineks s.j. doo	4.666	0,09%	0,00%	4.538	0,08%	0,00%
ASW Financial Consulting doo	60	0,00%	0,00%	4.066	0,07%	0,00%
Revibil d.o.o	4.635	0,09%	0,00%	3.732	0,06%	0,00%
Savica doo	5.588	0,10%	0,00%	3.007	0,05%	0,00%
TDM Audit & Consulting d.o.o.	0	0,00%	0,00%	2.983	0,05%	0,00%
KLS revizija doo	211	0,00%	0,00%	2.711	0,05%	0,00%
Rang doo	5.511	0,10%	0,00%	2.631	0,04%	0,00%
Inter Audit doo	1.004	0,02%	0,00%	2.613	0,04%	0,00%
I&V Audit d.o.o.	0	0,00%	0,00%	904	0,02%	0,00%
Ekonomsko-finansijska revizija d.o.o.	0	0,00%	0,00%	898	0,02%	0,00%
Kulezić & Consultation d.o.o.	0	0,00%	0,00%	621	0,01%	0,00%
Roedl & Partner Audit d.o.o.	0	0,00%	0,00%	245	0,00%	0,00%
Nonadović-revizija i savetovanje d.o.o.	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Codex Audit doo	3.485	0,07%	0,00%	N/A	N/A	N/A
Peterhof Audit doo	2.404	0,04%	0,00%	N/A	N/A	N/A
Zbir kvadrata tržišnog učešća	-	-	12,58%	-	-	14,45%
Herfindahl index*	-	-	1.258	-	-	1.445

* Herfindahl-Hirschman Index - HHI* je mera tržišne koncentracije. Dobija se kvadriranjem tržišnog učešća firmi koje učestvuju na tržištu i sumiranjem dobijenih rezultata. Ovaj indeks može imati vrednost od blizu nule do 10,000. Ukoliko postoji samo jedan učesnik na tržištu, dakle reč je o monopolu sa 100% tržišnog učešća jedne kompanije, HHI ima vrednost 10,000. Ova vrednost indeksa indicira monopol. U suprotnom, ukoliko postoji veliki broj privrednih društava sa malim učešćem, HHI ima vrednost blizu nule, odnosno označava perfektnu konkurenciju. Više o tome videti: <http://www.investopedia.com/terms/h/hhi.asp> Normalizovan indeks se dobija kada se vrednosti podele sa 10,000.

Tržišno učešće je računato tako što su poslovni prihodi prikazani u hiljadama dinara, odnosno prihodi od prodaje usluga koje su ova društva ostvarila, podeljeni sa ukupnim prihodima svih društava zajedno. U analizi su uzeti podaci iz finansijskih izveštaja za 2015. i 2014. godinu kao izveštajne periode. Kao što se iz prethodne tabele može videti, najveće tržišno učešće u 2015.godini imalo je privredno društvo KPMG (25,16%), zatim privredno društvo Ernst & Young (19,15%), dok su nešto manje učešće imala preostala dva društva koja čine „Veliku četvorku“, Deloitte (17,63%) i PWC sa 9,58%. Pozicije ovih privrednih društava su iste i u 2014. godini.

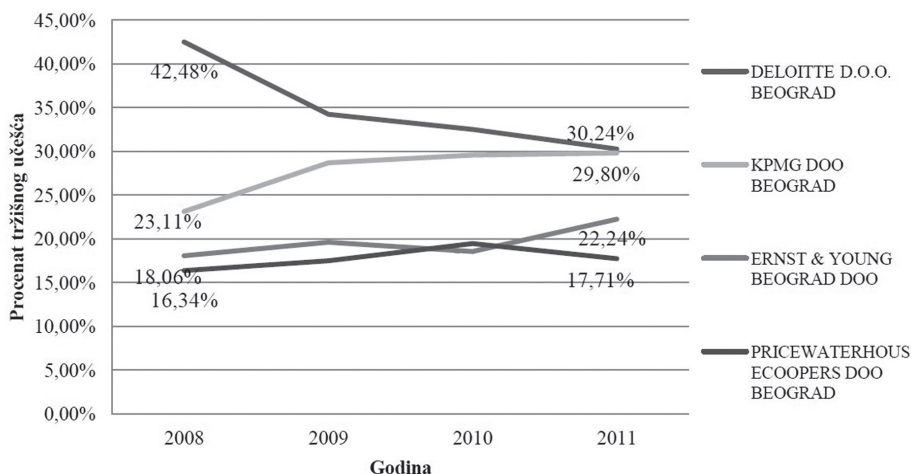
Sledeći grafikon mnogo jasnije prikazuje raspored tržišnog učešća koje dominira u ovoj delatnosti.

Grafik 1. Tržišno učešće društava za reviziju u 2015. godini



Iz prethodnog grafikona jasno proizlazi da sva ostala privredna društva, osim Velike četvorke, uzeta zajedno imaju manje tržišno učešće nego Deloitte i KPMG. Na sledećem grafikonu vidljiv je trend tržišnog učešća „Velike četvorke“ u Srbiji za prethodne izveštajne periode.

Grafik 2. Kretanje tržišnog učešće Velike četvorke u Srbiji od 2008-2011. godine



Privredno društvo Deloitte imalo je u toku posljednje četiri godine od 2008-2011. godine konstantan pad tržišnog učešća sa 42,48% na 30,24%, kao i privredno društvo *PricewaterhouseCoopers*, gde se tržišno učešće stabilizovalo na oko 17,71%. Privredno društvo KPMG ima konstantno tržišno učešće sa blagim rastom i stabilizacijom na nivou od oko 30%. *Ernst & Young* nakon oscilacija tržišnog učešća tokom godina, u 2011. godini imalo je 22,24% tržišnog učešća.

Prethodni grafikon prikazuje stopu rasta grane kao jedan od nezaobilaznih pokazatelja isplativosti ulaganja u datu granu, kao i mogućnosti da se pojavi nova konkurencija. S obzirom na to da se ovde očigledno radi o tržištu na kojem postoji nekoliko privrednih društava iste ili slične snage, govorimo o oligopolskoj strukturi tržišta. Grana je prilično zasićena i trenutno nema opasnosti od ulazaka ili pojavljivanja novih privrednih društava koja bi mogla značajno da ugroze učvršćene pozicije prvih deset društava za reviziju.

Kada je reč o snazi dobavljača, s obzirom da je reč o uslužnoj delatnosti, i da, shodno tome, najveći broj poslova se obavlja sopstvenim angažmanom samog privrednog društva, gde je osnovni resurs znanje, tržišna sila koja opisuje snagu dobavljača nije značajna za ovo privredno društvo.

Prema Zakonu o reviziji RS, društva za reviziju dužna su da najkasnije svake 7 godine, od početka obavljanja revizije kod istog klijenta, izvrše zamenu licenciranog ovlašćenog revizora, potpisnika izveštaja, odnosno ključnog revizorskog partnera (Narodna skupština, 2013a).

Snaga kupaca, ili klijenata u ovom slučaju, zavisi od veličine klijenata. Shodno činjenici da je revizija za klijente obavezna, njihova pregovaračka snaga zavisi od toga da li su i koliko dobro pozicionirani na tržištu, odnosno zavisi i od njihove realne ekonomske snage. Međutim, s obzirom na činjenicu rotacije revizora koju predviđa Zakon o reviziji, snaga klijenata nije trajna sila i svakako se ograničava samo na usluge revizije, jer se druge vrste usluga klijentu revizije ne mogu pružati u istom periodu.

Section 4: Company Responsibilities
in the form of ways in which the company will support the franchisees.

Section 5: Advertising
campaign locally, and every two years.

Uvodna razmatranja o analizi finansijskih izveštaja

II deo

U ovom poglavlju upoznaćemo:

- ✓ Kako se dele pravna lica i šta podrazumevamo pod privrednim društvima, koje pravne forme privrednih društava možemo odabrati prilikom osnivanja privrednog društva i koje su eventualne posledice tog izbora;
- ✓ Koje obaveze privredna društva imaju sa aspekta finansijskog izveštavanja i revizije finansijskih izveštaja;
- ✓ Šta se podrazumeva pod analizom finansijskih izveštaja, kako se ona može podeliti i koji su njeni korisnici;
- ✓ Detaljno svaki od finansijskih izveštaja koje privredna društva mogu sastavljati i najvažnije pozicije tih izveštaja.

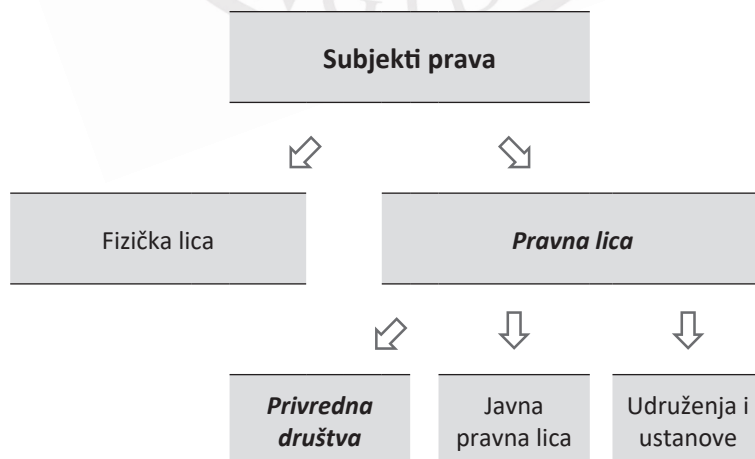
1. O PRAVNIM LICIMA, PRIVREDNIM DRUŠTVIMA I PRAVNOJ FORMI PRIVREDNIH DRUŠTAVA

Imajući u vidu da finansijske izveštaje koji predstavljaju predmet analize finansijskih izveštaja sastavljaju privredna društva, smatramo da je najpre neophodno bliže objasniti terminologiju vezanu za privredna društva, njihove pravne forme (veličine) i zakonsku obavezu sastavljanja finansijskih izveštaja koju oni imaju.

Iako nemaju isto značenje, u praksi se za privredno društvo često koriste termini: pravno lice, privredni subjekt, firma, preduzeće, kompanija i slično. Stoga, ćemo objasniti pomenute pojmove sa aspekta potreba analize finansijskih izveštaja. Subjekti prava mogu biti **fizička i pravna lica**. I pravna lica, kao i fizička lica, registracijom dobijaju svoj matični broj, na osnovu kojeg kasnije mogu obavljati privredne aktivnosti. Pravna lica imaju jednu pretežnu delatnost, ali mogu obavljati i druge delatnosti koje su zakonom dozvoljene. U pravna lica ne spadaju samo privredna društva, već i ustanove, udruženja i javna pravna lica koja nemaju iste ciljeve osnivanja. Prema Zakonu o privrednim društvima objavljenom 2011. godine: „Privredno društvo je pravno lice koje obavlja delatnost u cilju sticanja dobiti“. Dakle, **pravno lice** je širi pojam od privrednog društva i obuhvata, na primer, i one pravne entitete čiji glavni cilj nije komercijalne prirode ili one koji nemaju zakonsku obavezu sastavljanja finansijskih izveštaja (crkve i druge verske organizacije, političke partije, zdravstvene ustanove i drugi).

Privredno društvo je pravno lice koje obavlja delatnost u cilju sticanja dobiti.

Prikaz 4. Vrste subjekata prava



Privredno društvo obavlja zakonski propisanu delatnost i stiče svojstvo pravnog lica upisom u registar. Pomenutu registraciju⁴ u Republici Srbiji vrši **Agencija za privredne registre**, koja vodi evidenciju podataka o privrednim društvima i između ostalog **obelođanjuje finansijske izveštaje** na internet sajtu agencije. Privredno društvo posluje pod određenim nazivom, koji se takođe registruje, a nekada se nazivalo **firma**. Stoga, termin firma znači samo naziv privrednog društva. Naziv, pravna forma i mesto u kome je sedište privrednog društva, čine **poslovno ime** privrednog društva. Postoji više formi privrednih društava, a na sledećem prikazu vidimo podelu koja je predstavljena Zakonom o privrednim društvima iz 2015. godine.

Prikaz 5. Podela privrednih društava⁵



Prilikom odabira pravne forme, treba voditi računa, jer izbor pravne forme utiče i na nivo odgovornosti koju će vlasnik ili vlasnici pravnog lica imati. Naime, društva lica **neograničeno** odgovaraju za obaveze privrednog društva, stoga vlasnici celokupnom svojom imovinom odgovaraju za obaveze privrednog društva. Sa druge strane, kod društva kapitala, vlasnici odgovaraju samo do visine uloga koji imaju u privrednom društvu, pa je odgovornost **ograničena**. Stoga, fokus poverilaca (fizička i pravna lica koja potražuju novčana sredstva od pravnog lica) će biti na kapitalu društva. Što je vrednost tog kapitala veća, to je poverenje poverilaca u društvo veće.

⁴ U skladu sa Zakonom o registraciji privrednih subjekata Republike Srbije.

⁵ Privredna društva i fizička lica koja obavljaju delatnost sa ciljem sticanja dobiti – preduzetnike, mogli bi zajednički da nazovemo privrednim subjektima.

Na prethodnom prikazu, komanditno društvo je posebno prikazano između ova dva skupa privrednih društava, jer ima karakteristike i društva lica i društva kapitala. Razlog su dve vrste vlasnika koje komanditno društvo ima: komplementare (koji odgovaraju neograničeno) i komanditore (koji odgovaraju ograničeno za obaveze privrednog društva).

Ponavljamo, pravne forme privrednih društava prema zakonu su: ortačko društvo, akcionarsko društvo, društvo sa ograničenom odgovornošću i komanditno društvo. **Preduzetnik** se ovde ne pominje, zbog toga je na prethodnom prikazu posebno obeležen. Razlog za prethodno je to što preduzetnik nije pravno lice, već samo pojedinac (fizičko lice) koji ima dozvolu da obavlja određeni posao - delatnost. Zakonom o privrednim društvima, preduzetnik se definiše kao **fizičko lice** koje radi sticanja dobiti obavlja dozvoljene delatnosti uključujući i zanate i poslove domaće radinosti. U praksi, termin **preduzeće** se često koristi kao sinonim za sva pravna lica uključujući i preduzetnika, koji je kao što smo već ukazali, Zakonom o privrednim društvima posebno regulisana pravna forma. U tabeli koja sledi prikazali smo osnovne informacije o ovim pravnim formama.

Tabela 2. Karakteristike pravnih formi privrednih društava

Pravna forma:	Vlasnik:	Oblik kapitala:	Odgovornost vlasnika:	Minimalna vrednost kapitala:
Preduzetnik, p.r.	Preduzetnik	Ulog	Celokupnom imovinom	/
Ortačko društvo, o.d.	Ortaci	Ulozi	Celokupnom imovinom	/
Akcionarsko društvo, a.d.	Akcionari	Akcije (obične i preferencijalne)	Ograničeno, u akcija u vlasništvu	Minimalni osnovni kapital u visini od 3.000.000,00 dinara
Društvo sa ograničenom odgovornošću, d.o.o.	Članovi društva	Udeli	Ograničeno, u vrednosti udela	Osnovni kapital društva iznosi najmanje 100 dinara
Komanditno društvo, k.d.	Komplementari i komanditori	Ulozi (komplementari) i udeli (komanditori)	Komplementari neograničeno, komanditori ograničeno	/

2. OBAVEZA FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA I REVIZIJE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

Prema Zakonu o računovodstvu iz 2013. godine, obavezu **finansijskog izveštavanja imaju pravna lica i preduzetnici**. Finansijsko izveštavanje uključuje: vođenje poslovnih knjiga, priznavanje i procenjivanje imovine, obaveza, prihoda i rashoda i sastavljanje, prikazivanje i dostavljanje finansijskih izveštaja. Finansijski izveštaji se sastavljaju izraženi vrednosno u nacionalnoj (domaćoj) valuti, za jedan izveštajni period, koji se uglavnom poklapa sa kalendarskom godinom (najčešće od 01.01. do 31.12.). U finansijskim izveštajima prikazani su i uporedni podaci, koji se odnose na prethodni izveštajni period. Na primer, u bilansu stanja za izveštajni period 2017. godina (tekuća godina), biće uneti i uporedni podaci za 2016. godinu u dodatnoj koloni (krajnje stanje), pa čak i za period pre – 2015. godinu (početno stanje u bilansu stanja). Na taj način, analitičar finansijskih izveštaja imaće na raspolaganju podatke za tri izveštajna perioda u bilansu stanja, čime se olakšava postupak analize, ali i povećava obim analize.

Prikaz 6. Primer uporednih informacija u bilansu stanja

БИЛАНС СТАЊА						
на дан _____ 20 ____ . године						
Група рачуна, рачун	ПОЗИЦИЈА	АОП	Напомена број	Текућа година	Износ	
					Претходна година	
					Крајње стање _____ 20 ____ .	Почетно стање 01.01.20 ____ .
1	2	3	4	5	6	7
	АКТИВА					
00	А. УПИСАНИ А НЕУПЛАЋЕНИ КАПИТАЛ	0001				
	Б. СТАЛНА ИМОВИНА (0003 + 0010 + 0019 + 0024 + 0034)	0002				
01	І. НЕМАТЕРИЈАЛНА ИМОВИНА (0004 + 0005 + 0006 + 0007 + 0008 + 0009)	0003				

Od pravnih lica i preduzetnika se zahteva da izvrše razvrstavanje na mikro, malo, srednje i veliko pravno lice za svaki izveštajni period i dostave tu informaciju zajedno sa finansijskim izveštajima Agenciji za privredne registre. **Kriterijumi za razvrstavanje** pravnih lica i preduzetnika su:

- ♦ prosečan broj zaposlenih (zbir ukupnog broja zaposlenih po mesecima, uključujući i one u inostranstvu, deli se sa brojem meseci u poslovnoj godini);
- ♦ godišnji poslovni prihod i
- ♦ prosečna vrednost poslovne imovine (aritmetička sredina vrednosti na početku i na kraju izveštajnog perioda).

U tabeli koja sledi, na osnovu Zakona o računovodstvu Republike Srbije, prikazali smo razvrstavanje pravnih lica prema veličini, u skladu sa pomenutim kriterijumima.

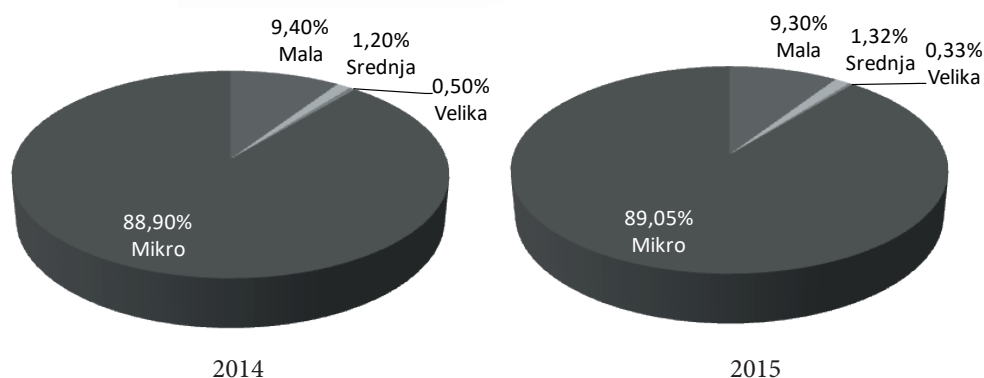
Tabela 3. Razvrstavanje pravnih lica prema veličini

Pravno lice	Prosečan broj zaposlenih	Godišnji poslovni prihod u €	Prosečna poslovna imovina u €
Pravno lice koje ne ispunjava dva kriterijuma od sledećih je mikro pravno lice .			
Kriterijumi I	10	700.000	350.000
Pravno lice koje prelazi dva od prethodno nabrojanih kriterijuma, ali ne prelazi dva od sledećih, je malo pravno lice .			
Kriterijumi II	50	8.800.000	4.400.000
Pravno lice koje prelazi dva od prethodno nabrojanih kriterijuma, ali ne prelazi dva od sledećih, je srednje pravno lice .			
Kriterijumi III	250	35.000.000	17.500.000
Pravno lice koje prelazi dva prethodno nabrojana kriterijuma je veliko pravno lice .			

Izvor: (Narodna skupština Republike Srbije, 2013)

Pored kriterijuma koji su prethodno nabrojani, u **mikro pravna lica** automatski spadaju preduzetnici. Takođe, u **velika pravna lica** automatski spadaju: Narodna banka Srbije, banke, društva za osiguranje, berze, brokersko-dilerska društva, davaoci finansijskog lizinga, dobrovoljni penzijski fondovi, društva za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima, otvoreni i zatvoreni investicioni fondovi, društva za upravljanje investicionim fondovima i faktoring društva.

Grafik 3. Struktura privrednih društava u Republici Srbiji prema veličini u 2014. i 2015. godini



Pravna lica mogu sastavljati *redovne finansijske izveštaje* ili *konsolidovane finansijske izveštaje*, u zavisnosti od toga da li kontrolišu druga pravna lica. Pravno lice koje ima kontrolu nad jednim ili više pravnih lica (zavisna pravna lica) se naziva *matično pravno lice* i ima obavezu sastavljanja, prikazivanja, dostavljanja i obelodanjivanja konsolidovanih finansijskih izveštaja. Dakle, matična pravna lica će sastaviti zaseban set finansijskih izveštaja koji se odnosi isključivo na poslovanje matičnog pravnog lica (pravna celina), a pored njega još i set konsolidovanih finansijskih izveštaja, koji se odnose na poslovanje matičnog i njegovih zavisnih pravnih lica (ekonomska celina).

Redovan godišnji izveštaj za mikro pravna lica i preduzetnike sastoji se od bilansa stanja i bilansa uspeha. Mala, srednja i velika pravna lica, kao korisnici Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja (MSFI) i Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja za mala i srednja pravna lica (MSFI za MSP), imaju obavezu sastavljanja (Narodna skupština Republike Srbije, 2013):

- ♦ bilansa stanja;
- ♦ bilansa uspeha;
- ♦ izveštaja o ostalom rezultatu;
- ♦ izveštaja o tokovima gotovine;
- ♦ izveštaja o promenama na kapitalu i
- ♦ napomena uz finansijske izveštaje.

Datum bilansa je **31. decembra** tekuće godine, odnosno to je datum na koji finansijski izveštaji glase, međutim oni se moraju sastaviti i predati (za potrebe statistike) do **28. februara** naredne godine. Na primer, finansijski izveštaji koji obuhvataju period od 01.01.2017 – 31.12.2017. godine se moraju sastaviti i predati do 28.02.2018. godine. Uprave privrednih društava moraju odobriti finansijske izveštaje za obelodanjivanje do 30.juna naredne godine, za izveštaje iz tekućeg perioda. Pravna lica i preduzetnici imaju obavezu obelodanjivanja finansijskih izveštaja za tekući izveštajni period najkasnije do **30. juna** naredne godine za redovne finansijske izveštaje, odnosno **31. jula** naredne godine za konsolidovane finansijske izveštaje. Ovi izveštaji predaju se Agenciji za privredne registre, koja vrši njihovo obelodanjivanje na zvaničnom sajtu: www.apr.gov.rs.

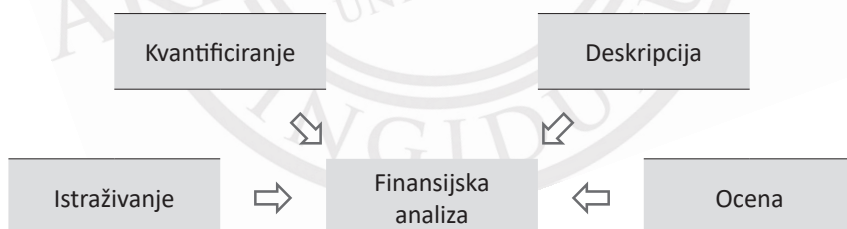
Eksterna revizija finansijskih izveštaja se vrši za redovne i konsolidovane finansijske izveštaje. Revizija je obavezna za redovne godišnje finansijske izveštaje velikih i srednjih pravnih lica, javnih društava, kao i svih pravnih lica i preduzetnika čiji poslovni prihod ostvaren u prethodnom izveštajnom periodu iznosi više od **4.400.000 evra**. Reviziju konsolidovanih finansijskih izveštaja obavezno vrše i matična pravna lica koja sastavljaju konsolidovane finansijske izveštaje u skladu sa zakonom. Za sva ostala pravna lica, koja nisu pomenuta, eksterna revizija je dobrovoljna. Izveštaj o obavljenoj reviziji, pravna lica i preduzetnici dostavljaju Agenciji za privredne registre, zajedno sa finansijskim izveštajima. Finansijski izveštaji se od 2013. godine mogu predati agenciji u pismenom obliku ili elektronskim putem, uz upotrebu odgovarajućeg softvera, koji je

snizio troškove predaje izveštaja. Sada kada smo razmotrili koji privredni subjekti imaju obavezu finansijskog izveštavanja i koje finansijske izveštaje sastavljaju, u nastavku ovog poglavlja objasnićemo kako se može definisati analiza finansijskih izveštaja, koji su njeni ciljevi i predmet analize.

3. POJAM, PREDMET I CILJEVI ANALIZE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

Za uspešno poslovanje privrednog društva i uspešno obavljanje revizije, neophodno je poznavati osnovne postavke analize finansijskih izveštaja. **Analiza** treba da podvrgne posmatranju, ispitivanju, oceni i formulisanju dijagnoze one procese koji su se desili u privrednom društvu i koji se kao takvi nalaze sažeti i obelodanjeni u vidu finansijskih izveštaja. Dakle, predmet analize finansijskih izveštaja je određen set finansijskih izveštaja posmatranog privrednog društva. Analitičar želi da instrumentima analize ispita i oceni uspešnost poslovanja određenog privrednog društva, na osnovu događaja koji su prikazani u finansijskim izveštajima. **Finansijska analiza** obuhvata detaljno istraživanje, kvantificiranje, deskripciju i ocenu finansijskog statusa i uspešnosti poslovanja privrednog društva (Stojilković & Krstić, 2000).

Prikaz 7. Aktivnosti finansijske analize



Iz prethodne definicije proizilazi da su **predmet analize** finansijski izveštaji, konkretno, **redovni finansijski izveštaji** koji se sastavljaju za svaki izveštajni period. Uz prethodno pomenute finansijske izveštaje i obavezne elemente godišnjeg izveštaja, predmet analize su i svi drugi segmenti godišnjeg izveštaja, kao što su pismo uprave, upućeno akcionarima privrednog društva (*Letter to Shareholders*) i dodatne diskusije i analize uprave (*Management Discussion and Analysis*). U našoj praksi ovaj izveštaj se zove Izveštaj o poslovanju. Imajući u vidu da dobro organizovano računovodstvo privrednog društva obezbeđuje sistematsku i hronološku evidenciju poslovnih transakcija i drugih događaja, ono obezbeđuje i zaokruženu sliku efekata poslovnih transakcija u obliku godišnjeg izveštaja.

Ciljevi analize finansijskih izveštaja mogu se podeliti na opšte i posebne ciljeve. **Opšti ciljevi** odnose se na sagledavanje zarađivačke sposobnosti (rentabilnosti, profitabilnosti, uspešnosti) privrednog društva i njegovog finansijskog položaja (statusa), njegovih novčanih tokova i promena na kapitalu u cilju pružanja informacija korisnicima (naručiocima) analize.

Redovni ili opšti finansijski izveštaji su namenjeni korisnicima koji nisu u mogućnosti da zahtevaju određene informacije u tim izveštajima. S obzirom na to da su korisnici finansijske analize glavni stejkholderi i kao takvi mnogobrojni, tako se i **posebni ciljevi analize** finansijskih izveštaja odnose na zadovoljavanje informacionih potreba tih stejkholdera. Oni mogu tražiti informacije koje se ne mogu direktno pronaći u finansijskim izveštajima, već se moraju proizvesti analizom finansijskih izveštaja. Kada govorimo o stejkholderima, najznačajniji su potencijalni **investitori** u akcije (*Equity Investors*) i kreditori (*Bond Investors & Banks*), odnosno oni korisnici (finansijske institucije) koji obezbeđuju kapital privrednom društvu i kao takvi omogućavaju da ono bude poslovno sposobno.

Prikaz 8. Ciljevi finansijske analize



Profitabilnost označava sposobnost privrednog društva da zarađuje novac (taj novac ne mora biti naplaćen od klijenata). Sa druge strane, **likvidnost** označava sposobnost privrednog društva da izmiri sve obaveze koje će dospeti na naplatu u periodu do godinu dana, a da pritom ne ugrozi dalje poslovanje. **Prezaduženost ili nesolventnost** predstavlja dugoročnu nelikvidnost privrednog društva. Dakle, privredno društvo koje je u mogućnosti da pokrije sve dugoročne obaveze sopstvenim kapitalom, predstavlja solventno privredno društvo.

Investitori i kreditori koriste računovodstvene informacije u cilju procene kvaliteta ostvarenog rezultata privrednog društva (finansijskog rezultata: dobitka ili gubitka) i budućih novčanih tokova koji su povezani sa njihovim ulaganjima (kamate za imaoce obveznica, kamate za zajmodavce – banke, i dividende i kapitalne dobitke za akcionare). **Država i njeni organi** koriste računovodstvene informacije u cilju utvrđivanja mera ekonomske politike, donošenja odgovarajućih odluka o podsticanju određenih delatnosti i privrednih grana i nadziranje sprovođenja mera ekonomske politike. **Uprava** privrednog društva svih nivoa odlučivanja, kao interni korisnik, koristi informacije analize finansijskih izveštaja u cilju planiranja, organizovanja i kontrole, što je suština upravljačkih aktivnosti.

Posebni ciljevi analize finansijskih izveštaja mogu se posmatrati i na drugačiji način, respektovanjem Međunarodnih računovodstvenih standarda/Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja (MRS/MSFI). Prema Okviru Međunarodnih računovodstvenih standarda/Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja, osnovni cilj računovodstva je da pruži informacije o finansijskoj strukturi privrednog društva, uspešnosti poslovanja i njegovoj sposobnosti da stvara novac i ekvivalente novca, kao i informacije o proceni dinamike i izvesnosti stvaranja novca (IASB, 2011).

Ovu sposobnost stvaranja novca kao računovodstveni cilj, ne treba bukvalno shvatiti kao usmerenost aktivnosti privrednog društva na ostvarivanje što većeg salda novca na tekućem računu. Ona se definiše kao sposobnost korisnika (stejkholdera) da iz računovodstvenih informacija dođu do objektivnih podataka o tome da li će privredno društvo isplatiti:

- ♦ **dividende** (prinos za investitora),
- ♦ **kamate** (prinos za kreditore),
- ♦ **tekuće obaveze** (obaveze prema dobavljačima za materijal, opremu i sl.) i
- ♦ **porez** (obaveze prema fiskalnim organima).

Takođe, njih može interesovati i da li privredno društvo na vreme proizvodi i isporučuje svoje proizvode kupcima. Dakle, već kroz MRS/MSFI definiše se opšti cilj računovodstva iz kojeg proizilaze i posebni ciljevi finansijske analize za svakog njenog pojedinačnog korisnika. Već smo naveli nekoliko korisnika analize finansijskih izveštaja, ali u nastavku ćemo razmotriti potrebe za informacijama ostalih korisnika analize finansijskih izveštaja.

4. KORISNICI ANALIZE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA I NJIHOVA INTERAKCIJA

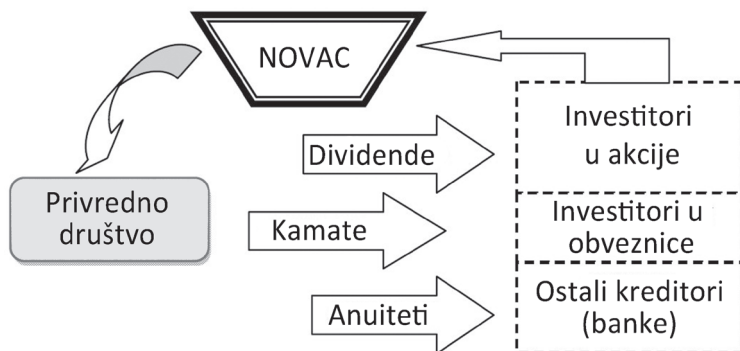
Korisnici analize finansijskih izveštaja mogu biti istovremeno i korisnici finansijskih izveštaja. Razlika je u tome ko od njih može zatražiti ili izvršiti pomenutu analizu finansijskih izveštaja. U tabeli koja sledi prikazali smo glavne korisnike analize finansijskih izveštaja i koje informacije bi analiza finansijskih izveštaja trebalo da obezbedi za njihovo poslovno odlučivanje.

Tabela 4. Korisnici analize finansijskih izveštaja i njihova oblast interesovanja⁶

Interni korisnici	Vlasnici privrednog društva	Pokazatelji rasta privrednog društva	Prinos na sopstveni kapital, kretanje sopstvenog kapitala, kretanje vrednosti imovine, pokazatelji aktivnosti
	Uprava privrednog društva	Likvidnost, solventnost, rentabilnost, pokazatelji rasta	Uprava privrednog društva bi trebala da bude zainteresovana za sve aspekte upravljanja privrednim društvom
Eksterni korisnici	Kupci	Pokazatelji aktivnosti	Obrt vrednosti zaliha
	Dobavljači	Likvidnost	Kratkoročna likvidnost privrednog društva: raspoloživost brzo unovčivih sredstava, nivo kratkoročnih obaveza
	Kreditori	Likvidnost i solventnost	Kratkoročna i dugoročna likvidnost privrednog društva
	Investitori	Rentabilnost i tržišna vrednost akcija i privrednog društva	Prinos na sopstveni kapital, prinos na akcije, kretanje tržišne vrednosti akcija, kretanje isplate dividendi
	Država i njeni organi	Likvidnost i pokazatelji rasta	Kratkoročna likvidnost radi utvrđivanja izvesnosti plaćanja poreza, kretanje broja zaposlenih, obima proizvodnje i prodaje

Prethodno je već ukazano da postoji odnos između uprave privrednog društva i kreditora, što je prikazano na sledećoj ilustraciji.

⁶ Finansijske pokazatelje koje smo naveli u ovoj tabeli ćemo detaljno razmotriti u četvrtom i petom poglavlju udžbenika.



Iz prethodne ilustracije proizlazi da se eksterni i interni korisnici informacija nalaze u interakciji. Ovde je reč o dve vrste interakcija korisnika (stejkholdera):

- ♦ **interna interakcija** uprave privrednog društva i vlasnika (akcionara) i
 - ♦ **eksterna interakcija** uprave privrednog društva i kreditora (banke i drugi kreditori).
- a) Korisnici koji mogu izvršiti direktan uticaj na upravu privrednog društva su akcionari koji poseduju **obične, redovne akcije**. Redovne akcije poseduju pravo glasa putem kojeg se može ostvariti uticaj na kreiranje poslovne politike, ciljeve privrednog društva, ali se ostvaruje i kontrola uprave, jer njihov opstanak zavisi od ostvarenih poslovnih rezultata. Vlasnici prioritetnih ili preferencijalnih akcija nemaju pravo glasa u skupštini akcionara i na taj način ne učestvuju u upravljanju privrednim društvom.

Osnovni cilj akcionara je da usmere upravu na generisanje pozitivnih rezultata poslovanja kako bi se isplatile dividende ili kroz povećanje cene akcija na finansijskom tržištu ostvarili kapitalni dobici. S obzirom na to da pomenuti ciljevi akcionara zavise od zarađivačke sposobnosti privrednog društva (neto dobitka), akcionari su zainteresovani da uprava usmerava privredno društvo ka cilju ostvarivanja što većeg dobitka. Osnovni metod da se to postigne je da se rukovodioci kroz **bonuse, ili stimulatивно poslovno nagrađivanje, vežu za postignute rezultate** (ostvoreni nivo dobitka). *Exxon Mobil Co.* je primer privrednog društva koje isplaćuje odgovarajući procenat svojoj upravi ukoliko neto dobitak u tekućoj godini pređe 6% investiranog kapitala. Bonusi se isplaćuju u gotovini i u akcijama kompanije *Exxon Mobil* (Pratt, 2003).

Tabela 5. Pet najviše isplaćenih bonusa upravi privrednog društva u SAD

No	Privredno društvo	Oblast poslovanja	Iznos bonusa u \$	Ime generalnog direktora	Vrsta bonusa
1.	Annaly Capital Management	Poslovanje nekretninama	29 miliona	Michael Farrell	0,25% od vrednosti sopstvenog kapitala
2.	Leucadia National Corporation	Poslovanje nekretninama i zdravstvo	27,5 miliona	Ian Cumming	3% od iznosa plate za sve zaposlene i 1,35% konsolidovane neto dobiti pre oporezivanja
3.	CBS	Kablovska televizija	27,5 miliona	Leslie Moonves	Povećanje poslovne dobiti i slobodnog novčanog toka
4.	Nabors Industries	Naftna industrija	17,5 miliona	Anthony Petrello	Novčani tok veći za 15% od prosečnog sopstvenog kapitala
5.	Strategic Hotels & Resorts	Hotelijerstvo	16,5 miliona	Rip Gellein	Povećanje cene akcija iznad određenog nivoa, nakon čega se isplaćuju bonusi kao procenat od tržišne kapitalizacije

Izvor: (Hodgson, 2013)

- b) Mada kreditori, po prirodi, nemaju upravljačka prava, te tako ne mogu ostvariti uticaj na upravu privrednog društva, uloga kreditora nije limitirana, kao što bi se to na prvi pogled moglo pomisliti. Kreditori štite svoja ulaganja tako što u ugovorima o kreditu unose **restriktivne klauzule** kojima se zahteva od uprave privrednog društva da održava odgovarajuće finansijske indikatore u zadatim granicama (pokazatelj odnosa duga i sopstvenog kapitala, pokazatelji opšte i tekuće likvidnosti i dr.). Kreditori putem restriktivnih klauzula definišu granice raspodele ostvarenog dobitka, i na taj način se štite i od preterano visokog odliva gotovine kroz dividende akcionarima. Jedna od poznatih avio kompanija u svetu **Delta Airlines** ima u postojećim kreditnim aranžmanima i restriktivne klauzule koje se odnose na zabranu uzimanja opreme u lizing i zabranu dodatnog kreditnog zaduživanja kroz emisiju obveznica ili uzimanje bankarskih kredita (Pratt, 2003).

Tabela 6. Vrste kreditnih klauzula

Pozitivne klauzule		Restriktivne klauzule	
Kvantitativne	Kvalitativne	Kvantitativne	Kvalitativne
Plaćanje glavnice kredita i kamata pre roka	Održavanje polise osiguranja poslovanja	Zabrana dodatnog zaduživanja	Zabrana stavljanja nove zaloge ili hipoteke nad imovinom dužnika
Održavanje pozitivnog neto novčanog toka	Održavanje zaloge ili hipoteke	Zabrana isplate dividendi i kupovine novih finansijskih instrumenata	Zabrana promene pravne forme ili statusa
Plaćanje obaveza za poreze pre roka	Finansijsko izveštavanje bez računovodstvenih grešaka i kriminalnih radnji ili pozitivno mišljenje revizora	Zabrana povećanja iznosa zarada i isplate bonusa zaposlenima	Zabrana stupanja u transakcije sa povezanim licima koje imaju finansijski karakter
Održavanje odnosa obaveza i sopstvenog kapitala (poslovne imovine) na određenom nivou	Održavanje redovnog poslovanja bez gašenja filijala ili dela poslovanja	Pokazatelj likvidnosti ne sme biti ispod određenog nivoa (mogu biti i neki drugi pokazatelji)	/

Izvor: prilagođeno (Peavler, 2013)

Na osnovu interakcija različitih korisnika informacija, možemo istaknuti i sledeće **posebne ciljeve** finansijske analize:

- ♦ pružanje osnove za kontrolu i stimulativno poslovno nagrađivanje uprave i
- ♦ pružanje informacija za definisanje restriktivnih klauzula i informacija o njihovom sprovođenju.

Osim pomenutog, kao poseban cilj finansijske analize jeste i predikcija, odnosno predviđanje buduće vrednosti privrednog društva. Investitori i kreditori najčešće na ovaj način koriste informacije finansijske analize. Računovodstvene informacije se koriste u statističkim modelima na osnovu kojih se predviđa sposobnost privrednog društva da **kontinuirano** posluje (*Free Cash Flow* model) ili se predviđa otvaranje **stečajnog postupka** (Altmanov *Z-score* model). U cilju proučavanja posebnih ciljeva analize moramo se vratiti na pitanje razlike između vrednosti privrednog društva koju procenjuju investitori i kreditori, odnosno tržište (prava, suštinska vrednost, *intrinsic value*) i vrednosti privrednog društva po knjigama (knjigovodstvena vrednost, *book value*). Ove dve vrednosti se značajno razlikuju i retko su jednake.

Razlozi zbog kojih tržišna vrednost privrednog društva iznosi **manje** od knjigovodstvene vrednosti mogu biti:

- ♦ privredno društvo ne koristi sredstva kojima raspolaže na odgovarajući način i ne koristi sve prilike na tržištu;
- ♦ privredno društvo je trenutno potcenjeno;
- ♦ tržište na kome privredno društvo posluje je trenutno potcenjeno;
- ♦ u pitanju je privredni subjekt na zalasku poslovanja.

Prikaz 10. Poređenje tržišne i knjigovodstvene vrednosti privrednog društva Naftna industrija Srbije na dan 15.11.2016. godine

Tržišna vrednost
privrednog subjekta NIS:
102.728.052.000 dinara



Knjigovodstvena vrednost
privrednog subjekta NIS:
201.427.553 dinara

Izvor: <http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/NIIS>

Razlozi zbog kojih tržišna vrednost iznosi **više** od knjigovodstvene vrednosti mogu biti:

- ♦ privredni subjekt je u razvoju i tržište je prepoznalo njegovu vrednost i potencijal;
- ♦ postoji mogućnost prodaje ili preuzimanja privrednog subjekta;
- ♦ privredni subjekt posluje u oblasti pružanja usluga gde nije potrebna visoka vrednost kapitala za funkcionisanje, ali generiše velike količine novca što investitori i vlasnici cene;
- ♦ tržište na kome privredni subjekt posluje je trenutno precenjeno;
- ♦ privredni subjekt je precenjen.

Prikaz 11. Poređenje tržišne i knjigovodstvene vrednosti Energoprojekt Holding privrednog društva na dan 15.11.2016. godine

Tržišna vrednost privrednog
subjekta Energoprojekt:
14.636.999.988 dinara



Knjigovodstvena vrednost
privrednog subjekta
Energoprojekt:
8.450.766.000 dinara

Izvor: <http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/ENHL>

Uopšteni razlozi zbog kojih se može javiti razlika između knjigovodstvene vrednosti privrednog društva i tržišno prepoznate (suštinske) vrednosti su:

- ♦ finansijski izveštaji ne sadrže informacije o poslovnim izgledima privrednog društva u okruženju u kojem posluje;
- ♦ računovodstveni standardi onemogućavaju priznavanje određenih događaja i transakcija koji imaju uticaja na buduću sposobnost privrednog društva da generiše novčane tokove i
- ♦ kod procenjivanja bilansnih pozicija uprava privrednog društva može tražiti od knjigovođa da budu subjektivni u proceni.

S obzirom na to da se knjigovodstvena i tržišna vrednost privrednog društva razlikuju, korisnici (investitori i kreditori) najviše pažnje usmeravaju na proučavanje kvaliteta računovodstvenih informacija, kako bi pouzdano procenili buduće novčane tokove koje će to privredno društvo generisati.

5. FINANSIJSKI IZVEŠTAJI KAO PREDMET ANALIZE

Finansijski izveštaji su osnovni proizvod računovodstva jednog privrednog društva. Da podsetimo, **finansijsko računovodstvo** ima za cilj da prikupi, evidentira, klasifikuje i prikaže sve poslovne promene koje su se dogodile u jednom privrednom društvu u toku jednog izveštajnog perioda. Finansijski izveštaji predstavljaju vrednosni prikaz uticaja tih promena na finansijsku strukturu, uspešnost poslovanja i promene na novčanim tokovima jednog privrednog društva. Stoga, oni predstavljaju osnovu i predmet finansijske analize.

Naredna izlaganja obuhvataju aktivnosti koje kreiraju vrednost u poslovanju i čiji efekti se mogu videti u finansijskim izveštajima, odnosno: bilansu stanja, bilansu uspeha, izveštaju o ostalom rezultatu, izveštaju o tokovima gotovine i izveštaju o promenama na kapitalu, kao i napomenama koje čine integrativni deo godišnjeg izveštaja.

5.1. Aktivnosti koje kreiraju vrednost privrednog društva

Akcionarsko društvo nastaje putem primarne emisije akcija i obveznica na finansijskom tržištu. To je inicijalni sopstveni kapital društva, dok se dodatna dokapitalizacija može izvršiti na sledeće načine (ostali izvori finansiranja):

- ♦ emisijom i prodajom akcija vlasnicima i investitorima;
- ♦ emisijom i prodajom obveznica i
- ♦ ostalim zaduživanjem.

Sekundarnom emisijom i prodajom akcija na finansijskom tržištu privredno društvo pribavlja dodatni kapital od vlasnika, dok emisijom i prodajom korporativnih obveznica (kupcima obveznica, *bondholder*-ima) dodatno finansira poslovanje. Koristeći kreditne aktivnosti privredno društvo prikuplja dodatni kapital od finansijskih institucija, kao što su banke. U tom kontekstu, privredna društva koja obezbeđuju dodatni kapital smatraju se ključnim *stejkholderima*. Sve aktivnosti privrednog društva usmerene su na kreiranje vrednosti za vlasnike, investitore i poverioce, odnosno ključne *stejkholdere*.

Kreiranje vrednosti za pomenute interesne grupe odvija se kroz tri aktivnosti:

- ♦ finansijske,
- ♦ investicione i
- ♦ poslovne.

Finansijske aktivnosti određuju odnos privrednog društva sa sadašnjim i potencijalnim vlasnicima i kreditorima. U ove aktivnosti ubrajamo pribavljanje kapitala iz sopstvenih i pozajmljenih izvora. Ovde spadaju i aktivnosti koje se odnose na vraćanje pozajmljenih sredstava i plaćanja kamate kao troškova pozajmljivanja finansijskih sredstava.

Investicione aktivnosti se odnose na ulaganje pribavljenog kapitala pribavljenog prethodnim aktivnostima. Pribavljena finansijska sredstva se ulažu u nabavku stalnih i obrtnih sredstava kojima se privredno društvo osposobljava za obavljanje osnovne delatnosti (*Core Business*) ili se vrši proširenje delatnosti. Zbog toga se aktivnosti ulaganja novca nazivaju investicione aktivnosti.

Poslovne aktivnosti su povezane sa ostvarivanjem ključnih prihoda (prihoda od prodaje i drugih prihoda) i ključnih rashoda (troškovi amortizacije, materijala, zarada i drugi troškovi). Delatnost jednog privrednog društva materijalizuje se kroz obavljanje ovih poslovnih aktivnosti.

Prikaz 12. Aktivnosti koje kreiraju vrednost privrednog društva



Poslovne aktivnosti

- ♦ Obavljanje osnovne delatnosti privrednog društva



Investicione ativnosti

- ♦ Investiraanje u poslovnu imovinu privrednog društva



Aktivnosti finansiranja

- ♦ Vlasnici
- ♦ Kreditori

Sve pomenute aktivnosti predstavljaju poslovne događaje (transakcije) koje računovodstvo beleži i na kraju izveštajnog perioda sažima u finansijskim izveštajima. Dakle, efekti svih aktivnosti poslovanja jednog privrednog društva, prikazane su u finansijskim izveštajima.

Glavni set finansijskih izveštaja čine:

- ♦ *bilans stanja;*
- ♦ *bilans uspeha;*
- ♦ *izveštaj o ostalom rezultatu;*
- ♦ *izveštaj o tokovima gotovine;*
- ♦ *izveštaj o promenama na kapitalu i*
- ♦ *napomene.*

Poslovne aktivnosti privrednog društva opredmećene su uglavnom u bilansu uspeha. Investicione, kao i finansijske aktivnosti su uglavnom materijalizovane u bilansu stanja. Izveštaj o tokovima gotovine i izveštaj o promenama na kapitalu predstavljaju **izvedene izveštaje** koji se sačinjavaju na osnovu bilansa stanja i bilansa uspeha. Svi finansijski izveštaji uzeti zajedno informišu investitore i kreditore kao ključne korisnike o uspešnosti poslovanja (bilans uspeha i izveštaj o ostalom rezultatu), finansijskom položaju i strukturi (bilans stanja), novčanim tokovima (izveštaj o novčanim tokovima) i promeni na kapitalu (izveštaj o promenama na kapitalu). U napomenama možemo videti dodatne informacije, koje su uglavnom kvalitativne prirode, a koje se ne mogu pronaći u ostalim izveštajima.

Efekti određenih aktivnosti poslovanja mogu se videti i u drugim izveštajima, ne isključivo u jednom. Na primer, efekti finansijskih aktivnosti mogu se videti i u bilansu uspeha (plaćanje kamate na uzete kredite, kamate na obveznice i slično), dok se efekti isplaćenih dividendi (finansijska aktivnost) mogu videti u izveštaju o novčanim tokovima. Efekti investicione aktivnosti (prodaja stalnih sredstava uz ostvarenje dobitaka ili gubitaka na prodaji, obezvređenje tih sredstava) mogu se videti i u bilansu uspeha.

U tom smislu, radi analize celine poslovanja nekog privrednog društva, kao predmet analize pojavljuju se svi finansijski izveštaji. Jedino je na taj način moguće sagledati celinu poslovanja tog privrednog društva. Izostavljanje bilo kojeg izveštaja iz analize dovelo bi analitičara do pogrešnih zaključaka i takva analiza ne bi prikazala potpunu sliku svih aktivnosti koje kreiraju vrednost. U nastavku ćemo pojasniti osnovne pozicije redovnih finansijskih izveštaja.

Za analizu pozicija finansijskih izveštaja koristićemo zvanične obrasce finansijskih izveštaja propisanih od strane ministarstva finansija za privredna društva, preduzetnike, faktoring društva, zadruge i druga pravna lica. Skrećemo pažnju da su privredna društva (preduzetnici, zadruge, faktoring društva i druga pravna lica) naredne obrazac finansijskih izveštaja počeli da koriste za sastavljanje finansijskih izveštaja za **2014. godinu kao**

izveštajni period, a za period **2013. godina i prethodne periode** koristili su drugačiji (sažetiji) obrazac finansijskih izveštaja. Očigledno je da novi obrasci pružaju veću mogućnost i bolje rezultate u analizi finansijskih izveštaja, ali postavlja se pitanje ekonomičnosti i preglednosti finansijskih izveštaja sa znatno većim brojem pozicija.

5.2. Bilans stanja kao predmet analize

Bilans stanja prikazuje veličinu i strukturu sredstava i izvora finansiranja. U bilansu stanja vidimo imovinu, obaveze i kapital određenog privrednog društva. Struktura sredstava, **aktiva**, pokazuje na način na koji su sredstva uložena (investiciona aktivnost), dok struktura izvora finansiranja, **pasiva**, ukazuje na efekte finansijske aktivnosti, odnosno finansijsku strukturu (konstituciju) nekog privrednog društva. Stoga, bilans stanja možemo prikazati pomoću modifikovane osnovne računovodstvene jednačine:

Bilans stanja je slika finansijskog položaja privrednog društva na određeni dan u novčanim jedinicama mere.

$$\textbf{Aktiva} = \textbf{Obaveze} + \textbf{Kapital}$$

$$\textbf{Stalna} + \textbf{Obrtna sredstva} = \textbf{Obaveze} + \textbf{Kapital}$$

Bilans stanja kao računovodstveni izveštaj sadrži veći broj različitih informacija koje su potrebne korisnicima za utvrđivanje finansijskog položaja. Međutim, te informacije su klasifikovane u grupe sličnih informacija kako bi se korisnicima olakšalo pronalaženje potrebnih informacija. Informacije koje treba iskazati u bilansu stanja treba razvrstati rukovodeći se određenim, prepoznatljivim kriterijumom.

U poslovnoj praksi privrednih društava primenjuju se sledeći kriterijumi razvrstavanja pozicija u bilansu stanja:

- ♦ **kriterijum rastuće likvidnosti u aktivni i opadajuće dospelosti u pasivi, i**
- ♦ **kriterijum opadajuće likvidnosti u aktivni i rastuće dospelosti u pasivi.**

- a) **Kriterijum rastuće likvidnosti u aktivni i opadajuće dospelosti u pasivi.** Raspored pozicija bilansa stanja po kriterijumu rastuće likvidnosti u aktivni i opadajuće dospelosti u pasivi dat je u tabeli koja sledi.

Tabela 7. Bilans stanja prema kriterijumu rastuće likvidnosti i opadajuće dospelosti

Aktiva (rastuća likvidnost)	Pasiva (opadajuća dospelost)
Nekretnine, postrojenja i oprema	Sopstveni kapital
Nematerijalna sredstva	Dugoročne obaveze
Dugoročni finansijski plasmani	Kratkoročne obaveze
Zalihe	Tekuće obaveze (dobavljači i druge obaveze)
Potraživanja	
Novac i novčani ekvivalenti	

Ovakvu formu bilansa stanja primenjuju privredna društva država koje pripadaju **kontinentalno-evropskoj računovodstvenoj tradiciji** (Nemačka, Francuska, Italija i dr.) gde je naglasak stavljen na solventnost i dugoročnu finansijsku strukturu. Kriterijum rastuće likvidnosti znači strukturisanje aktive po kojem se likvidnost imovinskih pozicija (sposobnost pretvaranja u gotovinu) kreće od najnelikvidnije prema sve likvidnijim pozicijama aktive. Shodno ovom kriterijumu, u aktivu se prvo prikazuju informacije o nekretninama, postrojenjima, opremi i drugim dugoročnim sredstvima, koja se najteže pretvaraju u gotovinu. Ova sredstva su angažovana sa ciljem da doprinose poslovnoj aktivnosti privrednog društva u većem broju proizvodnih ciklusa (izveštajnih perioda). Na drugom mestu se nalazi nešto likvidnija pozicija aktive - zalihe. Zalihe se lakše i brže konvertuju u gotovinu u odnosu na dugoročna sredstva. Potraživanja pokazuju viši stepen sposobnosti pretvaranja u gotovinu, zato su i prikazana na pretposlednjem mestu u tabeli. Naravno, najlikvidnija pozicija aktive je novac i novčani ekvivalenti koji zauzimaju poslednje mesto u tabeli, shodno principu rastuće likvidnosti.

Za razliku od aktive, pasiva je strukturisana po principu opadajuće dospelosti. To znači da je na prvom mestu u bilansu stavljena ona pozicija pasive koja nema rok dospeća, kao što je to slučaj sa sopstvenim kapitalom. Dugoročne obaveze imaju rok dospeća preko godine dana od dana bilansa, tj. njihova dospelost opada, kao što to kriterijum zahteva. Na trećem mestu su kratkoročne obaveze čija je dospelost do jedne poslovne godine od dana bilansa. i konačno, na poslednjem mestu su različite tekuće obaveze (dobavljači, obaveze za poreze, obaveze za zarade i slično), čiji je rok dospeća po pravilu od 30 do 60 dana ili kraći.

Od 2015. godine, promenom Zakona o rokovima izmirenja novčanih obaveza u komercijalnim transakcijama, rok izmirenja obaveza u Republici Srbiji za privredna društva i javna preduzeća je 60 dana, dok je prethodno iznosio 45 dana za javni sektor (Narodna skupština RS, 2015).

- b) Raspored pozicija bilansa stanja po kriterijumu opadajuće likvidnosti u aktivni i rastuće dospelosti u pasivi dat je u tabeli koja sledi.

Tabela 8. Bilans stanja strukturisan po principu opadajuće likvidnosti i rastuće dospelosti

Aktiva (opadajuća likvidnost)	Pasiva (rastuća dospelost)
Novac i novčani ekvivalenti	Tekuće obaveze
Potraživanja	Kratkoročne obaveze
Zalihe	Dugoročne obaveze
Dugoročni finansijski plasmani	Sopstveni kapital
Nematerijalna ulaganja	
Nekretnine, postrojenja i oprema	

Prema ovom kriterijumu u aktivni se nalazi najlikvidnija imovina kao što je pozicija novca i novčanih ekvivalenata na prvom mestu. Zatim slede potraživanja, zalihe i na poslednjem mestu su prikazana dugoročna sredstva (dugoročni plasmani, nematerijalna ulaganja i nekretnine, postrojenja i oprema) koja su najnelikvidniji oblik aktive. Dakle, aktiva prati redosled opadajuće likvidnosti.

Za razliku od nje, pasiva prati redosled rastuće dospelosti. Na prvom mestu u pasivi su obaveze koje zahtevaju plaćanje u periodu od 30 do 60 dana (tekuće obaveze), zatim slede obaveze dospeća do 1 godine (kratkoročne obaveze), obaveze čiji je rok dospeća preko 1 godine (dugoročne obaveze). Na poslednjem mestu nalazi se sopstveni kapital vlasnika koji nema rok dospeća. Ovakvu strukturu bilansa stanja respektuju privrednih društava **država anglosaksonske računovodstvene tradicije** (SAD, Ujedinjeno Kraljevstvo, Kanada, Australija) gde je likvidnost istaknuta kao vrhovni cilj poslovanja.

Razlike u formi prikazivanja bilansa stanja potiču od važnosti ciljeva čijem ispunjenju računovodstvo služi. U kontinentalnoj Evropi, osnovni cilj računovodstva je sigurnost kreditora. Da bi se taj cilj ostvario bilans stanja sledi princip rastuće likvidnosti i opadajuće dospelosti, čime se naglasak stavlja na stalnu imovinu u aktivni, a na sopstveni kapital kao garantnu supstancu, u pasivi.

U anglosaksonskoj tradiciji, koja je još od perioda Velike depresije iz 1929. godine opterećena problemom likvidnosti, bilans stanja prati kriterijum likvidnosti, pa je na prvom mestu u aktivni prikazana gotovina. U teškim finansijskim situacijama, kao što su ekonomske krize, privredna društva u kojima preovlađuju likvidna sredstva u aktivni bilansa stanja, ostvaruju bolje rezultate od ostalih. Sa druge strane, u pasivi, na prvom mestu, nalaze se one pozicije pasive čija je dospelost najkraća (tekuće obaveze i dobavljači), a zatim po kriterijumu rastućeg roka dospeća slede druge obaveze i na kraju sopstveni kapital.

5.2.1. Analiza pozicija aktive bilansa stanja

Aktiva privrednog društva, koja zadovoljava prethodno nabrojane karakteristike, se dalje u bilansu stanja deli na sledeće:

- ♦ **stalna (fiksna, dugoročna) sredstva i**
- ♦ **obrtna (tekuća, kratkoročna) sredstva.**

Razlika između stalnih i obrtnih sredstava je u ispunjavanju sledećih karakteristika:

- ♦ sredstvo će biti razvrstano kao kratkoročno ako se očekuje da će biti **potrošeno** u redovnom toku poslovnog ciklusa privrednog društva (kalendarska godina) i ako ima nisku vrednost. Odnosno, biće razvrstano kao dugoročno, ako će biti potrošeno tek protekom više poslovnih ciklusa, odnosno u periodu dužem od 12 meseci;

Poslovni ciklus privrednog društva je vreme koje protekne između nabavke materijala, sredstava koja ulaze u proces proizvodnje i sticanja samog novca ili ekvivalenta koji se mogu konvertovati u novac.
--
- ♦ sredstvo je kratkoročno ako se primarno drži za svrhu **prodaje** u roku do 12 meseci, ako se drži u cilju prodaje u periodu dužem od 12 meseci treba ga razvrstati kao dugoročno sredstvo⁷ i
- ♦ sredstvo je kratkoročno ako je u pitanju **novac ili novčani ekvivalent** čija upotreba nije ograničena.

Stalna ili dugoročna sredstva se mogu podeliti na :

- ♦ **materijalna** (nekretnine, postrojenja, oprema),
- ♦ **nematerijalna** (naučno i tehničko znanje, *goodwill*, dizajn, implementacija novih procesa ili sistema, licence, softveri, intelektualna imovina, internet sajtovi⁸, tržišno znanje i trgovačke marke) i

<i>Goodwill</i> predstavlja pozitivnu razliku između prodajne vrednosti kupljenog privrednog društva i njegove knjigovodstvene vrednosti.

- ♦ **dugoročni finansijski plasmani** (zajmovi dati drugim pravnim licima na period duži od jednog izveštajnog perioda, ulaganja zadržana do dospeća - obveznice drugih pravnih lica i učešća u kapitalu drugih pravnih lica).

Kratkoročna ili obrtna sredstva se mogu razvrstati na sledeće stavke:

- ♦ **zalihe** (materijala, gotovih proizvoda, nedovršene proizvodnje, robe i ostale),
- ♦ **kupci i druga potraživanja,**
- ♦ **dati avansi,**

⁷ Iz prethodnog proizilazi da u obrtna sredstava možemo uključiti i imovinu koja ima duži vek upotrebe, kao što su zemljište, građevinski objekti i oprema, ukoliko su ista namenjena prodaji u periodu kraćem od jedne godine.

⁸ Ukoliko se na njima vrši promet dobara ili usluga.

- ♦ **kratkoročni finansijski plasmani** (zajmovi dati drugim pravnim licima na period kraći od jednog izveštajnog perioda, ulaganja u finansijske instrumente sa rokom dospeća kraćim od jednog izveštajnog perioda i finansijski instrumenti kojima se trguje).
- ♦ **ostala kratkoročna potraživanja,**
- ♦ **novac i novčani ekvivalenti** (gotovina u blagajni, depoziti po viđenju, gotovinski ekvivalenti - akcije, obveznice, komercijalni i blagajnički zapisi i slično).

5.2.2. Bilansne pozicije aktive zvaničnog bilansa stanja Republike Srbije

Kako bi analitičarima finansijskih izveštaja u Republici Srbiji olakšali razumevanje pozicija bilansa stanja, u nastavku ćemo prikazati kako on izgleda, i pojasnićemo pozicije koje do sada nismo pominjali, a čiju analizu ćemo nešto kasnije izvršiti. Sledeća tabela pokazuje bilansne pozicije aktive u zvaničnom obrascu bilansa stanja za privredna društva i preduzentike u našoj državi. Skrećemo pažnju da se naredni obrazac koristi za sastavljanje finansijskih izveštaja od 2014. godine, dok za prethodne periode postoje drugačiji obrasci. Za te obrasce potrebno je računati i finansijske pokazatelje na drugačiji način.

Na obrascu (Prikaz 13.) primećujemo da se zvanični bilans stanja sastavlja na određeni dan i da je u formi liste, gde su pozicije prikazane jedna ispod druge; prvo bilansne pozicije aktive, a nakon toga i pasive. Pravno lice ili preduzetnik popunjava osnovne podatke kao što su: naziv, sedište, matični broj, PIB (poresko-identifikacioni broj) i šifru delatnosti. Vrednosti bilansnih pozicija su izražene u hiljadama RSD, kako za tekući, tako i za prethodni izveštajni period (**uporedne informacije**). Dalje, primećujemo kolo-
nu *grupa računa* ili *broj računa*, koji su preuzeti iz zvaničnog Kontnog okvira Republike Srbije. Kolona broj tri pokazuje AOP broj, na osnovu kojeg se vrši automatska obrada podataka u Agenciji za privredne registre. Kontrola se vrši prilikom predaje finansijskih izveštaja. Broj u koloni broj četiri, povezuje bilans stanja sa napomenama, u kojima je prikazano više informacija u vezi te bilansne pozicije.

Na prvi pogled, u **aktivu** primećujemo podelu na:

1. Upisani a neuplaćeni kapital,
2. Stalnu imovinu,
3. Odložena poreska sredstva,
4. Obrtnu imovinu,
5. Ukupnu aktivu i
6. Vanbilansnu aktivu.

Prema Zakonu o privrednim društvima RS, pre same registracije društva, akcionari koji osnivaju društvo dužni su da uplate, odnosno unesu uloge koji predstavljaju najmanje 25% nominalne vrednosti upisanog osnovnog kapitala, pri čemu uplaćeni iznos novčanog dela osnovnog kapitala ne može biti niži od iznosa minimalnog osnovnog kapitala (Službeni glasnik RS, 2011).

Prikaz 13. Prikaz prvog dela aktive u zvaničnom obrascu bilansa stanja u Republici Srbiji

Попуњава правно лице - предузетник																													
Матични број												Шифра делатности							ПИБ										
Назив																													
Седиште																													

БИЛАНС СТАЊА
на дан _____ 20 ____ . године

- у хиљадама динара -

Група рачуна, рачун	ПОЗИЦИЈА	АОП	Напомена број	Износ		
				Текућа година	Претходна година	
					Крајње стање _____ 20 ____ .	Почетно стање 01.01.20 ____ .
1	2	3	4	5	6	7
	АКТИВА					
00	А. УПИСАНИ А НЕУПЛАЋЕНИ КАПИТАЛ	0001				
	Б. СТАЛНА ИМОВИНА (0003 + 0010 + 0019 + 0024 + 0034)	0002				
01	I. НЕМАТЕРИЈАЛНА ИМОВИНА (0004 + 0005 + 0006 + 0007 + 0008 + 0009)	0003				
010 и део 019	1. Улагања у развој	0004				
011, 012 и део 019	2. Концесије, патенти, лиценце, робне и услужне марке, софтвер и остала права	0005				
013 и део 019	3. Гудвил	0006				
014 и део 019	4. Остала нематеријална имовина	0007				
015 и део 019	5. Нематеријална имовина у припреми	0008				
016 и део 019	6. Аванси за нематеријалну имовину	0009				
02	II. НЕКРЕТНИНЕ, ПОСТРОЈЕЊА И ОПРЕМА (0011 + 0012 + 0013 + 0014 + 0015 + 0016 + 0017 + 0018)	0010				
020, 021 и део 029	1. Земљиште	0011				
022 и део 029	2. Грађевински објекти	0012				

Позиција *Уписани а неуплаћени капитал* се односи на номиналну вредност капитала коју су акционари или чланови друштва са ограниченом одговорношћу уписали, али коју још увек нису измирili уношењем новчаних или других средстава у привредно друштво. Може се рећи да ова позиција представља „потраживање“ за неizmireне „обавезе“ према будућим власницима привредног друштва. Дакле, ова позиција показује номиналну вредност акција или удела које су акционари или чланови друштва уписали у одговарајући регистар (Књигу акционара или чланова друштва) и time обавезали се да купе, али до дана састављања биланса станја нису уплатили (унели вредност у привредно друштво). Ова позиција се може појавити у билансу станја код привредних друштava коja су основана као акционарска друштва или друштва са ограниченом одговорношћу или командитна друштва. Уплата преосталог износа уписаних а неуплаћених акција мора се извршити у року од **pet година** од дана регистрације одлуке о повећању основног капитала, односно у року од **две године**

u slučaju javnog akcionarskog društva, osim ako je odlukom o njihovom izdavanju predviđen kraći rok (Službeni glasnik RS, 2011). **Emisiona premija** se mora uplatiti u potpunosti prilikom inicijalnog upisa kapitala.

Prikaz 14. Prikaz drugog dela aktive u zvaničnom obrascu bilansa stanja u Republici Srbiji

023 и део 029	3. Постројења и опрема	0013				
024 и део 029	4. Инвестиционе некретнине	0014				
025 и део 029	5. Остале некретнине, постројења и опрема	0015				
026 и део 029	6. Некретнине, постројења и опрема у припреми	0016				
027 и део 029	7. Улагања на туђим некретностима, постројењима и опреми	0017				
028 и део 029	8. Аванси за некретнине, постројења и опрему	0018				
03	III. БИОЛОШКА СРЕДСТВА (0020 + 0021 + 0022 + 0023)	0019				
030, 031 и део 039	1. Шуме и вишегодишњи засади	0020				
032 и део 039	2. Основно стадо	0021				
037 и део 039	3. Биолошка средства у припреми	0022				
038 и део 039	4. Аванси за биолошка средства	0023				
04. осим 047	IV. ДУГОРОЧНИ ФИНАНСИЈСКИ ПЛАСМАНИ (0025 + 0026 + 0027 + 0028 + 0029 + 0030 + 0031 + 0032 + 0033)	0024				
040 и део 049	1. Учешћа у капиталу зависних правних лица	0025				
041 и део 049	2. Учешћа у капиталу придружених правних лица и заједничким подухватима	0026				

Позиција **Stalna imovina** podeljena je na sledeće delove:

1. Нематеријална имовина;
2. Некретнине, постројења и опрема;
3. Биолошка средства;
4. Дугорочни финансијски пласмани и
5. Дугорочна потраживања.

У оквиру позиције **Нематеријална имовина**, приказана су улагања која немају физички облик, могу се продати на тржишту и нису финансијски инструмент (hartije od vrednosti). То су углавном средства у облику права: улагања у развој, концесије, патенти, licence, франшизе, softveri... У оквиру позиције **Улагања у развој** евидентирају се издаци за развој чији се ефекти очекују у периоду дужем од једне године.

Prema Zakonu o javno-privatnom partnerstvu i koncesijama, koncesija se može definisati kao ugovorno javno-privatno partnerstvo sa elementima koncesije u kome je javnim ugovorom uređeno komercijalno korišćenje prirodnog bogatstva, koje nadležno javno telo ustupa domaćem ili stranom licu, na određeno vreme, pod posebno propisanim uslovima, uz plaćanje koncesione naknade (Narodna skupština RS, 2016).

Uložena sredstva u razvoj bi trebalo da dovedu do razvoja novih i značajnih poboljšanja na materijalima, uređajima, proizvodima i uslugama, uopšteno, tehnologiji pružanja usluga ili proizvodnje proizvoda. **Patentom** možemo zaštititi nov pronalazak iz bilo koje oblasti tehnike koji je inovativan i industrijski primenljiv. Neko drugo pravno lice može koristiti naš patent putem licence. Naime, kod licence, predmet ugovora mogu biti ideje, patenti, izumi, modeli, znanje, robne marke, zaštitni znakovi i ostalo. **Licenca** nam daje slobodu ili dozvolu da koristimo predmet licenciranja za određeni vremenski period (licenca se može i količinski ograničiti, na primer broj proizvoda koji možemo proizvesti). Ovde skrećemo pažnju da je pozicija **Goodwill** (koju smo prethodno objasnili), izdvojena iz pozicije Nematerijalna imovina i posebno prikazana. Ova pozicija je jedina od nematerijalni sredstava koja se ne amortizuju, ali se proverava njeno obezvređenje, prema MRS 38 - Nematerijalna ulaganja.

U okviru pozicije **Nekretnine, postrojenja i**

oprema, privredno društvo evidentira sredstva u obliku: prava svojine nad zemljištem i građevinske objekte i delove građevinskih objekata koje to privredno društvo koristi u redovnom poslovanju. Pored prethodno pomenutih sredstava, u okviru ove pozicije, kao opremu, možemo prikazati: mašine, transportna sredstva, postrojenja i slična sredstva. Pozicija **Investicione nekretnine** pokazuje vrednost zemljišta i građevinskih objekata i delove građevinskih objekata, koje privredno društvo koristi za izdavanje (rentiranje) trećim licima ili ne koristi u poslovanju i čeka povoljnu priliku za prodaju u periodu dužem od jednog izveštajnog perioda (jedne godine). Pozicija **Ulaganja na tuđim nekretninama, postrojenjima i opremi** prikazuje vrednost ulaganja koje je posmatrano privredno društvo izvršilo na ovim sredstvima koja nisu u njegovom vlasništvu, već su pod zakupom. To znači da privredno društvo koje zakupi poslovni prostor može investirati u taj prostor i prikazati vrednost investicije pod ovom pozicijom.

Pravo korišćenja zemljišta (kada lice koje koristi zemljište nije istovremeno i vlasnik) se ne prikazuje u okviru pozicije Nekretnine, postrojenja i oprema, već na odgovarajućem računu u okviru pozicije Nematerijalnih ulaganja.

Pozicija **Biološka sredstva** se javlja kod privrednih društava koja se bave poljoprivrednom delatnošću (biološkom transformacijom). Ova pozicija pokazuje vrednost živih životinja ili biljaka koja se mogu podeliti na: konzumna i ne-konzumna, plodonosna i neplodonosna i zrela i nezrela (Petrović Z., 2013). Kod ovih biljaka i životinja biološka transformacija još uvek

U zvaničnom obrascu, u prvoj koloni vidimo grupe računa i račune koji su preuzeti iz Pravilnika o kontnom okviru i sadržini računa u kontnom okviru za privredna društva, zadruge i preduzetnike. Primećujemo račune sa poslednjom cifrom 9: 019, 029, 039, 049, u 059. Na ovim računima evidentirana je otpisana vrednost (zbir svih obračunatih amortizacija i drugih otpisa do posmatranog perioda) za posmatrane pozicije. To znači da su u bilansu stanja prikazane neto, odnosno sadašnje vrednosti ovih pozicija.

nije završena. Međunarodni računovodstveni standard 41 – Poljoprivreda navodi da se za vrednovanje ovih sredstava koristi fer vrednost umanjena za procenjene troškove prodaje. Nakon završetka biološke transformacije, recimo ubiranje voća, za vrednovanje tih sredstava koristi se neki drugi standard, na primer MRS 2 – Zalihe.

Pozicija **Dugoročni finansijski plasmani** se koristi za prikazivanje hartija od vrednosti, ali i pozajmica (kredita/zajmova) drugim pravnim licima. U okviru nje, prikazani su (Petrović, Stanišić, & Vićentijević, Priručnik za primenu kontnog okvira za privredna društva, zadruge i preduzetnike, 2016):

1. učešća u kapitalu drugih pravnih lica (pozicije 040, 041 i 042),
2. dugoročne hartije od vrednosti koje ne obezbeđuju učešće u kapitalu izdavaoca hartija od vrednosti (pozicije 046 i 042),
3. dati dugoročne plasmane, odnosno pozajmice novca sa rokom dospeća dužim od jednog izveštajnog perioda (pozicije 043, 044 i 045)
4. otkupljene sopstvene akcije i udeli (pozicija 047) i
5. ostali dugoročni finansijski plasmani (pozicija 048).

U okviru *Učešća u kapitalu zavisnih pravnih lica*, prikazuju se učešća u kapitalu pravnih lica koji su pod kontrolom posmatranog lica (učešće je veće od 51%), dok na poziciji *Učešća u kapitalu pridruženih pravnih lica i zajedničkim poduhvatima* vidimo učešća gde postoji značajan uticaj ili učešće na poslovanje drugih pravnih lica (učešće je između 20% i 50%). U skladu sa prethodnim, u okviru pozicije *Učešća u kapitalu ostalih pravnih lica i druge hartije od vrednosti raspoložive za prodaju*, prikazujemo učešća u kapitalu koja nisu značajna (učešće je ispod 20%) i gde ne postoji kontrola, kao i hartije od vrednosti koje uprava privrednog društva planira da proda.

Naredna važna grupa računa u okviru stalne imovine je **Dugoročna potraživanja**. U okviru nje možemo videti koliko posmatrano privredno društvo potražuje novca po osnovu prodaje robe, proizvoda ili usluga od drugih pravnih lica, a koje će naplatiti u roku dužem od jednog izveštajnog perioda (posmatrano od dana bilansa). Čini nam se da su prve pozicije ove grupe jasne, na osnovu datog objašnjenja vezanog za učešća u kapitalu koje smo iznad naveli. Međutim, skrećemo pažnju na poziciju *Sporna i sumnjiva potraživanja*, u okviru koje se prikazuju potraživanja gde dužnik spori svoju obavezu u sudskom postupku. Drugi deo ove pozicije čine potraživanja gde dužnik ne spori obavezu, ali gde nije u stanju da izmiri istu, u potpunosti ili delimično (recimo dužnik nas je obavestio da neće biti u mogućnosti da izmiri svoju obavezu zbog isplate kredita u značajnom iznosu drugom poveriocu).

Prikaz 15. Prikaz trećeg dela aktive u zvaničnom obrascu bilansa stanja u Republici Srbiji

042 и део 049	3. Учешћа у капиталу осталих правних лица и друге хартије од вредности расположиве за продају	0027				
део 043, део 044 и део 049	4. Дугорочни пласмани матичним и зависним правним лицима	0028				
део 043, део 044 и део 049	5. Дугорочни пласмани осталим повезаним правним лицима	0029				
део 045 и део 049	6. Дугорочни пласмани у земљи	0030				
део 045 и део 049	7. Дугорочни пласмани у иностранству	0031				
046 и део 049	8. Хартије од вредности које се држе до доспећа	0032				
048 и део 049	9. Остали дугорочни финансијски пласмани	0033				
05	V. ДУГОРОЧНА ПОТРАЖИВАЊА (0035 + 0036 + 0037 + 0038 + 0039 + 0040 + 0041)	0034				
050 и део 059	1. Потраживања од матичног и зависних правних лица	0035				
051 и део 059	2. Потраживања од осталих повезаних лица	0036				
052 и део 059	3. Потраживања по основу продаје на робни кредит	0037				
053 и део 059	4. Потраживање за продају по уговорима о финансијском лизингу	0038				
054 и део 059	5. Потраживања по основу јемства	0039				
055 и део 059	6. Спорна и сумњива потраживања	0040				
056 и део 059	7. Остала дугорочна потраживања	0041				
288	В. ОДЛОЖЕНА ПОРЕСКА СРЕДСТВА	0042				

У оквиру позиције **одложена poreska sredstva**, видимо вредност poreza на добит који посматрано привредно друштво може да поврати у наредним периодима (по основу одбитних привремених разлика и неискоришћених poreskih губитака и кредита)⁹.

Обртна имовина, раščланјена је на следеће групе рачуна:

1. Залихе,
2. Потраживања по основу продаје,
3. Потраживања из специфичних послова,
4. Друга потраживања,
5. Финансијска средства која се вреднују по фер вредности кроз биланс uspeha,

9 Ова позиција у пракси настаје као последица обрачуна poreza на добит. Наиме, износ poreza на добит који привредно друштво плаћа утврђује се на основу računovodstvenih правила у билансу uspeha, али стварна обавеза по основу poreza на добит, утврђује се на основу Закона о porezu на добит предузећа RS и poreskog биланса. Poreski биланс се саставља на основу позиција биланса uspeha, уз одговарајуће korekcije, у складу са поменутиm законом. Постоје привремене и сталне разлике између обрачунатих износа poreza на добит, више о томе можете погледати у MRS 12 – Porezi из добитка.

6. Kratkoročni finansijski plasmani,
7. Gotovinski ekvivalenti i gotovina,
8. Porez na dodatu vrednost i
9. Aktivna vremenska razgraničenja.

Prikaz 16. Prikaz četvrtog dela aktive u zvaničnom obrascu bilansa stanja u Republici Srbiji

	Г. ОБРТНА ИМОВИНА (0044 + 0051 + 0059 + 0060 + 0061 + 0062 + 0068 + 0069 + 0070)	0043				
Класа 1	І. ЗАЛИХЕ (0045 + 0046 + 0047 + 0048 + 0049 + 0050)	0044				
10	1. Материјал, резервни делови, алат и ситан инвентар	0045				
11	2. Недовршена производња и недовршене услуге	0046				
12	3. Готови производи	0047				
13	4. Роба	0048				
14	5. Стална средства намењена продаји	0049				
15	6. Плаћени аванси за залихе и услуге	0050				
20	ІІ. ПОТРАЖИВАЊА ПО ОСНОВУ ПРОДАЈЕ (0052 + 0053 + 0054 + 0055 + 0056 + 0057 + 0058)	0051				
200 и део 209	1. Купци у земљи - матична и зависна правна лица	0052				
201 и део 209	2. Купци у иностранству - матична и зависна правна лица	0053				
202 и део 209	3. Купци у земљи - остала повезана правна лица	0054				
203 и део 209	4. Купци у иностранству - остала повезана правна лица	0055				
204 и део 209	5. Купци у земљи	0056				
205 и део 209	6. Купци у иностранству	0057				
206 и део 209	7. Остала потраживања по основу продаје	0058				
21	ІІІ. ПОТРАЖИВАЊА ИЗ СПЕЦИФИЧНИХ ПОСЛОВА	0059				
22	ІV. ДРУГА ПОТРАЖИВАЊА	0060				
236	V. ФИНАНСИЈСКА СРЕДСТВА КОЈА СЕ ВРЕДНУЈУ ПО ФЕР ВРЕДНОСТИ КРОЗ БИЛАНС УСПЕХА	0061				
23 осим 236 и 237	VI. КРАТКОРОЧНИ ФИНАНСИЈСКИ ПЛАСМАНИ (0063 + 0064 + 0065 + 0066 + 0067)	0062				
230 и део 239	1. Краткорочни кредити и пласмани - матична и зависна правна лица	0063				
231 и део 239	2. Краткорочни кредити и пласмани - остала повезана правна лица	0064				

Kao što vidimo, u okviru Obrtne imovine, prikazane su razvrstane i mnogobrojne pozicije. Objasnićemo najvažnije od njih. Pozicije koje obuhvataju zalihe su već prethodno objašnjene, ovde ćemo pomenuti da pozicija **Stalna imovina namenjena prodaji**, obuhvata vrednost stalne imovine koja je prethodno korišćena u poslovanju, a privredno društvo planira da je proda u periodu kraćem od jednog izveštajnog perioda. Ukoliko

privredno društvo unapred plati jedan deo vrednosti zaliha koje će dobavljač tek isporučiti, taj iznos prikazuje se kao **Plaćeni avansi za zalihe i usluge**.

Za računanje mnogih finansijskih pokazatelja važna je pozicija Potraživanja od kupaca. U našem zvaničnom bilansu stanja postoji pozicija **Potraživanja od prodaje**, u okviru koje evidentiramo sva potraživanja proistekla iz transakcija prodaje sredstava. U odnosu na prethodni obrazac bilansa stanja, u trenutno važećem su dodate pozicije potraživanja po osnovu prodaje matičnim, zavisnim i povezanim pravnim licima, koje su razdvojene prema tome da li ta pravna lica funkcionišu u okviru naše države ili u inostranstvu. Važno je imati u vidu da pozicije potraživanja obuhvataju prodajnu vrednost prodatih sredstava i usluga i obračunati porez na dodatnu vrednost (ukoliko je posmatrano privredno društvo obveznik Zakona o porezu na dodatnu vrednost).

Grupa računa **Potraživanja iz specifičnih poslova** obuhvata različite pozicije koje se odnose na: uvoz robe i usluga koji se vrši za račun drugog pravnog lica, prodaje proizvoda i usluga komisionom i konsignacionom prodajom i drugih zajedničkih poslova. Pored pomenutih, privredno društvo može imati potraživanja i od drugih lica, pa tako postoji grupa **Druga potraživanja** koja obuhvataju potraživanja: od zaposlenih (akontacije za službena putovanja, naknade šteta koje su zaposleni počinili, manjkova...), od državnih organa (regres, premije, stimulacije, dotacije...), za više plaćen porez na dobitak (zbog akontacionog plaćanja poreza ili naknadnih korekcija poreza na dobit), za preplaćene poreze i doprinose, za naknade zarada koje se refundiraju (od državnih organa), po osnovu šteta i ostalo (Petrović, Stanišić, & Vićentijević, 2016).

Naredne pozicije zvaničnog bilansa stanja posvećene su prikazivanju vrednosti finansijskih sredstava. Za ove pozicije se obično vezuje visoki rizik, naročito nakon finansijske krize, kada su ove pozicije pojedinih privrednih društava i finansijskih institucija izgubile veliki deo svoje vrednosti. Stoga, analiza njihovog iznosa i kvaliteta od velike je važnosti.

Pozicija **Finansijska sredstva koja se vrednuju po fer vrednosti kroz Bilans uspeha**, koristi se za prikazivanje vrednosti finansijskih sredstava (akcija, obveznica, blagajničkih zapisa, komercijalnih zapisa, državnih zapisa, sertifikata o depozitu i ostalih hartija od vrednosti - HOV) koji imaju kratak ili dugi rok dospeća, a koja posmatrano privredno društvo poseduje sa ciljem da ih u

MSFI 13 – Merenje fer vrednosti, definiše fer vrednost kao cenu koja bi bila dobijena za prodaju imovine, ili plaćena za prenos obaveze, u redovnoj transakciji između učesnika na tržištu na datum odmeravanja (IASB, 2013). Definicija se očigledno odnosi i na sredstva i na obaveze.

kratkom roku proda kako bi ostvarilo pozitivnu razliku u ceni (između prodajne i knjigovodstvene vrednosti)¹⁰. Očigledno, ova sredstva se vrednuju po fer vrednosti, a povećanja i smanjenja njihove vrednosti evidentiraju se kao prihod i rashod i prikazuju u bilansu uspeha.

10 Prethodno pomenuta kapitalna dobit.

Grupa računa **Kratkoročni finansijski plasmani** obuhvata više pozicija koje se odnose na: vrednost kratkoročnih kredita koje je posmatrano privredno društvo dalo drugim pravnim licima, vrednost hartija od vrednosti koje dospevaju do jedne godine i privredno društvo ih drži do dospeća i otkupljene sopstvene akcije i udeli koji će biti poništeni u kratkom roku.

Prikaz 17. Prikaz poslednjeg dela aktive u zvaničnom obrascu bilansa stanja u Republici Srbiji

232 и део 239	3. Краткорочни кредити и зајмови у земљи	0065				
233 и део 239	4. Краткорочни кредити и зајмови у иностранству	0066				
234, 235, 238 и део 239	5. Остали краткорочни финансијски пласмани	0067				
24	VII. ГОТОВИНСКИ ЕКВИВАЛЕНТИ И ГОТОВИНА	0068				
27	VIII. ПОРЕЗ НА ДОДАТУ ВРЕДНОСТ	0069				
28 осим 288	IX. АКТИВНА ВРЕМЕНСКА РАЗГРАНИЧЕЊА	0070				
	Д. УКУПНА АКТИВА = ПОСЛОВНА ИМОВИНА (0001 + 0002 + 0042 + 0043)	0071				
88	Ђ. ВАНБИЛАНСНА АКТИВА	0072				

Ukoliko je za potrebe analize izveštaja potrebno da znamo koliko privredno društvo ima na raspolaganju novčanih sredstava u gotovom ili depozita po viđenju (novca na tekućem i ostalim računima) i eventualnih plemenitih metala, potrebno je da pogledamo poziciju **Gotovina i gotovinski ekvivalenti**. U okviru grupe računa **Porez na dodatu vrednost** evidentira se porez obračunat u prethodnoj fazi prometa (koju je obračunao i naplatio dobavljač, na primer), odnosno iznos poreza koji je plaćen pri uvozu, a koji posmatrano privredno društvo može da odbije od PDV-a koji ono duguje. U okviru ove grupe postoji više računa na kojima je razdvojeno potraživanje po osnovu PDV-a u primljenim fakturama po opštoj (trenutno 20%) i posebnoj stopi (trenutno 10%), po osnovu datih avansa po opštoj i posebnoj stopi i poreza plaćenog pri uvozu po opštoj i posebnoj stopi.

Imajući u vidu da privredno društvo sastavlja finansijske izveštaje sa namerom da se utvrdi poslovanje za jedan vremenski period, moramo zamisliti da je poslovanje stalo na određeni datum (31.12), iako u stvarnosti to nije tako. Zbog toga, određeni prihodi i rashodi će se naći na raskoraku između dva perioda. Na primer, ako privredno društvo iznajmi i plati poslovni prostor u novembru mesecu za narednih 6 meseci, plaćeni troškovi zakupnine će biti podeljeni na dva perioda. U tom slučaju, u bilansu uspeha, biće prikazani troškovi zakupnine za novembar i decembar mesec, dok će ostatak troškova biti evidentiran kao aktivno vremensko razgraničenje i biće prikazano kao sredstvo u aktivi bilansa stanja. Dakle, grupa računa **Aktivna vremenska razgraničenja** pokazuje „potraživanja” koja se odnose na naredni izveštajni periode.

Skrećemo pažnju da se pozicije **Poslovna imovina** i **Ukupna imovina** u ovom zvaničnom obrascu izjednačuju, dok su se u prethodnom obrascu razlikovale za poziciju Gubitak iznad visine kapitala. Gubitak iznad visine kapitala je pozicija koja je omogućavala bilansnu jednakost i javlja se u situacijama kada su obaveze veće od imovine privrednog društva. Ova pozicija se sada nalazi u pasivi bilansa stanja.

Poslednja grupa računa u zvaničnom obrascu bilansa stanja je **Vanbilansna aktiva**. Ovde vidimo vrednost sredstava koje je posmatrano privredno društvo uzelo u operativni lizing, preuzetih proizvoda i roba za zajedničko poslovanje, komisione robe, robe u konsignaciji, materijala i robe primljenih na obradu i doradu i vrednosti datih jemstva i garancija.

5.2.3. Analiza bilansnih pozicija pasive bilansa stanja

Izvori sredstava privrednog društva ili pasiva pokazuje poreklo imovine, tj. odakle imovina u aktivi privrednog društva potiče. U bilansu stanja poreklo imovine može biti određeno kao:

- ♦ sopstveni kapital (čista imovina, kapital vlasnika) i
- ♦ pozajmljeni kapital privrednog društva (obaveze ili dugovi, kapital poverilaca).

Sopstveni kapital se obračunski utvrđuje kao razlika između vrednosti poslovne imovine i ukupnih obaveza tj. **Sopstveni kapital = Poslovna imovina - Obaveze**. Sopstveni kapital je po svim karakteristikama specifična računovodstvena kategorija. On nema dospeće i predstavlja garantnu supstancu za poverioce. Daje pravo na upravljanje privrednim društvom, a isplate vlasnicima zavise od visine dobitka.

Pozajmljeni kapital privrednog društva čine obaveze prema trećim licima. **Obaveze** se mogu definisati kao sadašnje obaveze koje su proizašle iz prošlih ekonomskih događaja privrednog društva i čije podmirenje (likvidacija) podrazumeva odliv resursa (najčešće odliv novca ili nekog drugog sredstva za podmirenje obaveze). Obaveze privrednog društva su sve obaveze dužnika koje **postoje u sadašnjem vremenskom trenutku**, tj. na dan sastavljanja bilansa stanja. Obaveza nastaje kao **rezultat neke prošle transakcije**, odnosno ona je posledica nekog pravnog ugovornog odnosa ili zakonskog zahteva.

Tipičan slučaj je postojanje obaveza iz poslovanja vezanih za nabavku opreme, materijala. U ovom slučaju privredno društvo je primilo opremu, robu ili materijal na tzv. robni kredit, ali plaćanje istog još uvek nije izvršeno. Robni krediti su po pravilu beskamatni. Vraćanje robnog kredita izvršava se isplatom novca u nominalnom iznosu nastale obaveze i u ugovorenom roku. Formiranje obaveze može biti praćeno i uplatom novca na tekući račun kao deo realizacije kratkoročnog bankarskog kredita. U ovom slučaju, privredno društvo je primilo novac kao zajam i ima obavezu da taj kredit vrati u unapred utvrđenom vremenskom periodu uz pripadajuću kamatu (finansijski ili bankarski kredit). Iz navedenih primera neosporno proizlazi da je obaveza rezultat

prethodne transakcije i da je za likvidaciju obaveze **nužan odliv resursa privrednog društva** (plaćanje novcem, prenosom drugih sredstava, pružanjem usluga, konverzijom obaveze u sopstveni kapital i dr.).

Obaveze se mogu klasifikovati kao:

- ♦ **dugoročne i**
- ♦ **kratkoročne.**

Određenu obavezu možemo razvrstati kao kratkoročnu, ako su zadovoljene sledeće karakteristike:

- ♦ obaveza će biti podmirena u redovnom toku izveštajnog perioda i
- ♦ obaveza će biti podmirena u periodu do 12 meseci od datuma bilansa stanja.

Sve ostale obaveze koje ne zadovoljavaju ove kriterijume razvrstavaju se kao dugoročne. Obaveze privrednog društva se još mogu razvrstati i kao:

- ♦ **dugovi** (dugoročni, kratkoročni bankarski krediti, obaveze za obveznice i dr.) i
- ♦ **tekuće obaveze** (dobavljači, obaveze za kamate, obaveze za poreze itd.).

Osnovna karakteristika svih obaveza je da nose određeni **finansijski rizik** za privredno društvo i da ono mora raspolagati imovinom koju predaje poveriocu da bi se razrešilo obaveze. Finansijski rizik postoji i zato što preuzimanje obaveza značajno utiče na likvidnost i solventnost. Likvidnost je sposobnost privrednog društva da na kratak rok izmiri dospele obaveze, dok je solventnost njegova sposobnost da u dugom vremenskom roku podmiruje dospele obaveze. Ako je privredno društvo nesolventno poverioci mogu tražiti otvaranje stečaja privrednog društva kako bi se podmirili iz stečajne mase, tako da je na dugi rok posmatrano, preuzimanje obaveza povezano sa značajnim stepenom finansijskog rizika.

Takođe, moramo ukazati na jedan značajan nedostatak bilansa stanja, naime postoji imovina koja neće biti prikazana u bilansu stanja, a koja može biti značajna za poslovanje privrednog društva, a to su zaposleni. Niko ne može zanemariti činjenicu da od kvalitetnog „ljudskog” kapitala umnogome zavisi koliko će privredno društvo dobro poslovati, pa ipak nijedan knjigovođa do sada nije želeo da se upusti u taj poduhvat procene vrednosti ove imovine.

5.2.4. Bilansne pozicije pasive zvaničnog bilansa stanja Republike Srbije

Nakon sažetog objašnjenja pozicija pasive bilansa stanja, u nastavku ćemo prikazati kako izgleda pasiva zvaničnog bilansa stanja u Republici Srbiji i detaljnije pojasniti najznačajnije pozicije koje on sadrži. Skrećemo pažnju da se naredni obrazac koristi za sastavljanje finansijske izveštaje **od 2014. godine**, dok za prethodne periode postoje drugačiji obrasci. Za te obrasce potrebno je računati i finansijske pokazatelje na drugačiji način.

Na prvi pogled, u pasivi bilansa stanja primećujemo sledeće važne delove:

1. kapital (misli se na sopstveni kapital¹¹, jer su ostali delovi pozajmljeni kapital, osim naravno ukupne pasive i vanbilansne pasive),
2. dugoročna rezervisanja i obaveze,
3. odložene poreske obaveze,
4. kratkoročne obaveze,
5. gubitak iznad visine kapitala,
6. ukupna pasiva i
7. vanbilansna pasiva.

Prikaz 18. Prikaz prvog dela pasive u zvaničnom obrascu bilansa stanja u Republici Srbiji

	A. КАПИТАЛ (0402 + 0411 - 0412 + 0413 + 0414 + 0415 - 0416 + 0417 + 0420 - 0421) ≥ 0 = (0071 - 0424 - 0441 - 0442)	0401				
30	I. ОСНОВНИ КАПИТАЛ (0403 + 0404 + 0405 + 0406 + 0407 + 0408 + 0409 + 0410)	0402				
300	1. Акцијски капитал	0403				
301	2. Удели друштава с ограниченом одговорношћу	0404				
302	3. Улози	0405				
303	4. Државни капитал	0406				
304	5. Друштвени капитал	0407				
305	6. Задружни удели	0408				
306	7. Емисиона премија	0409				
309	8. Остали основни капитал	0410				
31	II. УПИСАНИ А НЕУПЛАЋЕНИ КАПИТАЛ	0411				
047 и 237	III. ОТКУПЉЕНЕ СОПСТВЕНЕ АКЦИЈЕ	0412				
32	IV. РЕЗЕРВЕ	0413				
330	V. РЕВАЛОРИЗАЦИОНЕ РЕЗЕРВЕ ПО ОСНОВУ РЕВАЛОРИЗАЦИЈЕ НЕМАТЕРИЈАЛНЕ ИМОВИНЕ, НЕКРЕТНИНА, ПОСТРОЈЕЊА И ОПРЕМЕ	0414				
33 осим 330	VI. НЕРЕАЛИЗОВАНИ ДОБИЦИ ПО ОСНОВУ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ И ДРУГИХ КОМПОНЕНТИ ОСТАЛОГ СВЕОБУХВАТНОГ РЕЗУЛТАТА (потражна салда рачуна групе 33 осим 330)	0415				
33 осим 330	VII. НЕРЕАЛИЗОВАНИ ГУБИЦИ ПО ОСНОВУ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ И ДРУГИХ КОМПОНЕНТИ ОСТАЛОГ СВЕОБУХВАТНОГ РЕЗУЛТАТА (дуговна салда рачуна групе 33 осим 330)	0416				
34	VIII. НЕРАСПОРЕЂЕНИ ДОБИТАК (0418 + 0419)	0417				
340	1. Нераспоређени добитак ранијих година	0418				
341	2. Нераспоређени добитак текуће године	0419				

11 Vrednost sopstvenog kapitala čini razlika grupe računa Kapital i pozicije Gubitak iznad visine kapitala.

Skrećemo pažnju da u zvaničnom obrascu pasive bilansa stanja ne postoji pozicija sopstveni ili vlasnički kapital, već se ta pozicija naziva samo **kapital**. Vidimo da ova pozicija uključuje, pre svega, poziciju **osnovni kapital**, čiji oblik zavisi od pravne forme privrednog društva, pa će kod akcionarskog društva biti u vidu akcija, dok će kod društva sa ograničenom odgovornošću biti u obliku udela. Kod ostalih oblika pravne forme privrednih društava, biće i drugačiji oblici kapitala. Pozicija **Emisiona premija** pokazuje koliko je akcionarsko društvo uspešno u prodaji svojih akcija. Ukoliko je postignuta prodajna vrednost akcija veća od njihove nominalne vrednosti (po kojoj su emitovane i po kojoj su vrednovane u poziciji Osnovni kapital), onda je nastala Emisiona premija. Važno je imati u vidu da ova pozicija može imati i dugovni saldo (što bi značilo da postoji negativna emisiona premija), a taj saldo se na dan bilansa prenosi na račun 340 – Neraspoređeni dobitak ranijih godina ili 350 – Gubitak ranijih godina.

Pozicija **upisani a neuplaćeni kapital** pokazuje koliko privredno društvo „potražuje“ kapitala od vlasnika koji su upisali kapital, ali do dana sastavljanja bilansa stanja nisu uneli taj kapital u privredno društvo. Ova pozicija pod istim nazivom se nalazi i u aktivni bilansa stanja, što ukazuje da će biti pretvorena u neki od oblika aktive, kada vlasnici budu uneli kapital.

Pozicija **otkupljene sopstvene akcije** pokazuje vrednost akcija koje je privredno društvo kupilo, sa određenom strategijom. Obično je u pitanju jačanje pozicije većinskog akcionara. Otkupljene sopstvene akcije predstavljaju odbitnu stavku kapitala. Stoga, ove akcije moraju biti poništene u odgovarajućem roku (godinu dana od momenta sticanja), kada više neće biti knjižene u bilansu stanja.

Pozicija **rezerve** može sadržati u sebi:

- ♦ statutarne rezerve (koje je privredno društvo propisalo statutom);
- ♦ zakonske rezerve (na primer, obavezne rezerve koje komercijalne banke moraju držati kod centralne banke)¹².

Revalorizacija rezerve su izdvojene kao posebna pozicija, jer se odnose na postupak ponovnog vrednovanja imovine privrednog društva, kao što je to propisano odgovarajućim standardima finansijskog izveštavanja. Ukoliko je na knadnim vrednovanjem utvrđena nova fer vrednost imovine, koja je veća od knjigovodstvene vrednosti, formira se revalorizaciona rezerva (osim u slučaju kada je u prethodnom periodu knjižen rashod usled smanjenja vrednosti imovine, tada se prvo mora taj iznos knjižiti kao prihod, a ostatak kao revalorizaciona rezerva).

Revalorizacija može biti upotrebljena kao tehnika nedozvoljenog kreativnog računovodstva, kada se subjektivno precenjuje vrednost imovine privrednog društva, a time povećava i sopstveni kapital u vidu revalorizacionih rezervi.

12 Revalorizacione rezerve su posebno prikazane od ostalih rezervi.

Na pozicijama **nerealizovani dobici/gubici po osnovu hartija od vrednosti** knjiže se promene fer vrednosti hartija od vrednosti koje su raspoložive za prodaju, ali koje nastaju usled promene cena tih instrumenata. Ukoliko nastane obezvređenje tih hartija od vrednosti, taj iznos se knjiži u bilansu uspeha kao rashod, nikako na pomenutim pozicijama.

Pozicija **neraspoređeni dobitak** uključuje neraspoređeni dobitak tekućeg i prethodnog perioda. Iz ovog proizilazi da **bilans uspeha prvo mora biti sastavljen**, kako bi rezultat perioda bio utvrđen. Taj iznos se iz bilansa uspeha, kao „saldo“ podračuna računa kapital prenosi u bilans stanja, naravno ukoliko je pozitivan, na poziciju neraspoređeni dobitak tekućeg perioda. Deo koji se odnosi na neraspoređeni dobitak prethodnog perioda predstavlja akumulirani dobitak privrednog društva, odnosno njegovu **akumulaciju**. Ukoliko su prihodi manji od rashoda, u pitanju je **gubitak** i kao takav se prenosi u na istoimenu poziciju u okviru kapitala, kao njegova odbitna stavka. Ukoliko gubitak premašuje vrednost kapitala, biće knjižen u aktivi bilansa stanja, kao što smo ranije već objasnili. Gubitak nastaje kada je knjigovodstvena vrednost sredstava manja od obaveza privrednog društva.

Prikaz 19. Prikaz drugog dela pasive u zvaničnom obrascu bilansa stanja u Republici Srbiji

	IX. УЧЕШЋЕ БЕЗ ПРАВА КОНТРОЛЕ	0420			
35	X. ГУБИТАК (0422 + 0423)	0421			
350	1. Губитак ранијих година	0422			
351	2. Губитак текуће године	0423			
	Б. ДУГОРОЧНА РЕЗЕРВИСАЊА И ОБАВЕЗЕ (0425 + 0432)	0424			
40	1. ДУГОРОЧНА РЕЗЕРВИСАЊА (0426 + 0427 + 0428 + 0429 + 0430 + 0431)	0425			
400	1. Резервисања за трошкове у гарантном року	0426			
401	2. Резервисања за трошкове обнављања природних богатстава	0427			
403	3. Резервисања за трошкове реструктурирања	0428			
404	4. Резервисања за накнаде и друге бенефиције запослених	0429			

Poziciju Učešće bez prava kontrole, popunjavaju matična pravna lica samo u konsolidovanom finansijskom izveštaju (Službeni glasnik RS, 2014). **Dugoročna rezervisanja** predstavljaju sredstva koja su izdvojena iz rezultata perioda (prihoda) za posebnu namenu. Na primer, ukoliko uprava privrednog društva odobri garanciju za prodane proizvode, za očekivati je da će određeni broj proizvoda biti reklamiran, za čiju popravku će nastati obaveza prema licu koje izvrši popravke. U tom slučaju možemo iskustveno prilično pouzdano proceniti koji broj prodatih proizvoda će biti reklamiran i koliko će

iznositi troškovi njihove popravke, pa se rezervisanja mogu formirati. Rezervisanja se formiraju iz prihoda tekućeg perioda, za razliku od rezervi koje se formiraju iz oporezovanog neto rezultata. Rezervisanja predstavljaju poseban oblik dugoročnih rezervi.

Prikaz 20. Prikaz trećeg dela pasive u zvaničnom obrascu bilansa stanja u Republici Srbiji

405	5. Резервисања за трошкове судских спорова	0430				
402 и 409	6. Остала дугорочна резервисања	0431				
41	II. ДУГОРОЧНЕ ОБАВЕЗЕ (0433 + 0434 + 0435 + 0436 + 0437 + 0438 + 0439 + 0440)	0432				
410	1. Обавезе које се могу конвертовати у капитал	0433				
411	2. Обавезе према матичним и зависним правним лицима	0434				
412	3. Обавезе према осталим повезаним правним лицима	0435				
413	4. Обавезе по емитованим хартијама од вредности у периоду дужем од годину дана	0436				
414	5. Дугорочни кредити и зајмови у земљи	0437				
415	6. Дугорочни кредити и зајмови у иностранству	0438				
416	7. Обавезе по основу финансијског лизинга	0439				
419	8. Остале дугорочне обавезе	0440				
498	В. ОДЛОЖЕНЕ ПОРЕСКЕ ОБАВЕЗЕ	0441				
42 до 49 (осим 498)	Г. КРАТКОРОЧНЕ ОБАВЕЗЕ (0443 + 0450 + 0451 + 0459 + 0460 + 0461 + 0462)	0442				
42	I. КРАТКОРОЧНЕ ФИНАНСИЈСКЕ ОБАВЕЗЕ (0444 + 0445 + 0446 + 0447 + 0448 + 0449)	0443				
420	1. Краткорочни кредити од матичних и зависних правних лица	0444				
421	2. Краткорочни кредити од осталих повезаних правних лица	0445				
422	3. Краткорочни кредити и зајмови у земљи	0446				
423	4. Краткорочни кредити и зајмови у иностранству	0447				
427	5. Обавезе по основу сталних средстава и средстава обустављеног пословања намењених продаји	0448				

Позиција *дугорочне обавезе* се углавном састоји од *дугорочних кредита*. То су обавезе према финансијским институцијама, по основу позajmica, чији је рок доспећа на дан биланса дужи од једног извештајног периода. У супротном, износ мора бити искњижен и евидентiran као краткорочни кредит.

Pozicija ***Obaveze koje se mogu konvertovati u kapital*** predstavlja prelazni račun u postupku pretvaranja obaveze u kapital. Na primer, ako posmatrano privredno društvo ima obavezu vraćanja kredita banci, ono može postići dogovor da umesto izmirenja obaveze, banka postane jedan od vlasnika pomatranog privrednog društva u iznosu obaveze. ***Obaveze prema matičnim, zavisnim i ostalim povezanim licima*** predstavljaju vrednost pozajmica ili kredita koje je pomatrano privredno društvo primilo od tih lica.

U okviru pozicije ***Obaveze po osnovu finansijskog lizinga*** prikazana je obaveza po osnovu uzetih sredstava pod finansijski lizing. Suština ovog oblika zakupa je da zakupac sredstva nije vlasnik sredstva, ali će uživati u koristima tog sredstva tokom većeg veka upotrebe tog sredstva. Takođe, za razliku od operativnog, kod finansijskog rizika može postojati mogućnost da zakupac postane vlasnik sredstva uz doplatu ili bez nje, nakon što zakup istekne. U okviru dugoročnih obaveza evidentiraju se i ***obaveze po osnovu emitovanih hartija od vrednosti*** čiji je rok dospeća duži od jednog izveštajnog perioda. Ovde bi posmatrano privredno društvo evidentiralo obavezu po osnovu emitovanih obveznica koje će dospeti u periodu dužem od jedne godine.

Pozicija ***kratkoročne obaveze*** uključuje obaveze koje će dospeti na naplatu u roku kraćem do jednog izveštajnog perioda i to su uglavnom obaveze po osnovu primljenih kratkoročnih kredita, ali to mogu biti i emitovane kratkoročne hartije od vrednosti i ostale obaveze. Kao i kod dugoročnih obaveza i ovde su obaveze po osnovu primljenih kratkoročnih kredita razvrstani na one koje je posmatrano privredno društvo primilo od matičnih, zavisnih i ostalih povezanih lica. Nakon toga su prikazane obaveze po istom osnovu, ali gde je poverilac neko drugo pravno lice ili finansijska institucija.

Prikaz 21. Prikaz poslednjeg dela pasive u zvaničnom obrascu bilansa stanja u Republici Srbiji

424, 425, 426 и 429	6. Остале краткорочне финансијске обавезе	0449				
430	II. ПРИМЉЕНИ АВАНСИ, ДЕПОЗИТИ И КАУЦИЈЕ	0450				
43 осим 430	III. ОБАВЕЗЕ ИЗ ПОСЛОВАЊА (0452 + 0453 + 0454 + 0455 + 0456 + 0457 + 0458)	0451				
431	1. Добављачи - матична и зависна правна лица у земљи	0452				
432	2. Добављачи - матична и зависна правна лица у иностранству	0453				
433	3. Добављачи - остала повезана правна лица у земљи	0454				
434	4. Добављачи - остала повезана правна лица у иностранству	0455				
435	5. Добављачи у земљи	0456				
436	6. Добављачи у иностранству	0457				
439	7. Остале обавезе из пословања	0458				
44, 45 и 46	IV. ОСТАЛЕ КРАТКОРОЧНЕ ОБАВЕЗЕ	0459				
47	V. ОБАВЕЗЕ ПО ОСНОВУ ПОРЕЗА НА ДОДАТУ ВРЕДНОСТ	0460				
48	VI. ОБАВЕЗЕ ЗА ОСТАЛЕ ПОРЕЗЕ, ДОПРИНОСЕ И ДРУГЕ ДАЖБИНЕ	0461				
49 осим 498	VII. ПАСИВНА ВРЕМЕНСКА РАЗГРАНИЧЕЊА	0462				
	Д. ГУБИТАК ИЗНАД ВИСИНЕ КАПИТАЛА (0412 + 0416 + 0421 - 0420 - 0417 - 0415 - 0414 - 0413 - 0411 - 0402) ≥ 0 = (0441 + 0424 + 0442 - 0071) ≥ 0	0463				
	Ђ. УКУПНА ПАСИВА (0424 + 0442 + 0441 + 0401 - 0463) ≥ 0	0464				
89	Е. ВАНБИЛАНСНА ПАСИВА	0465				

У _____

Законски заступник

М.П.

дана _____ 20 _____ године

Образац прописан Правилником о садржини и форми образаца финансијских извештаја за привредна друштва, задруге и предузетнике ("Службени гласник РС", бр. 95/2014 и 144/2014)

Група рачуна **Примљени аванси, депозити и кауције** показује вредност обавеза посматраног привредног друштва да правном лицу од којег је добио аванс испоручи продато средство (*аванс*), вредност полога који је посматрано привредно друштво примило као туђе учеће при обављању nekог посла (*депозит*) и вредност залогe коју је посматрано привредно друштво примило као гаранцију да ће извршити радњу на коју се обавезује (*кауција*).

Група рачуна **Обавезе из пословања** је значајна за анализу финансијских извештаја, јер овде видимо обавезе посматраног привредног друштва према добављачима (где је та обавеза разврстана на оне према матичним, зависним и осталим правним лицима и лицима са којима посматрано привредно друштво није повезано). Група рачуна **Остале краткорочне**

obaveze obuhvata i obaveze prema zaposlenima za neisplaćene zarade, poreze i doprinose, kao i ostale pozicije. Ovde su objedinjene i obaveze za kamate, dividende, učešća u dobitku i prema zaposlenima i ostale obaveze.

Grupa računa **Obaveze po osnovu poreza na dodatu vrednost** se koristi za evidentiranje obaveze po osnovu PDV-a koja nastaje prilikom prodaje proizvoda, robe ili usluga. Kao i suprotna pozicija iz aktive, i ova grupa je podeljena na više računa u okviru kojih se evidentiraju obaveze po opštoj i posebnoj stopi i to u zavisnosti da li je obaveza nastala po osnovu prometa sa matičnim, zavisnim, ostalim povezanim ili nepovezanim pravnim licima. U okviru **Obaveza za ostale poreze, doprinose i druge dažbine**, prikazuju se obaveze za akcize, porez na promet, porez na dohodak građana, porez na imovinu, carine i druge dažbine iz nabavki, doprinose koji terete troškove i ostale obaveze. U okviru analize aktive bilansa stanja objasnili smo aktivna vremenska razgraničenja, ovde, u pasivi, postoje **Pasivna vremenska razgraničenja**. U okviru te grupe računa prikazujemo „obavezu” koja se odnosi na naredni izveštajni period po osnovu: unapred obračunatih troškova, unapred naplaćenih prihoda, razgraničenih zavisnih troškova nabavke...

Na poslednjem delu zvaničnog obrasca bilansa stanja prikazanog iznad, primećujemo poziciju **Gubitak iznad visine kapitala**, koji nema pripadajući račun iz kontnog okvira, što ukazuje da se vrednost te pozicije računa na osnovu drugih pozicija bilansa stanja. Suština ove pozicije je da izjednači levu i desnu stranu bilansa stanja, aktivu i pasivu, u slučaju kada je pozajmljeni kapital (obaveze) veće od imovine. Prethodno znači da gubitak iznad visine kapitala može biti izračunat kao razlika između ukupne aktive i obaveza. To je i jedna od dve formule na osnovu kojih se računa ova pozicija, prikazaćemo je grafički. Krećemo od osnovne bilansne jednačine:

Prikaz 22. Bilansna jednačina

Ukupna aktiva	=	Kapital + Obaveze
------------------	---	--

Situacija kada su obaveze manje od kapitala, gubitak iznad visine kapitala biće jednak nuli. U tabeli ispod smo razložili poziciju obaveze. Ako su obaveze veće od imovine, formira se gubitak iznad visine kapitala. To znači da je kapital jednak nuli, odnosno da je pozicija Gubitak u okviru Kapitala izjednačila Kapital sa nulom.

Tabela 9. Računanje gubitka iznad visine kapitala

Ukupna aktiva	Kapital (=0)
	+ Dugoročna rezervisanja i obaveze
	+ Odložene poreske obaveze
	+ Kratkoročne obaveze
	- Gubitak iznad visine kapitala

Sada ćemo prikazati i formulu za računanje gubitka iznad visine kapitala:

$$\text{Gubitak iznad visine kapitala} = (\text{Dugoročna rezervisanja i obaveze} + \text{Odložene poreske obaveze} + \text{Kratkoročne obaveze}) - \text{Ukupna aktiva}$$

5.3. Bilans uspeha kao predmet analize

Pored informacija o finansijskom položaju, za analitičare i korisnike analize, su neophodne i informacije o uspešnosti (rentabilnosti) poslovanja privrednog društva u obračunskom periodu. Ove informacije sadrži bilans uspeha.

Za razliku od bilansa stanja koji pokazuje finansijsku poziciju na tačno određeni dan, bilans uspeha je **periodičan izveštaj**. Naime, jedini

Bilans uspeha je finansijski izveštaj u kojem su iskazani ostvareni prihodi i rashodi privrednog društva u određenom obračunskom periodu u vrednosnim jedinicama mere.

smisao ovog izveštaja je u činjenici da se prihodi i rashodi prikazuju za određeni period, tako da se i njihova razlika (dobitak ili gubitak) odnosi na taj period. Kao što smo već ukazali, nema značaja za potrebe efikasnog upravljanja iskazati samo ukupni rezultat (na kraju životnog veka privrednog društva), jer je ovakva informacija nekvalitetna (nedovoljno ažurna) osnova za donošenje poslovnih odluka. U tom smislu, kada govorimo o sastavljanju bilansa uspeha, zapravo mislimo o finansijskom izveštaju za određen vremenski period (jedan mesec, kvartal, polugodište ili godina).

5.3.1. Razlikovanje pojmova prihodi, dobici, rashodi i gubici

Ovaj računovodstveni izveštaj je imao primat u odnosu na bilans stanja, jer se dugo vremena smatralo da je uspešnost poslovanja iskazana kroz rezultat (dobitak ili gubitak), jedna od najznačajnijih informacija za potrebe poslovnog odlučivanja. Visina rezultata koji privredno društvo ostvari govori o tome koliko je privredno društvo sposobno da zarađuje novac. Međutim, to ne znači da će privredno društvo taj rezultat i naplatiti, odnosno imati priliv novca koji je jednak ostvarenom rezultatu. Usled toga je i umanjen značaj bilansa uspeha za potrebe poslovnog odlučivanja. Informacije o uspešnosti su neophodne da se proceni buduća sposobnost privrednog društva da stvara novčane tokove i odbacuje prinose za različite korisnike (dividende za investitore i kamate za kreditore i sl.).

Dobitak (Neto dobitak) se ovde javlja kao **osnovno merilo uspešnosti** privrednog društva kao celine, a dobitak obračunat u bilansu uspeha je često i komponenta nekih bitnih finansijskih pokazatelja (dobitak po akciji, stope prinosa i sl.). Elementi koji određuju visinu dobitka ili gubitka su prihodi i rashodi. **Prihodi**, u skladu sa MRS, definišu se kao „povećanja ekonomskih koristi tokom obračunskog perioda u obliku priliva ili povećanja sredstava, odnosno smanjenja obaveza što dovodi do povećanja sopstvenog kapitala” (IASB, 2011). U skladu sa karakterom rashoda, njihovo značenje bi bilo suprotno.

Poslovni i finansijski prihodi predstavljaju povećanje sredstava (smanjenje obaveza) koje proističu iz redovnog poslovanja, a ostali prihodi (dobici) predstavljaju stavke koje zadovoljavaju kriterijume prihoda, ali proističu iz rizičnih i nepredvidivih aktivnosti privrednog društva (pokloni, viškovi, dobici na prodaji nekretnina, postrojenja i opreme, dobitak na prodaji dugoročnih hartija od vrednosti i slično).

Rashodi, kao negativna komponenta ukupne uspešnosti privrednog društva se u MRS tretiraju kao „gubici i troškovi koji proističu iz uobičajenih aktivnosti (poslovni, finansijski rashodi)” (IASB, 2011). Pored poslovnih i finansijskih rashoda, privrednog društva ostvaruju i ostale rashode (gubitke). Naime, ostali rashodi predstavljaju stavke koje zadovoljavaju definiciju rashoda, ali proističu iz nepredvidivih i neočekivanih, nepovoljnih događaja (manjkovi, gubici od prodaje imovine, prodaja dugoročnih sredstava po vrednosti nižoj od knjigovodstvene i drugo). Redovni rashodi se u procenama i očekivanjima investitora tretiraju kao značajnije komponente od ostalih rashoda (gubitaka), koji su direktno zavisni od odluke uprave da određeno sredstvo proda po nižoj prodajnoj ceni u odnosu na knjigovodstvenu vrednost tog sredstva. Gubici na prodaji imovinskih delova (dugoročnih sredstava, finansijskih instrumenata i zaliha), manjkovi i slično čine kategoriju **ostalih ili vanrednih rashoda**.

Nastanak rashoda povezan je sa povećanjem obaveza ili sa smanjenjem sredstava (nekretnine, zalihe, gotovina i sl.), odnosno rashodi su povezani sa trajnim odlivom vrednosti iz privrednog društva.

Redovni prihodi i rashodi su povezani sa obavljanjem osnovne delatnosti ili se javljaju kao posledica obavljanja osnovne delatnosti za koju je privredno društvo registrovano. Redovni prihodi i rashodi se dele na određene podkategorije koje čine: a) poslovni prihodi i rashodi, b) finansijski prihodi i rashodi, c) prihodi po osnovu usklađivanja vrednosti imovine i rashodi po osnovu obezvređivanja vrednosti imovine i d) ostali prihodi i rashodi.

Poslovne prihode i rashode, koji su najbrojniji, karakteriše čvrsta korelativna veza. Naime, poslovne rashode treba priznati tek onda kada su oni direktna posledica ostvarenih poslovnih prihoda. Tako, na primer, kada privredno društvo proda robu, nastaće istovremeno i poslovni prihod i poslovni rashod. Vrednost robe po kojoj je ona prodana za prodavca će predstavljati Prihod od prodaje robe, dok će Nabavna vrednost prodane robe predstavljati rashod. Odnosno, ako privredno društvo proizvodi proizvode, poslovni rashod - troškovi prodatih gotovih proizvoda, direktna su posledica ostvarivanja prihoda od prodaje gotovih proizvoda, koji čine kategoriju poslovnih prihoda.

Na ovaj način gledano, poslovni prihodi i rashodi proizlaze iz zajedničkih poslovnih događaja (npr. prodaja gotovih proizvoda). Za razliku od njih, između **ostalih prihoda i rashoda, kao i između finansijskih prihoda i rashoda i prihoda / rashoda po osnovu umanjenja ili uvećanja vrednosti imovine, ne postoji ovakva vrsta veze**, već su oni posledica sporadičnih, **međusobno nezavisnih** poslovnih događaja. Na primer, privredno društvo je dobilo mašinu na poklon od drugog privrednog društva, pa će vrednost mašine biti evidentirana u okviru grupe Ostalih prihoda. Ali, taj prihod neće imati nikakve direktne veze sa Manjkom koji pripada grupi Ostalih rashoda i koji je nastao zbog toga što je, recimo, zaposleni otuđio robu iz magacina. Ove vrste prihoda i rashoda su posledica obavljanja osnovne su međusobno nezavisni u nastajanju i redovnost njihovog pojavljivanja nije učestala, kada se posmatraju u odnosu na poslovne prihode i rashode.

Kada govorimo o informacijama koje korisnicima prikazuje bilans uspeha, gotovo po pravilu mislimo na prihode, dobitke, rashode i gubitke kao osnovne elemente rezultata. Međutim, za potrebe poslovnog odlučivanja (uprava) i potrebe procene buduće rentabilnosti privrednog društva (investitori, kreditori i ostala javnost), ove informacije su nedovoljne. Potrebno je rashode i prihode raščlaniti na uže grupe. Da bismo izvršili raščlanjavanje rashoda i prihoda prema različitim kriterijumima, potrebno je upoznati se sa metodama obračuna rezultata u računovodstvu koje određuju koje vrste rashoda treba uključiti u bilans uspeha.

5.2.2. Metode obračuna rezultata u bilansu uspeha

Utvrđivanje rezultata smatra se jednim od osnovnih ciljeva računovodstva. Rezultat se utvrđuje razlikom između ostvarenih prihoda i rashoda u određenom obračunskom periodu na sledeći način:

$$\text{Prihodi} - \text{Rashodi} = \text{Rezultat}$$

Pozitivan rezultat, Dobitak, $Pr > R$ ili

Negativan rezultat, Gubitak, $Pr < R$

Na osnovu prethodne formule možemo doći do istog rezultata, ali na različite načine tako da govorimo o *dve opšteprihvaćene metode obračuna rezultata* u teoriji i poslovnoj praksi:

- ♦ metoda troškova prodatih učinaka i
- ♦ metoda ukupnih troškova.

a) *Metoda troškova prodatih učinaka* je prethodila metodi ukupnih troškova. Suština je da se kod obračuna rezultata u proizvodnim privrednim društvima, **prihodima od prodaje gotovih proizvoda** suprostave rashodi izraženi u formi **troškova prodatih gotovih proizvoda**. U trgovinskim privrednim društvima, obračun rezultata podrazumeva da se **prihodi od prodaje robe** suprotstave pripadajućim rashodima izraženim kao **nabavna vrednost prodane robe**. Razlika ove dve veličine naziva se **Poslovni rezultat** (pozitivan – dobitak, negativan – gubitak). Posle bruto rezultata u bilansu uspeha iskazuju se ostali rashodi, kao što su: troškovi prodaje, troškovi opšteg upravljanja i administracije i ostali rashodi.

Kontni okvir koji favorizuje obračun rezultata metodom troškova prodatih učinaka, objavljen je u Nemačkoj 1927.godine.

Da bi se ova metoda efikasno primenila u proizvodnom privrednom društvu, ona pretpostavlja dobro razvijeno analitičko knjigovodstvo troškova, koje omogućava efikasnu alokaciju troškova na mesta i nosioce troškova (podela rashoda prema funkcionalnim područjima) i obračun cene koštanja. U trgovinskim privrednim društvima, primena metode pretpostavlja razvijenu evidenciju zaliha robe i njihovih cena, kao i efikasan obračun nabavne vrednosti prodane robe primenom metoda specifične identifikacije (specific identification) ili primenom pretpostavki o toku kretanja robe sa zaliha (LIFO, FIFO i metoda prosečnih cena). Metoda troškova prodatih učinaka je karakteristična za anglosaksonsko govorno područje. Primeњуje se u poslovnoj praksi većine globalnih pravnih lica, čije se akcije kotiraju na najrazvijenijem tržištu kapitala (NYSE, NASDAQ i druge).

Tabela 10. Bilans uspeha po metodi troškova prodatih učinaka
kod proizvodnog privrednog društva

Prihodi od prodaje gotovih proizvoda
- Troškovi prodatih gotovih proizvoda
= Bruto rezultat (dobitak ili gubitak)
+ Ostali poslovni prihodi
- Troškovi prodaje
- Troškovi opšteg upravljanja i administracije
= Poslovni rezultat (dobitak ili gubitak)
+ Finansijski prihodi
- Finansijski rashodi
+ Ostali prihodi (dobici)
- Ostali rashodi (gubici)
= Neto rezultat (dobitak ili gubitak)

Za format bilansa uspeha prikazanog u prethodnoj tabeli možemo istaknuti sledeće:

- ♦ bilans uspeha u gornjem delu prikazuje **bilans prodaje (trading account)**, koji nastaje razlikom međusobno uslovljenih prihoda i rashoda ostvarenih prodajom gotovih proizvoda; ova razlika se naziva bruto dobitak ili marža dobitka (*gross profit margin*);
- ♦ ostali poslovni rashodi (troškovi prodaje, upravljanja i administracije) prikazani su kao zasebne komponente nakon utvrđivanja bruto dobitka;
- ♦ ostali prihodi i rashodi, finansijski prihodi i rashodi iskazani su naknadno, a razlog njihovog razdvajanja nalazi se u tome što su oni nastali kao rezultat određenih aktivnosti, koje ne doprinose ukupnom rezultatu na isti način kao poslovni prihodi i rashodi;
- ♦ format prikazivanja bilansa uspeha naziva se **vertikalni format** ili format liste i često se upotrebljava u poslovnoj praksi (pored vertikalnog u praksi se retko može pronaći i horizontalni format, format slova T, kod kojeg su rashodi prikazani na levoj strani, a prihodi na desnoj strani) i
- ♦ kod trgovinskih privrednih društava, bilans uspeha je sličnog formata, samo se prihodima od prodaje robe sučeljava nabavna vrednost prodate robe; razlika ove dve veličine je bruto dobitak (bruto marža) i u praksi se ovaj segment bilansa uspeha naziva **trgovački bilans**.

b) Aleternativu metodi troškova prodatih učinaka čini **metoda ukupnih troškova**. Metoda ukupnih troškova u prvi plan ističe podelu rashoda prema njihovim prirodnim vrstama. Rashodi se u bilansu uspeha agregiraju prema njihovoj **prirodi** na:

- ♦ troškove materijala,
- ♦ troškove zarada,
- ♦ troškove amortizacije,
- ♦ troškove proizvodnih,
- ♦ neproizvodnih usluga i dr.

Ovako utvrđeni i raščlanjeni rashodi suprostavljaju se prihodima od prodaje gotovih proizvoda. Za ovu metodu je karakteristično da postoje dva odvojena računovodstvena sistema: **finansijsko računovodstvo** (u kojem se beleži vrednost početnih zaliha gotovih proizvoda, troškovi po prirodnim vrstama i korekcija vrednosti zaliha) i **pogonsko knjigovodstvo** (preuzimanje i raspored troškova prema mestima i nosiocima troškova, obračun vrednosti završene proizvodnje, obračun cene koštanja gotovih proizvoda i sastavljanje izveštaja o stanju krajnjih zaliha učinaka).

Obračun rezultata po metodi ukupnih troškova zasniva se na ukupnim troškovima klasifikovanim po prirodnim vrstama i prihodima od prodaje korigovanim za promene vrednosti zaliha učinaka. **Promena vrednosti zaliha** učinaka iskazuje se kao **povećanje zaliha** (proizvodnja veća od prodaje) i **smanjenje zaliha** (proizvodnja niža od prodaje). Ovako utvrđenim zaliham koriguju se prihodi od prodaje gotovih proizvoda kako bi se utvrdila vrednost prihoda ostvarenih u tekućem obračunskom periodu, koji se suprostavljaju rashodima tog obračunskog perioda.

Tabela 11. Bilans uspeha po metodi ukupnih troškova u privrednom društvu koje se bavi proizvodnjom

Prihodi od prodaje gotovih proizvoda
+ Povećanje vrednosti zaliha učinaka
- Smanjenje vrednosti zaliha učinaka
+ Ostali poslovni prihodi
- Amortizacija
- Troškovi materijala
- Troškovi usluga
- Troškovi zarada
- Ostali poslovni rashodi
= Dobitak (gubitak) iz poslovnih aktivnosti
+ Finansijski prihodi
- Finansijski rashodi
+ Ostali prihodi
- Ostali rashodi
= Neto dobitak (gubitak)

Za format bilansa uspeha prikazanog u prethodnoj tabeli, možemo istaći sledeće:

- ♦ bilans uspeha u prvom delu prikazuje prihode korigovane za promenu vrednosti zaliha učinaka i ostvarene poslovne rashode u tekućem obračunskom periodu, ovaj deo bilansa uspeha se naziva ***bilans poslovnih prihoda i rashoda***;
- ♦ poslovni rashodi su razvrstani po ***prirodnim vrstama***, što je daleko jednostavniji način obuhvatanja rashoda nego što je to slučaj kod metode troškova prodatih učinaka i
- ♦ posle dobitka iz poslovnih aktivnosti slede finansijski i ostali prihodi i rashodi čijom se ugradnjom u postojeću bilansnu šemu dobija neto rezultat, kao rezultat obračuna.

Primer:

Razlika između metode ukupnih troškova i metode prodatih učinaka

Privredno društvo „Plastic“ početkom 2017. godine ima na zalihama 50 komada kišobrana, koje je privredno društvo u prethodnoj godini proizvelo po ceni koštanja od 800 dinara, ali nije uspelo da ih proda. U tekućoj godini proizvedeno je dodatnih 200 komada, po istoj ceni koštanja. Za tu količinu proizvoda nastali su troškovi: materijala (70.000), amortizacije (30.000), zarada (35.000) i ostalih poslovnih rashoda (25.000). Po prodajnoj ceni od 1.200 dinara, prodato je:

a) 200 komada kišobrana

Promena vrednosti zaliha

Početno stanje zaliha	50 kom x 800 din = 40.000
+ Proizvodnja	200 kom x 800 din = 160.000
- Prodaja	200 kom x 800 din = (160.000)
= Krajnje stanje zaliha	50 kom x 800 din = 40.000
Povećanje (smanjenje) vrednosti zaliha (krajnje stanje zaliha umanjeno za početno stanje zaliha) $(50 \text{ kom} \times 800 \text{ din}) - (50 \text{ kom} \times 800 \text{ din}) = 0$	

Obračunavanje rezultata primenom obe metode

Metoda ukupnih troškova		Metoda troškova prodatih učinaka	
Prihodi od prodaje	200 komada x 1.200 din = 240.000	Prihodi od prodaje	200 komada x 1.200 din = 240.000
Povećanje (smanjenje) vrednosti zaliha	0	Troškovi proizvodnje prodatih proizvoda	200 komada x 800 din = 160.000
Troškovi materijala	(70.000)	Poslovni rezultat	80.000
Troškovi zarada	(35.000)		
Troškovi amortizacije	(30.000)		
Ostali poslovni rashodi	(25.000)		
Poslovni rezultat	80.000		

Komentar: Primećujemo da je izračunati poslovni rezultat isti primenom obe metode, što znači da izbor metode ne utiče na visinu rezultata. Metoda ukupnih troškova kao rashode priznaje troškove proizvodnje proizvedenih proizvoda, bez obzira na to da li su oni prodati ili nisu. U ovom primeru, svi proizvodi koji su proizvedeni su i prodati, pa nema potrebe korigovati prihode povećanjem ili smanjenjem vrednosti zaliha.

b) 240 komada kišobrana.

Promena vrednosti zaliha

Početno stanje zaliha	50 kom x 800 din = 40.000
+ Proizvodnja	200 kom x 800 din = 160.000
- Prodaja	240 kom x 800 din = 192.000
= Krajnje stanje zaliha	10 kom x 800 din = 8.000
Povećanje (smanjenje) vrednosti zaliha (krajnje stanje zaliha umanjeno za početno stanje zaliha)	(10 kom x 800)-(50 kom x 800 din) = 40 x 800 din = - 32.000 (32.000)

Obračunavanje rezultata primenom obe metode

Metoda ukupnih troškova		Metoda troškova prodatih učinaka	
Prihodi od prodaje	240 komada x 1.200 din = 288.000	Prihodi od prodaje	240 komada x 1.200 din = 288.000
Povećanje (smanjenje) vrednosti zaliha	(32.000)	Troškovi proizvodnje prodatih proizvoda	240 komada x 800 din = (192.000)
Troškovi materijala	(70.000)	Poslovni rezultat	96.000
Troškovi zarada	(35.000)		
Troškovi amortizacije	(30.000)		
Ostali poslovni rashodi	(25.000)		
Poslovni rezultat	96.000		

Komentar: U ovom primeru prodato je više proizvoda nego što je proizvedeno. Troškovi proizvodnje proizvoda su priznati u visini vrednosti proizvoda koji su proizvedeni, dok prihodi uključuju vrednost prodate količine proizvoda iz tekućeg perioda, kao i vrednost proizvoda koji su proizvedeni u prethodnom, a prodati u tekućem periodu. Imajući u vidu da princip realizacije zahteva da kao priznati budu samo prihodi koji su nastali u tekućem periodu, moramo korigovati vrednost prihoda, za visinu vrednosti proizvoda koji su prodati u tekućem, a proizvedeni u prethodnom periodu. U tome nam pomaže pozicija smanjenje vrednosti zaliha, koja će biti veća što više privredno društvo proda proizvode koji su proizvedeni u prethodnom, a prodati su u tekućem periodu.

c) 180 komada kišobrana.

Promena vrednosti zaliha

Početno stanje zaliha	50 kom x 800 din = 40.000
+ Proizvodnja	200 kom x 800 din = 160.000
- Prodaja	180 kom x 800 din = 144.000
= Krajnje stanje zaliha	70 kom x 800 din = 56.000
Povećanje (smanjenje) vrednosti zaliha (krajnje stanje zaliha umanjeno za početno stanje zaliha)	(70 kom x 800) - (50 kom x 800 din) = 20 x 800 din = 16.000 16.000

Obračunavanje rezultata primenom obe metode

Metoda ukupnih troškova		Metoda troškova prodatih učinaka	
Prihodi od prodaje	180 komada x 1.200 din = 216.000	Prihodi od prodaje	180 komada x 1.200 din = 216.000
Povećanje (smanjenje) vrednosti zaliha	16.000	Troškovi proizvodnje prodatih proizvoda	180 komada x 800 din = (144.000)
Troškovi materijala	(70.000)	Poslovni rezultat	72.000
Troškovi zarada	(35.000)		
Troškovi amortizacije	(30.000)		
Ostali poslovni rashodi	(25.000)		
Poslovni rezultat	72.000		

Komentar: U ovom slučaju, u tekućem periodu je prodato manje proizvoda nego što je proizvedeno. Troškovi su priznati u visini vrednosti zaliha koje su proizvedene u tekućem periodu, a prihodi su priznati u visini samo zaliha koje su prodane, što je manja vrednost. To znači da je samo jedan deo prihoda proizvedenih zaliha priznat u tekućem periodu, a rashodi su priznati u vrednosti proizvedenih proizvoda. Zbog toga, pozicija povećanje vrednosti zaliha, koriguje visinu prihoda od prodaje, odnosno uvećava je za vrednost zaliha koje su proizvedene, a nisu prodane u tekućem periodu.

Uprava privrednog društva ima slobodu izbora metode za obračun periodičnog rezultata, a učinjeni izbor zavisi od mnoštva različitih faktora, među kojima su najvažnije informacione potrebe koje metode mogu zadovoljiti i mogućnosti koje privredno društvo ima kod implementacije metode troškova prodatih učinaka i metode ukupnih troškova (ovo se posebno odnosi na implementaciju pogonskog knjigovodstva, koji se u uslovima složenih poslovnih aktivnosti proceduralno i metodološki usložnjava).

Odabir metode zavisi od veličine privrednog društva, tako da manja privredna društva primenjuju metodu ukupnih troškova, dok velika iskazuju rezultat po metodi troškova prodatih učinaka. Pored pomenutog, izbor metoda obračuna rezultata je uslovljen i informacionim potrebama korisnika. Naime, smatra se da je korisnicima važnija informacija o troškovima po funkcionalnim područjima, što zahteva metoda troškova prodatih učinaka, nego informacija o ukupnim troškovima po vrstama.

Međunarodni računovodstveni standardi/Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja u okviru MRS 1 prikazuju formate bilansa uspeha prema metodi ukupnih troškova i metodi troškova prodatih učinaka. Standardi su zauzeli neutralni stav oko izbora metoda, ne preferirajući niti jednu od njih, već izbor prepuštaju upravi privrednog društva, ali uz uslov da odabrana metoda omogućući „fer i istinito prikazivanje elemenata uspešnosti privrednog društva“ (IASB, 2011).

5.2.3. Analiza pozicija zvaničnog obrasca bilansa uspeha u Republici Srbiji

U tabeli koja sledi prikazali smo zvanični obrazac bilansa uspeha u Republici Srbiji. Napominjemo da prethodno prikazani obrazac bilansa stanja i obrazac bilansa uspeha, predstavljaju zvanične obrasce namenjene za finansijsko izveštavanje privrednih društava. U tabeli nismo prikazali osnovne informacije o privrednom društvu, koje su iste kao u zvaničnom obrascu bilansa stanja i na isti način se vrši njihovo popunjavanje.

Na prvi pogled primećujemo da je bilans uspeha u zvaničnom obrascu prikazan u formi liste, odnosno u vertikalnoj formi. Takođe, primećujemo da se odnosi na određeni vremenski period, a ne na određeni dan, kao što je to bio slučaj sa zvaničnim obrascem bilansa stanja. Skrećemo pažnju da se naredni obrazac koristi za sastavljanje finansijskih izveštaja **od 2014. godine**, dok za prethodne periode postoje drugačiji obrasci. Za te obrasce potrebno je računati i finansijske pokazatelje na drugačiji način.

Prikaz 23. Prikaz prvog dela zvaničnog obrasca bilansa uspeha u Republici Srbiji

Попуњава правно лице - предузетник																		
Матични број							Шифра делатности						ПИБ					
Назив																		
Седиште																		

БИЛАНС УСПЕХА

за период од _____ до _____ 20 ____ . године

- у хиљадама динара

Група рачуна, рачун	ПОЗИЦИЈА	АОП	Напомена број	И з н о с	
				Текућа година	Претходна година
1	2	3	4	5	6
	ПРИХОДИ ИЗ РЕДОВНОГ ПОСЛОВАЊА				
60 до 65, осим 62 и 63	А. ПОСЛОВНИ ПРИХОДИ (1002 + 1009 + 1016 + 1017)	1001			
60	I. ПРИХОДИ ОД ПРОДАЈЕ РОБЕ (1003 + 1004 + 1005 + 1006 + 1007 + 1008)	1002			
600	1. Приходи од продаје робе матичним и зависним правним лицима на домаћем тржишту	1003			
601	2. Приходи од продаје робе матичним и зависним правним лицима на иностраном тржишту	1004			
602	3. Приходи од продаје робе осталим повезаним правним лицима на домаћем тржишту	1005			
603	4. Приходи од продаје робе осталим повезаним правним лицима на иностраном тржишту	1006			
604	5. Приходи од продаје робе на домаћем тржишту	1007			
605	6. Приходи од продаје робе на иностраном тржишту	1008			
61	II. ПРИХОДИ ОД ПРОДАЈЕ ПРОИЗВОДА И УСЛУГА (1010 + 1011 + 1012 + 1013 + 1014 + 1015)	1009			
610	1. Приходи од продаје производа и услуга матичним и зависним правним лицима на домаћем тржишту	1010			
611	2. Приходи од продаје производа и услуга матичним и зависним правним лицима на иностраном тржишту	1011			
612	3. Приходи од продаје производа и услуга осталим повезаним правним лицима на домаћем тржишту	1012			
613	4. Приходи од продаје производа и услуга осталим повезаним правним лицима на иностраном тржишту	1013			
614	5. Приходи од продаје производа и услуга на домаћем тржишту	1014			
615	6. Приходи од продаје готових производа и услуга на иностраном тржишту	1015			
64	III. ПРИХОДИ ОД ПРЕМИЈА, СУБВЕНЦИЈА, ДОТАЦИЈА, ДОНАЦИЈА И СЛ.	1016			
65	IV. ДРУГИ ПОСЛОВНИ ПРИХОДИ	1017			
	РАСХОДИ ИЗ РЕДОВНОГ ПОСЛОВАЊА				
50 до 55, 62 и 63	Б. ПОСЛОВНИ РАСХОДИ (1019 - 1020 - 1021 + 1022 + 1023 + 1024 + 1025 + 1026 + 1027 + 1028 + 1029) ≥ 0	1018			

Prikaz 23a. Prikaz prvog dela zvaničnog obrasca bilansa uspeha u Republici Srbiji

Група рачуна, рачун	ПОЗИЦИЈА	АОП	Напомена број	И з н о с	
				Текућа година	Претходна година
1	2	3	4	5	6
50	I. НАБАВНА ВРЕДНОСТ ПРОДАТЕ РОБЕ	1019			
62	II. ПРИХОДИ ОД АКТИВИРАЊА УЧИНАКА И РОБЕ	1020			
630	III. ПОВЕЋАЊЕ ВРЕДНОСТИ ЗАЛИХА НЕДОВРШЕНИХ И ГОТОВИХ ПРОИЗВОДА И НЕДОВРШЕНИХ УСЛУГА	1021			
631	IV. СМАЊЕЊЕ ВРЕДНОСТИ ЗАЛИХА НЕДОВРШЕНИХ И ГОТОВИХ ПРОИЗВОДА И НЕДОВРШЕНИХ УСЛУГА	1022			
51 осим 513	V. ТРОШКОВИ МАТЕРИЈАЛА	1023			
513	VI. ТРОШКОВИ ГОРИВА И ЕНЕРГИЈЕ	1024			
52	VII. ТРОШКОВИ ЗАРАДА, НАКНАДА ЗАРАДА И ОСТАЛИ ЛИЧНИ РАСХОДИ	1025			
53	VIII. ТРОШКОВИ ПРОИЗВОДНИХ УСЛУГА	1026			
540	IX. ТРОШКОВИ АМОРТИЗАЦИЈЕ	1027			
541 до 549	X. ТРОШКОВИ ДУГОРОЧНИХ РЕЗЕРВИСАЊА	1028			
55	XI. НЕМАТЕРИЈАЛНИ ТРОШКОВИ	1029			
	В. ПОСЛОВНИ ДОБИТАК (1001 - 1018) ≥ 0	1030			
	Г. ПОСЛОВНИ ГУБИТАК (1018 - 1001) ≥ 0	1031			
66	Д. ФИНАНСИЈСКИ ПРИХОДИ (1033 + 1038 + 1039)	1032			
66, осим 662, 663 и 664	I. ФИНАНСИЈСКИ ПРИХОДИ ОД ПОВЕЗАНИХ ЛИЦА И ОСТАЛИ ФИНАНСИЈСКИ ПРИХОДИ (1034 + 1035 + 1036 + 1037)	1033			
660	1. Финансијски приходи од матичних и зависних правних лица	1034			
661	2. Финансијски приходи од осталих повезаних правних лица	1035			
665	3. Приходи од учешћа у добитку придружених правних лица и заједничких подухвата	1036			
669	4. Остали финансијски приходи	1037			
662	II. ПРИХОДИ ОД КАМАТА (ОД ТРЕЋИХ ЛИЦА)	1038			
663 и 664	III. ПОЗИТИВНЕ КУРСНЕ РАЗЛИКЕ И ПОЗИТИВНИ ЕФЕКТИ ВАЛУТНЕ КЛАУЗУЛЕ (ПРЕМА ТРЕЋИМ ЛИЦИМА)	1039			

Iz prethodnog obrasca primećujemo da je izvršena podela prihoda i rashoda na poslovne, finansijske i vanredne ili ostale prihode i rashode. U prvom delu bilansa uspeha prikazali smo poslovne prihode i rashode. **Poslovni prihodi** pokazuju koliko je privredno društvo zaradilo na obavljanju delatnosti za koju je osnovano. Ovaj iznos mora biti dovoljno visok da pokrije sve poslovne rashode, kao i da bude veći od eventualnog gubitka iz finansiranja i ostalih rashoda. Zaključujemo da ovaj zadatak nije lak i da privredna društva mogu brzo postati neprofitabilna ili nerentabilna. Vidimo da su poslovni prihodi razvrstani na:

1. prihode od prodaje robe,
2. prihode od prodaje proizvoda i usluga,
3. prihode od premija, subvencija, dotacija i donacija i
4. druge poslovne prihode.

Prihodi od prodaje robe, proizvoda i usluga su razvrstani na one koji proizilaze iz transakcija sa matičnim, zavisnim, povezanim i ostalim nepovezanim licima. Time se postiže jasnija slika o nezavisnosti posmatranog privrednog društva, odnosno koja lica najviše učestvuju u ostvarenim prihodima. **Prihodi od premija, subvencija, dotacija i donacija** se uglavnom odnose na državna dodeljivanja u vidu podsticaja za proizvodnju (premija i dotacija), podsticaja kojima se smanjuju ulazni troškovi (regresi, subvencije i kompenzacije) i donacije. U **druge poslovne prihode** ubrajamo zakupnine, članarine, tantijeme¹³ i ostale poslovne prihode.

Poslovni prihodi su razvrstani na troškove po vrstama ili prirodne troškove. Kod privrednih društava koji se bave trgovinom, **Nabavna vrednost prodate robe** imaće najveće učešće u poslovnim rashodima. Ova pozicija pokazuje koliko je privredno društvo koštala roba koju je to privredno društvo prodalo u posmatranom periodu. Nasuprot ove pozicije imali smo **Prihode od prodaje robe**. Razlika između ove dve pozicije pokazuje koliko je privredno društvo zaradilo na prodaji robe koju je nabavilo.

Prihodi od aktiviranja učinaka i robe se javljaju kada je posmatrano privredno društvo trošilo ili upotrebilo proizvode i usluge ili robu koju je nabavilo za sopstvene potrebe. Na primer, ako se privredno društvo bavi proizvodnjom papira, verovatno će koristiti sopstvenu proizvodnju – papir koji je proizvelo za poslovanje. U novom obrascu, ovi prihodi se nalaze u poslovnim rashodima.

Imajući u vidu da u obrascu postoji pozicija **smanjenje/povećanje vrednosti zaliha**, zaključujemo da zvanični bilans uspeha podrazumeva upotrebu **metode ukupnih troškova**. Na isto upućuje i prikazivanje poslovnih rashoda po prirodnim vrstama, i ova pozicija kao i prethodna, premeštena je sa strane prihoda na stranu rashoda. Ostale pozicije poslovnih rashoda smo već objašnjavali, te se na ovom mestu više nećemo zadržavati na poslovnim rashodima.

Razlika između poslovnih prihoda i rashoda predstavlja **poslovni rezultat (dobitak ili gubitak)**. Često se ovaj rezultat naziva kao **EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)** – Rezultat pre obračuna poreza i oduzimanja rashoda kamata. Rashodi kamata čine jedan deo finansijskih rashoda. Postoje različiti načini računanja EBIT-a, ponekad se na poslovni rezultat doda i razlika između ostalih ili vanrednih prihoda i rashoda.

13 Tantijemi su naknade za korišćenje dugoročnih sredstava u vidu patenata, licenci, trgovačkih znakova, autorskih prava i računarskih softvera. Recimo, veliki hotelski lanci će imati visoke prihode od tantijema u vidu prihoda od davanja franšize.

Prikaz 24. Prikaz drugog dela zvaničnog obrasca bilansa uspeha u Republici Srbiji

56	Б. ФИНАНСИЈСКИ РАСХОДИ (1041 + 1046 + 1047)	1040			
56, осим 562, 563 и 564	I. ФИНАНСИЈСКИ РАСХОДИ ИЗ ОДНОСА СА ПОВЕЗАНИМ ПРАВНИМ ЛИЦИМА И ОСТАЛИ ФИНАНСИЈСКИ РАСХОДИ (1042 + 1043 + 1044 + 1045)	1041			
560	1. Финансијски расходи из односа са матичним и зависним правним лицима	1042			
561	2. Финансијски расходи из односа са осталим повезаним правним лицима	1043			
565	3. Расходи од учешћа у губитку придружених правних лица и заједничких подухвата	1044			
566 и 569	4. Остали финансијски расходи	1045			
562	II. РАСХОДИ КАМАТА (ПРЕМА ТРЕЋИМ ЛИЦИМА)	1046			
563 и 564	III. НЕГАТИВНЕ КУРСНЕ РАЗЛИКЕ И НЕГАТИВНИ ЕФЕКТИ ВАЛУТНЕ КЛАУЗУЛЕ (ПРЕМА ТРЕЋИМ ЛИЦИМА)	1047			
	Е. ДОБИТАК ИЗ ФИНАНСИРАЊА (1032 - 1040)	1048			
	Ж. ГУБИТАК ИЗ ФИНАНСИРАЊА (1040 - 1032)	1049			
683 и 685	3. ПРИХОДИ ОД УСКЛАЂИВАЊА ВРЕДНОСТИ ОСТАЛЕ ИМОВИНЕ КОЈА СЕ ИСКАЗУЈЕ ПО ФЕР ВРЕДНОСТИ КРОЗ БИЛАНС УСПЕХА	1050			
583 и 585	И. РАСХОДИ ОД УСКЛАЂИВАЊА ВРЕДНОСТИ ОСТАЛЕ ИМОВИНЕ КОЈА СЕ ИСКАЗУЈЕ ПО ФЕР ВРЕДНОСТИ КРОЗ БИЛАНС УСПЕХА	1051			
67 и 68, осим 683 и 685	Ј. ОСТАЛИ ПРИХОДИ	1052			
57 и 58, осим 583 и 585	К. ОСТАЛИ РАСХОДИ	1053			
	Л. ДОБИТАК ИЗ РЕДОВНОГ ПОСЛОВАЊА ПРЕ ОПОРЕЗИВАЊА (1030 - 1031 + 1048 - 1049 + 1050 - 1051 + 1052 - 1053)	1054			
	Љ. ГУБИТАК ИЗ РЕДОВНОГ ПОСЛОВАЊА ПРЕ ОПОРЕЗИВАЊА (1031 - 1030 + 1049 - 1048 + 1051 - 1050 + 1053 - 1052)	1055			
69-59	М. НЕТО ДОБИТАК ПОСЛОВАЊА КОЈЕ СЕ ОБУСТАВЉА, ЕФЕКТИ ПРОМЕНЕ РАЧУНОВОДСТВЕНЕ ПОЛИТИКЕ И ИСПРАВКА ГРЕШАКА ИЗ РАНИЈИХ ПЕРИОДА	1056			
59-69	Н. НЕТО ГУБИТАК ПОСЛОВАЊА КОЈЕ СЕ ОБУСТАВЉА, РАСХОДИ ПРОМЕНЕ РАЧУНОВОДСТВЕНЕ ПОЛИТИКЕ И ИСПРАВКА ГРЕШАКА ИЗ РАНИЈИХ ПЕРИОДА	1057			
	Њ. ДОБИТАК ПРЕ ОПОРЕЗИВАЊА (1054 - 1055 + 1056 - 1057)	1058			
	О. ГУБИТАК ПРЕ ОПОРЕЗИВАЊА (1055 - 1054 + 1057 - 1058)	1059			
	П. ПОРЕЗ НА ДОБИТАК				
721	I. ПОРЕСКИ РАСХОД ПЕРИОДА	1060			
део 722	II. ОДЛОЖЕНИ ПОРЕСКИ РАСХОДИ ПЕРИОДА	1061			
део 722	III. ОДЛОЖЕНИ ПОРЕСКИ ПРИХОДИ ПЕРИОДА	1062			
723	Р. ИСПЛАЋЕНА ЛИЧНА ПРИМАЊА ПОСЛОДАВЦА	1063			
	С. НЕТО ДОБИТАК (1058 - 1059 - 1060 - 1061 + 1062 - 1063)	1064			
	Т. НЕТО ГУБИТАК (1059 - 1058 + 1060 + 1061 - 1062 + 1063)	1065			
	I. НЕТО ДОБИТАК КОЈИ ПРИПАДА МАЊИНСКИМ УЛАГАЧИМА	1066			
	II. НЕТО ДОБИТАК КОЈИ ПРИПАДА ВЕЋИНСКОМ ВЛАСНИКУ	1067			
	III. НЕТО ГУБИТАК КОЈИ ПРИПАДА МАЊИНСКИМ УЛАГАЧИМА	1068			
	IV. НЕТО ГУБИТАК КОЈИ ПРИПАДА ВЕЋИНСКОМ ВЛАСНИКУ	1069			

Prikaz 24a. Prikaz drugog dela zvaničnog obrasca bilansa uspeha u Republici Srbiji

V. ЗАРАДА ПО АКЦИЈИ				
1. Основна зарада по акцији	1070			
2. Умањена (разводњена) зарада по акцији	1071			

У _____

Законски заступник

дана _____ 20 _____ године

М.П. _____

Образац прописан Правилником о садржини и форми образаца финансијских извештаја за привредна друштва, задруге и предузетнике ("Службени гласник РС", бр. 95/2014 и 144/2014)

Финansijski prihodi i rashodi se odnose na aktivnosti finansiranja (dodatnog prikupljanja kapitala i plasiranja raspoloživog kapitala). Ovde takođe vidimo da su prihodi i rashodi razvrstani na one koji se odnose na transakcije sa matičnim, zavisnim, povezanim i ostalim nepovezanim licima (trećim licima). Ove pozicije značajne su sa aspekta analize politike finansiranja. Naime, finansijski analitičar može zaključiti kakvu politiku finansiranja ima matično ili zavisno pravno lice (na primer, koliko kapitala matično pravno lice plasira u poslovanje zavisnog pravnog lica). Prethodni obrazac bilansa uspeha nije pružao ovu mogućnost. Pozicija **Prihodi od kamata** pokazuje koliko je posmatrano privredno društvo zaradilo novca od pozajmljivanja raspoloživog kapitala nepovezanim licima. Nasuprot ove pozicije, **Rashodi od kamata** pokazuje cenu korišćenja tuđeg kapitala koju plaća posmatrano privredno društvo.

U anglosaksonskoj literaturi postoji i **EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Amortization and Depreciation)** - Rezultat pre obračuna poreza, rashoda kamata i amortizacije (u pomenutoj literaturi odvajaju se troškovi amortizacije nematerijalnih ulaganja, koji se nazivaju *amortization*, i amortizacije ostalih pozicija stalne imovine koja se nazivaju *depreciation*). EBITDA bi u našem bilansu uspeha bio zbir poslovnog rezultata i troškova amortizacije.

Grupa računa **Ostali prihodi i rashodi** se sastoji od raznovrsnih računa prihoda i rashoda. Ovde će biti prikazani dobiti i gubici od prodaje imovine¹⁴, zatima viškovi i manjkovi¹⁵, naplatu potraživanja koja su prethodno otpisana, otpise potraživanja i obezvređenja imovine. Konačne pozicije bilans uspeha, **neto dobitak i neto gubitak**, pokazuju koliko je posmatrano privredno društvo **zaradilo** novca u posmatranom periodu. Imajte u vidu da to obično nije iznos novca koji je privredno društvo i **naplatilo**¹⁶, taj iznos vidimo u narednom finansijskom izveštaju.

- 14 Nematerijalne imovine, nekretnina, postrojenja i opreme, bioloških sredstava, učešća i hartija od vrednosti i materijala.
- 15 Viškovi i manjkovi nastaju kao razlike između knjigovodstvenog i stvarnog stanja imovine, koji se utvrđuje redovnim i vanrednim popisom.
- 16 Iznos novca koji privredno društvo naplati je obično daleko manji od ukupnog iznosa novca koji je zaradilo prodajom proizvoda i drugim načinima zarađivanja.

5.4. Izveštaj o tokovima gotovine kao predmet analize

Izveštaj o novčanim tokovima je **izvedeni finansijski izveštaj**, pošto nastaje rearanžiranjem pozicija **bilansa stanja i bilansa uspeha**. Izveštaj o novčanim tokovima se, pored bilansa uspeha i stanja, smatra jednim od važnijih izveštaja koji je svoju punu afirmaciju stekao početkom 90-tih godina XX veka kada je veliki broj uspešnih privrednih društava (koja su iskazala dobitak u bilansu uspeha) imala velikih problema sa solventnošću, jer su ostvarivali veće odlive od priliva novca. Drugim rečima, imajući u vidu da u bilansu uspeha vidimo rezultat poslovanja, koji ne mora biti naplaćen, može se lako dogoditi da privredno društvo prikaže neto dobit u bilansu uspeha, a da nema dovoljno priliva novca iz poslovanja, odnosno da ima probleme sa likvidnošću.

Novčani tokovi se smatraju krvotokom jednog privrednog društva. Naime, privredno društvo kome nedostaje novac je ono koje na kratak rok neće moći da odgovori svojim dospelim tekućim obavezama, a na dugi rok ovakvo stanje može dovesti do nesolventnosti i konačno do stečaja takvog privrednog društva. Ovakva situacija u praksi nastala je zbog različitih pretpostavki od kojih se polazi pri priznavanju prihoda i rashoda u odnosu na prilive i odlive novca.

Obračun neto dobitka se zasniva na tokovima rentabilnosti (prihodima i rashodima), dok je utvrđivanje neto novčanog toka zasnovano na konceptu novčanih tokova (razlici primanja i izdavanja novca). Metodološki postupci izrade izveštaja o novčanim tokovima biće predmet razmatranja u narednom delu ovog udžbenika, tako da ćemo se sada zadržati samo na osnovnim definicijama i elementima novčanih tokova.

Izveštaj o novčanim tokovima je prikaz novčanih priliva i odliva u obračunskom periodu po osnovu poslovnih, investicionih i finansijskih aktivnosti. Novčani tokovi koji su prikazani u ovom izveštaju odnose se na određen vremenski period, pa se ovaj izveštaj tretira kao **periodični izveštaj**.



Izveštaj o novčanim tokovima prikazuje prilive i odlive gotovine koji su **klasifikovani prema osnovnim aktivnostima u privrednom društvu na - poslovne, investicione i finansijske aktivnosti**.

Poslovne aktivnosti su najvažnije za privredno društvo. One su posledica delatnosti kojom se ono bavi. Novčani tokovi ostvareni u ovoj aktivnosti pokazuju da se prilivi gotovine ostvaruju po osnovama naplaćenih prihoda, a odlivi gotovine po osnovu plaćanja poslovnih rashoda. Neto novčani tok iz poslovne aktivnosti je značajna informacija za

korisnike, jer pokazuje sposobnost i umešnost da se ostvari pozitivan neto novčani tok iz delatnosti kojom se bavi.

Investicione aktivnosti prikazuju prilive i odlive gotovine koja nastaje u transakcijama prodaje i nabavke dugoročnih sredstava (nekretnina, postrojenja, opreme i hartija od vrednosti i dr.), Kada su veći prilivi od odliva to znači da privredno društvo prodaje svoju dugoročnu imovinu, a kada su veći odlivi, to znači da je u pitanju privredno društvo koje raste, jer investiciona ulaganja uvek ukazuju na njegov rast.

Aktivnosti finansiranja prikazuju prilive gotovine od emisije akcija, uzimanja kredita i odlive gotovine po osnovu plaćanja glavnice kredita i dividendi akcionarima. Aktivnosti finansiranja prikazuju veće prilive kada privredno društvo uzimanjem dodatnih kredita ili emisijom akcija nastoji da finansira investicionu aktivnost (npr. nabavku dugoročnih sredstava) ili poslovnu aktivnost u slučaju nedostatka gotovine za pokriće tekućih rashoda.

Ciljevi sastavljanja izveštaja o novčanim tokovima sadržani su u obezbeđivanju informacija koje služe korisnicima da procene:

- ♦ sposobnost privrednog društva da generiše dovoljno novca kojim će finansirati svakodnevne poslovne aktivnosti,
- ♦ sposobnost privrednog društva da plaća glavicu i kamatu po osnovama uzetih kredita i dividende akcionarima i
- ♦ sposobnost privrednog društva da raste i razvija se kroz dodatna ulaganja u nekretnine, postrojenja i opremu ili da prodaje dugoročna sredstva kako bi generisalo gotovinu.

Korisnici računovodstvenih izveštaja veoma pažljivo čitaju izveštaj o novčanim tokovima i poredi njegove vrednosti sa bilansom uspeha, jer između neto dobitka i neto novčanih tokova iz poslovne aktivnosti postoji određena veza. Tako je neto dobitak posledica razlike prihoda i rashoda, a neto novčani tok iz poslovne aktivnosti je posledica razlike prihoda koji su svedeni na primanja (prilive) novca i rashoda koji su svedeni na plaćanja (odlive) novca. To znači da prihod priznat u bilansu uspeha nije u potpunosti praćen prilivom gotovine, niti je svaki rashod praćen odlivom gotovine.

Značaj izveštaja o novčanim tokovima je da utvrdi veličinu razlike između neto dobitka u bilansu uspeha i neto novčanih tokova iz poslovne aktivnosti u izveštaju o novčanim tokovima, odnosno da utvrdi da li je osnovna delatnost privrednog društva profitabilna (neto dobitak je indikator uspešnosti) i da li ta delatnost može da „proizvodi gotovinu” (neto novčani tok iz poslovne aktivnosti je indikator „proizvodnje” gotovine).

U tabeli koja sledi prikazali smo zvanični obrazac izveštaja o tokovima gotovine u Republici Srbiji. Skrećemo pažnju da se naredni obrazac koristi za sastavljanje finansijske izveštaje **od 2014. godine**, dok za prethodne periode postoje drugačiji obrasci. Za te obrasce potrebno je računati i finansijske pokazatelje na drugačiji način.

Попуњава правно лице - предузетник																													
Матични број												Шифра делатности							ПИБ										
Назив																													
Седиште																													

ИЗВЕШТАЈ О ТОКОВИМА ГОТОВИНЕ
за период од _____ до _____ 20 ____ године

- у хиљадама динара -

Позиција	АОП	Износ	
		Текућа година	Претходна година
1	2	3	4
А. ТОКОВИ ГОТОВИНЕ ИЗ ПОСЛОВНИХ АКТИВНОСТИ			
I. Приливи готовине из пословних активности (1 до 3)	3001		
1. Продаја и примљени аванси	3002		
2. Примљене камате из пословних активности	3003		
3. Остали приливи из редовног пословања	3004		
II. Одливи готовине из пословних активности (1 до 5)	3005		
1. Исплате добављачима и дати аванси	3006		
2. Зараде, накнаде зарада и остали лични расходи	3007		
3. Плаћене камате	3008		
4. Порез на добитак	3009		
5. Одливи по основу осталих јавних прихода	3010		
III. Нето прилив готовине из пословних активности (I-II)	3011		
IV. Нето одлив готовине из пословних активности (II-I)	3012		
Б. ТОКОВИ ГОТОВИНЕ ИЗ АКТИВНОСТИ ИНВЕСТИРАЊА			
I. Приливи готовине из активности инвестирања (1 до 5)	3013		
1. Продаја акција и удела (нето приливи)	3014		
2. Продаја нематеријалне имовине, некретнина, постројења, опреме и биолошких средстава	3015		
3. Остали финансијски пласмани (нето приливи)	3016		
4. Примљене камате из активности инвестирања	3017		
5. Примљене дивиденде	3018		
II. Одливи готовине из активности инвестирања (1 до 3)	3019		
1. Куповина акција и удела (нето одливи)	3020		
2. Куповина нематеријалне имовине, некретнина, постројења, опреме и биолошких средстава	3021		
3. Остали финансијски пласмани (нето одливи)	3022		
III. Нето прилив готовине из активности инвестирања (I-II)	3023		
IV. Нето одлив готовине из активности инвестирања (II-I)	3024		
В. ТОКОВИ ГОТОВИНЕ ИЗ АКТИВНОСТИ ФИНАНСИРАЊА			
I. Приливи готовине из активности финансирања (1 до 5)	3025		
1. Увећање основног капитала	3026		
2. Дугорочни кредити (нето приливи)	3027		

Prikaz 25a. Prikaz zvaničnog obrasca izveštaja o novčanim tokovima u Republici Srbiji

Позиција	АОП	Износ	
		Текућа година	Претходна година
1	2	3	4
3. Краткорочни кредити (нето приливи)	3028		
4. Остале дугорочне обавезе	3029		
5. Остале краткорочне обавезе	3030		
II. Одливи готовине из активности финансирања (1 до 6)	3031		
1. Откуп сопствених акција и удела	3032		
2. Дугорочни кредити (одливи)	3033		
3. Краткорочни кредити (одливи)	3034		
4. Остале обавезе (одливи)	3035		
5. Финансијски лизинг	3036		
6. Исплаћене дивиденде	3037		
III. Нето прилив готовине из активности финансирања (I-II)	3038		
IV. Нето одлив готовине из активности финансирања (II-I)	3039		
Г. СВЕГА ПРИЛИВ ГОТОВИНЕ (3001 + 3013 + 3025)	3040		
Д. СВЕГА ОДЛИВ ГОТОВИНЕ (3005 + 3019 + 3031)	3041		
Ђ. НЕТО ПРИЛИВ ГОТОВИНЕ (3040 - 3041)	3042		
Е. НЕТО ОДЛИВ ГОТОВИНЕ (3041 - 3040)	3043		
Ж. ГОТОВИНА НА ПОЧЕТКУ ОБРАЧУНСКОГ ПЕРИОДА	3044		
З. ПОЗИТИВНЕ КУРСНЕ РАЗЛИКЕ ПО ОСНОВУ ПРЕРАЧУНА ГОТОВИНЕ	3045		
И. НЕГАТИВНЕ КУРСНЕ РАЗЛИКЕ ПО ОСНОВУ ПРЕРАЧУНА ГОТОВИНЕ	3046		
Ј. ГОТОВИНА НА КРАЈУ ОБРАЧУНСКОГ ПЕРИОДА (3042 - 3043 + 3044 + 3045 - 3046)	3047		

У _____

Законски заступник

М.П. _____

дана _____ 20 _____ године

Образац прописан Правилником о садржини и форми образаца финансијских извештаја за привредна друштва, задруге и предузетнике ("Службени гласник РС", бр. 95/2014 и 144/2014)

Skrećemo pažnju na poziciju **Primljene kamate iz poslovnih aktivnosti** i **Plaćene kamate** iz Tokova gotovine iz poslovnih aktivnosti. Imajući u vidu da je reč o kamata-ma, koje se javljaju u vezi aktivnosti finansiranja, logično je da ove dve pozicije budu uključene u Tokove gotovine iz aktivnosti finansiranja, međutim, vidimo da se nalaze u okviru poslovnih aktivnosti. Razlog je taj što se smatra da pozajmice i krediti koji su primljeni omogućavaju redovno odvijanje poslovnih aktivnosti, stoga cena njihovog pozajmljivanja bi trebala da bude pokrivena iz priliva novca iz poslovnih aktivnosti. Sa druge strane, iznos glavnice kredita koje je potrebno vratiti se evidentira kao priliv/ odliv gotovine iz aktivnosti finansiranja, jer pokazuje iznos kapitala kojim je finansirano poslovanje. Pozicija **Gotovina na kraju obračunskog perioda** bi trebala da bude jednaka poziciji Gotovina i gotovinski ekvivalenti iz Bilansa stanja. Smatramo da su ostale pozicije izveštaja jasne.

5.5. Izveštaj o promenama na kapitalu

Izveštaj o promenama na kapitalu je sastavni deo finansijskih izveštaja sastavljenih u skladu sa MRS 1 i koji je namenjen **vlasnicima kapitala**. Ovaj izveštaj se sastavlja kao poseban i u njemu se kao minimum pozicija iskazuju:

- ♦ neto dobitak ili gubitak obračunskog perioda,
- ♦ stavke prihoda i rashoda koje ne ulaze u bilans uspeha već se priznaju u korist ili na teret kapitala i
- ♦ zbirni efekat promena u računovodstvenoj politici.

Pored pomenutog, ovaj izveštaj sadrži i informacije o kapitalnim transakcijama (dodatni ulozci vlasnika, povlačenje uloga), saldo akumuliranog dobitka ili gubitka na početku perioda i na dan bilansa stanja, kao i kretanje za period i promene i stanje na svakoj klasi akcijskog kapitala, emisione premije i rezervi na početku i kraju perioda.

Skrećemo pažnju da je ovaj izveštaj pre svega namenjen vlasnicima privrednog društva. U njemu vlasnici dobijaju informaciju sa kojim iznosom sopstvenog kapitala je privredno društvo započelo posmatrani period. Uprava privrednog društva bi trebala da učini sve napore da se iznos uloženog kapitala uveća do kraja posmatranog perioda, a na taj iznos utiču mnoge pozicije, na primer:

1. ispravka materijalno značajnih grešaka i računovodstvenih procena (ove promene nastaju usled primene MRS 8 – Računovodstvene politike, promene računovodstvenih procena i greške, jer u poslovanju mogu nastati slučajne greške u evidenciji ili promene načina recimo veka upotrebe sredstva koje će uticati i na kapital privrednog društva),
2. promene iznosa revalorizacionih rezervi,
3. otkup sopstvenih akcija,
4. promene iznosa upisanog a neuplaćenog kapitala i
5. rezultat poslovanja.

Imajući u vidu da sopstveni kapital služi kao „zaštitni jastuk“ za poverioce privrednog društva, jer u njemu vide obezbeđenje za datu pozajmicu, ovaj izveštaj mogu analizirati i poverioci. Posebno značajna informacija bi bila iznos gubitka iznad visine kapitala, koji uz ostale informacije, može poslužiti kao ozbiljno upozorenje poveriocima.

U nastavku ćemo prikazati zvanični obrzac izveštaja o promenama na kapitalu u Republici Srbiji. Skrećemo pažnju da se naredni obrazac koristi za sastavljanje finansijske izveštaje od 2014. godine, dok za prethodne periode postoje drugačiji obrasci. Za te obrasce potrebno je računati i finansijske pokazatelje na drugačiji način.

Prikaz 26. Prikaz zvaničnog obrasca izveštaja o promenama na kapitalu u Republici Srbiji

Попуњава правно лице - предузетник														
Матични број						Шифра делатности				ПИБ				
Назив														
Седиште														

ИЗВЕШТАЈ О ПРОМЕНАМА НА КАПИТАЛУ

за период од _____ до _____ 20 ____ године

- у хиљадама динара -

Редни број	ОПИС	Компоненте капитала					
		АОП	30	АОП	31	АОП	32
			Основни капитал		Уписани а неуплаћени капитал		Резерве
1	2		3		4		5
	Почетно стање претходне године на дан 01.01. _____						
1.	а) дуговни салдо рачуна	4001		4019		4037	
	б) потражни салдо рачуна	4002		4020		4038	
2.	Исправка материјално значајних грешака и промена рачуноводствених политика						
	а) исправке на дуговној страни рачуна	4003		4021		4039	
	б) Исправке на потражној страни рачуна	4004		4022		4040	
3.	Кориговано почетно стање претходне године на дан 01.01. _____						
	а) кориговани дуговни салдо рачуна (1а + 2а - 2б) ≥ 0	4005		4023		4041	
	б) кориговани потражни салдо рачуна (1б - 2а + 2б) ≥ 0	4006		4024		4042	
4.	Промене у претходној _____ години						
	а) промет на дуговној страни рачуна	4007		4025		4043	
	б) промет на потражној страни рачуна	4008		4026		4044	
5.	Стање на крају претходне године 31.12. _____						
	а) дуговни салдо рачуна (3а + 4а - 4б) ≥ 0	4009		4027		4045	
	б) потражни салдо рачуна (3б - 4а + 4б) ≥ 0	4010		4028		4046	
6.	Исправка материјално значајних грешака и промена рачуноводствених политика						
	а) исправке на дуговној страни рачуна	4011		4029		4047	
	б) исправке на потражној страни рачуна	4012		4030		4048	
7.	Кориговано почетно стање текуће година на дан 01.01. _____						
	а) кориговани дуговни салдо рачуна (5а + 6а - 6б) ≥ 0	4013		4031		4049	
	б) кориговани потражни салдо рачуна (5б - 6а + 6б) ≥ 0	4014		4032		4050	
8.	Промене у текућој _____ години						
	а) промет на дуговној страни рачуна	4015		4033		4051	
	б) промет на потражној страни рачуна	4016		4034		4052	
9.	Стање на крају текуће године 31.12. _____						
	а) дуговни салдо рачуна (7а + 8а - 8б) ≥ 0	4017		4035		4053	
	б) потражни салдо рачуна (7б - 8а + 8б) ≥ 0	4018		4036		4054	

Prikaz 26a. Prikaz zvaničnog obrasca izveštaja o promenama na kapitalu u Republici Srbiji

Редни Број	ОПИС	Компоненте капитала				
		АОП	35	АОП	047 и 237	34
			Губитак		Откупљене сопствене акције	
	2		6		7	8
	Почетно стање претходне године на дан 01.01. _____					
1.	а) дуговни салдо рачуна	4055		4073		4091
	б) потражни салдо рачуна	4056		4074		4092
2.	Исправка материјално значајних грешака и промена рачуноводствених политика					
	а) исправке на дуговој страни рачуна	4057		4075		4093
	б) исправке на потражној страни рачуна	4058		4076		4094
3.	Кориговано почетно стање претходне године на дан 01.01. _____					
	а) кориговани дуговни салдо рачуна ($1a + 2a - 26 \geq 0$)	4059		4077		4095
	б) кориговани потражни салдо рачуна ($16 - 2a + 26 \geq 0$)	4060		4078		4096
4.	Промене у претходној _____ години					
	а) промет на дуговој страни рачуна	4061		4079		4097
	б) промет на потражној страни рачуна	4062		4080		4098
5.	Стање на крају претходне године 31.12. _____					
	а) дуговни салдо рачуна ($3a + 4a - 46 \geq 0$)	4063		4081		4099
	б) потражни салдо рачуна ($36 - 4a + 46 \geq 0$)	4064		4082		4100
6.	Исправка материјално значајних грешака и промена рачуноводствених политика					
	а) исправке на дуговој страни рачуна	4065		4083		4101
	б) исправке на потражној страни рачуна	4066		4084		4102
7.	Кориговано почетно стање текуће године на дан 01.01. _____					
	а) кориговани дуговни салдо рачуна ($5a + 6a - 66 \geq 0$)	4067		4085		4103
	б) кориговани потражни салдо рачуна ($56 - 6a + 66 \geq 0$)	4068		4086		4104
8.	Промене у текућој _____ години					
	а) промет на дуговој страни рачуна	4069		4087		4105
	б) промет на потражној страни рачуна	4070		4088		4106
9.	Стање на крају текуће године 31.12. _____					
	а) дуговни салдо рачуна ($7a + 8a - 86 \geq 0$)	4071		4089		4107
	б) потражни салдо рачуна ($76 - 8a + 86 \geq 0$)	4072		4090		4108

Prikaz 26b. Prikaz zvaničnog obrasca izveštaja o promenama na kapitalu u Republici Srbiji

Редни број	ОПИС	Компоненте осталог резултата				
		АОП	330	АОП	331	332
			Ревалоризационе резерве		Актуарски добици или губици	Добици или губици по основу улагања у власничке инструменте капитала
1	2		9		10	11
	Почетно стање претходне године на дан 01.01. _____					
1.	а) дуговни салдо рачуна	4109		4127		4145
	б) потражни салдо рачуна	4110		4128		4146
	Исправка материјално значајних грешака и промена рачуноводствених политика					
2.	а) исправке на дуговној страни рачуна	4111		4129		4147
	б) исправке на потражној страни рачуна	4112		4130		4148
	Кориговано почетно стање претходне године на дан 01.01. _____					
3.	а) кориговани дуговни салдо рачуна (1а + 2а - 2б) ≥ 0	4113		4131		4149
	б) кориговани потражни салдо рачуна (1б - 2а + 2б) ≥ 0	4114		4132		4150
	Промене у претходној _____ години					
4.	а) промет на дуговној страни рачуна	4115		4133		4151
	б) промет на потражној страни рачуна	4116		4134		4152
	Стање на крају претходне године 31.12. _____					
5.	а) дуговни салдо рачуна (3а + 4а - 4б) ≥ 0	4117		4135		4153
	б) потражни салдо рачуна (3б - 4а + 4б) ≥ 0	4118		4136		4154
	Исправка материјално значајних грешака и промена рачуноводствених политика					
6.	а) исправке на дуговној страни рачуна	4119		4137		4155
	б) исправке на потражној страни рачуна	4120		4138		4156
	Кориговано почетно стање текуће године на дан 01.01. _____					
7.	а) кориговани дуговни салдо рачуна (5а + 6а - 6б) ≥ 0	4121		4139		4157
	б) кориговани потражни салдо рачуна (5б - 6а + 6б) ≥ 0	4122		4140		4158
	Промене у текућој _____ години					
8.	а) промет на дуговној страни рачуна	4123		4141		4159
	б) промет на потражној страни рачуна	4124		4142		4160
	Стање на крају текуће године 31.12. _____					
9.	а) дуговни салдо рачуна (7а + 8а - 8б) ≥ 0	4125		4143		4161
	б) потражни салдо рачуна (7б - 8а + 8б) ≥ 0	4126		4144		4162

Prikaz 26c. Prikaz zvaničnog obrasca izveštaja o promenama na kapitalu u Republici Srbiji

Редни број	ОПИС	Компоненте осталог резултата					
		АОП	333	АОП	334 и 335	АОП	336
			Добици или губици по основу удела у осталом добитку или губитку придружених друштава		Добици или губици по основу иностраног пословања и прерачуна финансијских извештаја		Добици или губици по основу хеџинга новчаног тока
1	2		12		13		14
	Почетно стање претходне године на дан 01.01. _____						
1.	а) дуговни салдо рачуна	4163		4181		4199	
	б) потражни салдо рачуна	4164		4182		4200	
2.	Исправка материјално значајних грешака и промена рачуноводствених политика						
	а) исправке на дуговој страни рачуна	4165		4183		4201	
	б) исправке на потражној страни рачуна	4166		4184		4202	
3.	Кориговано почетно стање претходне године на дан 01.01. _____						
	а) кориговани дуговни салдо рачуна (1а + 2а - 2б) ≥ 0	4167		4185		4203	
	б) кориговани потражни салдо рачуна (1б - 2а + 2б) ≥ 0	4168		4186		4204	
4.	Промене у претходној _____ години						
	а) промет на дуговој страни рачуна	4169		4187		4205	
	б) промет на потражној страни рачуна	4170		4188		4206	
5.	Стање на крају претходне године 31.12. _____						
	а) дуговни салдо рачуна (3а + 4а - 4б) ≥ 0	4171		4189		4207	
	б) потражни салдо рачуна (3б - 4а + 4б) ≥ 0	4172		4190		4208	
6.	Исправка материјално значајних грешака и промена рачуноводствених политика						
	а) исправке на дуговој страни рачуна	4173		4191		4209	
	б) исправке на потражној страни рачуна	4174		4192		4210	
7.	Кориговано почетно стање текуће године на дан 01.01. _____						
	а) кориговани дуговни салдо рачуна (5а + 6а - 6б) ≥ 0	4175		4193		4211	
	б) кориговани потражни салдо рачуна (5б - 6а + 6б) ≥ 0	4176		4194		4212	
8.	Промене у текућој _____ години						
	а) промет на дуговој страни рачуна	4177		4195		4213	
	б) промет на потражној страни рачуна	4178		4196		4214	
9.	Стање на крају текуће године 31.12. _____						
	а) дуговни салдо рачуна (7а + 8а - 8б) ≥ 0	4179		4197		4215	
	б) потражни салдо рачуна (7б - 8а + 8б) ≥ 0	4180		4198		4216	

Приказ 26д. Приказ званичног обрасца извештаја о променама на капиталу у Републици Србији

Редни број	ОПИС	Компоненте осталог резултата		Укупан капитал [Σ (ред 16 кол 3 до кол 16) - Σ (ред 1а кол 3 до кол 16)] ≥ 0	Губитак изнад капитала [Σ (ред 1а кол 3 до кол 16) - Σ (ред 16 кол 3 до кол 16)] ≥ 0
		АОП	337 Добици или губици по основу ХОВ расположивих за продају		
1	2		16	16	17
	Почетно стање претходне године на дан 01.01.				
1.	а) дуговни салдо рачуна	4217		4235	4244
	б) потражни салдо рачуна	4218			
	Исправка материјално значајних грешака и промена рачуноводствених политика				
2.	а) исправке на дуговој страни рачуна	4219		4236	4245
	б) исправке на потражној страни рачуна	4220			
	Кориговано почетно стање претходне године на дан 01.01.				
3.	а) кориговани дуговни салдо рачуна ($1a + 2a - 26$) ≥ 0	4221		4237	4246
	б) кориговани потражни салдо рачуна ($16 - 2a + 26$) ≥ 0	4222			
	Промене у претходној _____ години				
4.	а) промет на дуговој страни рачуна	4223		4238	4247
	б) промет на потражној страни рачуна	4224			
	Стање на крају претходне године 31.12.				
5.	а) дуговни салдо рачуна ($3a + 4a - 46$) ≥ 0	4225		4239	4248
	б) потражни салдо рачуна ($36 - 4a + 46$) ≥ 0	4226			
	Исправка материјално значајних грешака и промена рачуноводствених политика				
6.	а) исправке на дуговој страни рачуна	4227		4240	4249
	б) исправке на потражној страни рачуна	4228			
	Кориговано почетно стање текуће године на дан 01.01.				
7.	а) кориговани дуговни салдо рачуна ($5a + 6a - 66$) ≥ 0	4229		4241	4250
	б) кориговани потражни салдо рачуна ($56 - 6a + 66$) ≥ 0	4230			
	Промене у текућој _____ години				
8.	а) промет на дуговој страни рачуна	4231		4242	4251
	б) промет на потражној страни рачуна	4232			
	Стање на крају текуће године 31.12.				
9.	а) дуговни салдо рачуна ($7a + 8a - 86$) ≥ 0	4233		4243	4252
	б) потражни салдо рачуна ($76 - 8a + 86$) ≥ 0	4234			

У _____

Законски заступник

М.П.

дана _____ 20 _____ године

Образац прописан Правилником о садржини и форми образаца финансијских извештаја за привредна друштва, задруге и предузетнике ("Службени гласник РС", бр. 95/2014 и 144/2014)

Kao što smo već napisali, podaci o promenama sopstvenog kapitala (neto imovine) privrednog društva na početku i na kraju obračunskog perioda treba da pokažu da li je došlo do povećanja ili smanjenja neto imovine u posmatranom periodu, što je jedna od značajnih informacija za vlasnike kapitala. Ukupna promena u neto imovini diktirana je, pre svega, ukupnim dobicima i gubicima nastalim obavljanjem redovnih aktivnosti privrednog društva tokom posmatranog perioda.

5.6. Izveštaj o ostalom rezultatu

Prema novom Zakonu o računovodstvu Republike Srbije, čija je primena obavezna za sastavljanje finansijskih izveštaja koji se odnose na izveštajni period za 2014. godinu i naredne periode, uveden je novi finansijski izveštaj koji do sada u Republici Srbiji nije postojao. Izveštaj o ostalom rezultatu je posledica primene MRS 1 – Prikazivanje finansijskih izveštaja i izmena ovog standarda koji zahteva prikazivanje **OCI – Other Comprehensive Income** pozicija, odnosno pozicija ostalog rezultata povezanog sa kapitalom. Pomenuti standard ostavlja mogućnost regulatornim telima da odaberu kako će biti prikazan ovaj izveštaj, kao sastavni deo bilansa uspeha, ili kao poseban izveštaj.

Ostale stavke rezultata povezane sa kapitalom su stavke prihoda i rashoda (uključujući reklasifikovane iznose) koje nisu priznate u bilansu uspeha tekućeg izveštajnog perioda. U ove stavke se klasifikuju:

- ♦ promene revalorizacionih rezervi (koje se priznaju u skladu sa standardima MRS 16 – Nekretnine, postrojenja i oprema i MRS 38 – Nematerijalna ulaganja),
- ♦ aktuarski dobici i gubici po definisanim planovima doprinosa priznatih u skladu sa standardom MRS 19 – Naknade zaposlenima,
- ♦ dobici i gubici koji proizilaze iz preračuna finansijskih izveštaja inostranog poslovanja (koje se radi u skladu sa standardom MRS 21 – Učinci promena kursa stranih valuta),
- ♦ dobici i gubici po osnovu ponovnog vrednovanja finansijskih sredstava raspoloživih za prodaju i
- ♦ efektivni deo dobitaka i gubitaka po osnovu instrumenata hedžinga u hedžingu tokova gotovine.

Ove stavke se do sada nisu prikazivale u bilansu uspeha, već isključivo u izveštaju o promenama na kapitalu. Zbog takvog prikazivanja u dosadašnjoj primeni MSFI rezultat tekuće godine utvrđen u bilansu uspeha nije odgovarao rezultatu tekuće godine u bilansu stanja. Skrećemo pažnju da se naredni obrazac koristi za sastavljanje finansijskih izveštaja **od 2014. godine**, dok za prethodne periode obrazac za ovaj finansijski izveštaj nije postojao.

Prikaz 27. Prikaz zvaničnog obrasca izveštaja o ostalom rezultatu

Попуњава правно лице - предузетник												
Матични број							Шифра делатности					
Назив												
Седиште												

ИЗВЕШТАЈ О ОСТАЛОМ РЕЗУЛТАТУ
за период од _____ до _____ 20 ____ . године

- у хиљадама динара -

Група рачуна, рачун	ПОЗИЦИЈА	АОП	Напомена број	Износ	
				Текућа година	Претходна година
1	2	3	4	5	6
	А. НЕТО РЕЗУЛТАТ ИЗ ПОСЛОВАЊА				
	I. НЕТО ДОБИТАК (АОП 1064)	2001			
	II. НЕТО ГУБИТАК (АОП 1065)	2002			
	Б. ОСТАЛИ СВЕОБУХВАТНИ ДОБИТАК ИЛИ ГУБИТАК				
	а) Ставке које неће бити рекласификоване у Билансу успеха у будућим периодима				
330	1. Промене ревалоризације нематеријалне имовине, некретнина, постројења и опреме				
	а) повећање ревалоризационих резерви	2003			
	б) смањење ревалоризационих резерви	2004			
331	2. Актуарски добици или губици по основу планова дефинисаних примања				
	а) добици	2005			
	б) губици	2006			
332	3. Добици или губици по основу улагања у власничке инструменте капитала				
	а) добици	2007			
	б) губици	2008			
333	4. Добици или губици по основу удела у осталом свеобухватном добитку или губитку придружених друштава				
	а) добици	2009			
	б) губици	2010			
	б) Ставке које накнадно могу бити рекласификоване у Билансу успеха у будућим периодима				
334	1. Добици или губици по основу прерачуна финансијских извештаја иностраног пословања				
	а) добици	2011			
	б) губици	2012			

Prikaz 27a. Prikaz zvaničnog obrasca izveštaja o ostalom rezultatu

Група рачуна, рачун	ПОЗИЦИЈА	АОП	Напомена број	Износ	
				Текућа година	Претходна година
1	2	3	4	5	6
335	2. Добици или губици од instrumenata заштите нето улагања у инострано пословање				
	а) добичи	2013			
	б) губици	2014			
336	3. Добици или губици по основу instrumenata заштите ризика (хеџинга) новчаног тока				
	а) добичи	2015			
	б) губици	2016			
337	4. Добици или губици по основу хартија од вредности расположивих за продају				
	а) добичи	2017			
	б) губици	2018			
	I. ОСТАЛИ БРУТО СВЕОБУХВАТНИ ДОБИТАК (2003 + 2005 + 2007 + 2009 + 2011 + 2013 + 2015 + 2017) - (2004 + 2006 + 2008 + 2010 + 2012 + 2014 + 2016 + 2018) ≥ 0	2019			
	II. ОСТАЛИ БРУТО СВЕОБУХВАТНИ ГУБИТАК (2004 + 2006 + 2008 + 2010 + 2012 + 2014 + 2016 + 2018) - (2003 + 2005 + 2007 + 2009 + 2011 + 2013 + 2015 + 2017) ≥ 0	2020			
	III. ПОРЕЗ НА ОСТАЛИ СВЕОБУХВАТНИ ДОБИТАК ИЛИ ГУБИТАК ПЕРИОДА	2021			
	IV. НЕТО ОСТАЛИ СВЕОБУХВАТНИ ДОБИТАК (2019 - 2020 - 2021) ≥ 0	2022			
	V. НЕТО ОСТАЛИ СВЕОБУХВАТНИ ГУБИТАК (2020 - 2019 + 2021) ≥ 0	2023			
	В. УКУПАН НЕТО СВЕОБУХВАТНИ РЕЗУЛТАТ ПЕРИОДА				
	I. УКУПАН НЕТО СВЕОБУХВАТНИ ДОБИТАК (2001 - 2002 + 2022 - 2023) ≥ 0	2024			
	II. УКУПАН НЕТО СВЕОБУХВАТНИ ГУБИТАК (2002 - 2001 + 2023 - 2022) ≥ 0	2025			
	Г. УКУПАН НЕТО СВЕОБУХВАТНИ ДОБИТАК ИЛИ ГУБИТАК (2027 + 2028) = АОП 2024 ≥ 0 или АОП 2026 > 0	2026			
	1. Приписан већинским власницима капитала	2027			
	2. Приписан власницима који немају контролу	2028			

У _____

Законски заступник

М.П.

дана _____ 20____ године

Образац прописан Правилником о садржини и форми образаца финансијских извештаја за привредна друштва, задруге и предузетнике ("Службени гласник РС", бр. 95/2014 и 144/2014)

Cilj ovog izveštaja je da omogućiti jasniji uvid u rentabilnost privrednog društva, ali i stepen finansijskog rizika. Naime, nakon poslednje ekonomske krize, oči javnosti usmerene su na finansijske instrumente i fer vrednost koja se koristi za njihovo vrednovanje. Najizraženija posledica ekonomske krize bili su značajni otpisi vrednosti finansijskih instrumenata, pa su investitori zatražili od regulatornih tela više informacija vezanih za vrednost tih sredstava u formi izveštaja, ali i obelodanjivanja informacija o samom postupku vrednovanja. Rezultat tih zahteva je posmatrani izveštaj, kao i donošenje novog Međunarodnog standarda finansijskog izveštavanja 13 – Merenje fer vrednosti.

Sve dodatne informacije o pozicijama finansijskih izveštaja, koje smo do sada razmatrali, obelodanjuju se u formi posebnog izveštaja. U pitanju su Napomene uz finansijske izveštaje, koje ćemo analizirati u nastavku.



5.7. Napomene uz finansijske izveštaje kao predmet analize

Napomene predstavljaju neophodan, prateći, element seta finansijskih izveštaja. One sadrže detaljnije kvantitativne i kvalitativne informacije vezane za osnove na kojima su finansijski izveštaji sastavljeni, odnosno računovodstvene politike koje su primenjene za evidentiranje značajnih poslovnih događaja.

Cilj sastavljanja napomena je da pruže korisnicima informacije *potrebne za tumačenje i ispravnu interpretaciju finansijskih izveštaja*, ali i da omoguće *istinito i pošteno prikazivanje* finansijskih izveštaja, što je primarni zahtev profesionalne regulative, odnosno Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja.

U napomenama se prikazuju skraćeni opisi ili detaljne analize pozicija u bilansu stanja, bilansu uspeha i izveštaju o novčanim tokovima. Ove informacije se prikazuju takvim redosledom koji će omogućiti korisnicima njihovu jednostavnu upotrebu.

Napomenama uz finansijske izveštaje, koje sadrže skraćeni opis ili detaljnu analizu iznosa prikazanih u izveštajima, treba da se (IASB, 2011):

- ♦ prikažu informacije o **osnovama** za sastavljanje finansijskih izveštaja i specifične **računovodstvene politike** koje su primenjene za procenu svih značajnih stavki,
- ♦ **obelodane informacije koje nisu prikazane** u finansijskim izveštajima, a MRS/MSFI ih zahtevaju i
- ♦ pruže **dodatne informacije** koje doprinose verodostojnom prikazivanju finansijskih izveštaja.

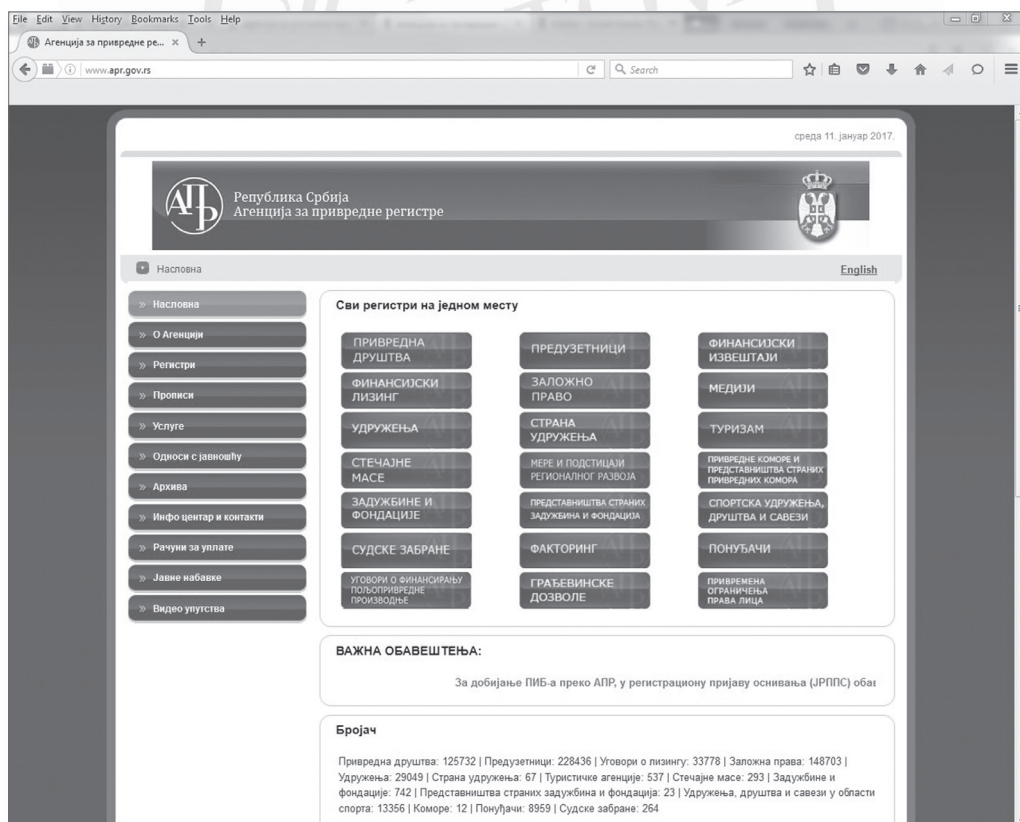
Centralni deo napomena čine informacije o računovodstvenim politikama. **Računovodstvene politike** regulišu sledeće probleme računovodstva i izveštavanja: a) priznavanje, b) procenjivanje (vrednovanja) bilansnih pozicija i c) merenje bilansnih pozicija. Računovodstvena profesionalna regulativa najčešće objavljuje nekoliko alternativnih metoda vrednovanja za iste pozicije (na primer, FIFO;

Računovodstvene politike se definišu kao specifična načela, konvencije, pravila i metode koje je uprava usvojila prilikom sastavljanja i prikazivanja finansijskih izveštaja.

metod specifične identifikacije ili prosečna ponderisana cena za vrednovanje troškova materijala ili izračunavanje nabavne vrednosti prodate robe; zatim vremenske i funkcionalna metoda amortizacije, primena sadašnjih vrednosti, fer vrednosti, istorijskog troška za vrednovanje aktive i pasive i slično) i dopušta **pravo izbora uprave** da se opredeli za onu metodu koja je u skladu sa prioritetima i ciljevima finansijskog izveštavanja u konkretnom privrednom društvu i u skladu sa **istinitim i poštenim izveštavanjem** (*true and fair view*). Objavljivanjem računovodstvenih politika, privredno društvo usmerava korisnika da jasnije sagleda određenu vrednost stavki u bilansu stanja i uspeha, odnosno omogućava bolju interpretaciju bilansa. U tom smislu, računovodstvene politike

biće predmet razmatranja, uvek kada postoji mogućnosti izbora između većeg broja postupaka za vrednovanje stavki u bilansima.

Iako ne postoji generalna lista informacija koje treba prikazati u napomenama, smatramo da je izbor informacija ograničen njihovom **važnošću**. Ako uprava privrednog društva smatra neku informaciju materijalno značajnom za korisnika i njegove poslovne odluke, odnosno ako priroda delatnosti kojom se privredno društvo bavi to zahteva (specifične informacije o delatnosti), takvu informaciju treba objaviti u napomenama.





Materijalna ispravnost finansijskih izveštaja i analiza računovodstvenih politika

III deo

U ovom poglavlju ukazaćemo na:

- ✓ Značaj tačnosti i istinitosti prikazivanja stvarnog finansijskog stanja i poslovanja privrednog društva u finansijskim izveštajima;
- ✓ Zahteve koje privredno društvo mora imati u vidu prilikom organizacije finansijskog izveštavanja i sastavljanja finansijskih izveštaja;
- ✓ Ulogu računovodstvenih principa i njihove zahteve koje privredna društva moraju ispoštovati pri organizaciji finansijskog izveštavanja i sastavljanja finansijskih izveštaja;
- ✓ Mogućnost zloupotrebe u odabiru računovodstvenih metoda i pravila i koncept kreativnog računovodstva;
- ✓ Forenzičko računovodstvo i ozbiljnost neadekvatne organizacije kreativnog računovodstva;
- ✓ Ulogu računovodstvenih politika u finansijskom izveštavanju i razumevanju finansijskih izveštaja i detaljno ćemo razmotriti najvažnije računovodstvene politike uz adekvatne primere iz prakse.

Materijalne pretpostavke analize odnose se na obezbeđenje upotrebljivih podataka finansijskih izveštaja. Kao što smo već napomenuli, jedino upotrebljivi finansijski izveštaji, oslobođeni pristrasnosti, mogu biti adekvatna podloga za finansijsku analizu. U suprotnom, rezultati analize mogu biti dovedeni u pitanje. Ovo poglavlje je posvećeno razmatranju profesionalne regulative koja je služila kao podloga za pripremanje i prikazivanje bilansnih pozicija, kao i razmatranju varijeteta računovodstvenih politika u funkciji analize sredstava, izvora finansiranja, prihoda i rashoda.

1.1. Profesionalna računovodstvena regulativa kao pretpostavka materijalno ispravne sadržine finansijskih izveštaja

Osnovni cilj računovodstva koji se definiše kao istinito i fer prikazivanje finansijskog položaja, i uspešnosti određenog privrednog društva ne može se odvijati bez pravila za pripremanje, priznavanje i vrednovanje u finansijskim izveštajima. Pravila ili principi razvijeni u računovodstvenoj teoriji, nisu bili dovoljni da obezbede potpun kvalitet računovodstvenih informacija i njihovu pouzdanost, već su se pomenuti principi standardizovali, kodifikovali u okviru pisanih pravila nazvanih standardi.

Standard u društvenim ili egzaktnim naukama, u najširem značenju, predstavlja merilo neke kategorije, kroz formulisanje onoga što se za tu kategoriju smatra uobičajenim stanjem ili normalom. Pored teorijskog zaleđa standarda, za njih se vezuje i praktično iskustvo, tako da su oni proizvod, sa jedne strane razvoja teorije, ali sa druge strane i razvoja praktičnih potreba onih na koje standard ima efekte. Ako sada ovu uopštenu definiciju standarda konkretizujemo na računovodstvo, tada **standardi iz oblasti računovodstva** podrazumevaju „dogovorena pravila o pripremanju, priznavanju, odmeravanju i prikazivanju stavki računovodstvenih izveštaja ekonomskog entiteta” (Petrović M., 2002a). Računovodstveni standardi se mogu podeliti na nacionalne i međunarodne (prihvatljive u međunarodnom okruženju).

Nacionalni standardi su standardi jedne države i oni su pod uticajem socijalnih, kulturnih, pravnih, ekonomskih i finansijskih sistema koji preovlađuju u konkretnoj nacionalnoj ekonomiji. Posledica takvih okolnosti je postojanje različitih sistema računovodstva koji se zasnivaju na različitim standardima (na primer, američki opšteprihvaćeni računovodstveni principi, britanski računovodstveni standardi, australijski računovodstveni standardi, japanski standardi računovodstva i sl.) koji su praktično onemogućili uporedivost računovodstvenih izveštaja privrednih društava različitih

država. Međutim, sa internacionalizacijom trgovine i proizvodnje, javili su se **trendovi za ujednačavanjem standarda** o finansijskom računovodstvu na globalnom nivou.

Od procesa ujednačavanja standarda najviše su profitirale multinacionala pravna lica, koja su ujedno i vršila najveći pritisak da se proces usklađivanja standarda intenzivira. Približavanje računovodstvenih standarda danas se praktično odvija kroz približavanje, odnosno usvajanje dve vrste standarda koji su **prihvatljivi u međunarodnim okvirima**:

- ♦ Međunarodni računovodstveni standardi (MRS) / Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja (MSFI) i
- ♦ Američki opšteprihvaćeni računovodstveni standardi (US GAAP; Generally Accepted Accounting Principles).

MRS su doneti od strane Komiteta za MRS (International Accounting Standards Committee, IASC) kojeg je 1973. godine osnovalo 16 profesionalnih računovodstvenih organizacija iz Australije, Kanade, Francuske, Nemačke, Japana, Meksika, Holandije, Velike Britanije, Irske i SAD-a. Ovaj Komitet je kasnije pristupio Međunarodnoj federaciji računovođa (International Federation of Accountants, IFAC) koja je osnovana 1977. godine sa ciljem da okupi sve profesionalne računovođe iz celog sveta i da se usklade naponi na donošenju standarda koji bi bili prihvatljivi u širim međunarodnim razmerama. U periodu od 1997-2000. godine, IASC je započeo i dovršio proces reorganizacije iz kojeg je kao rezultat nastao International Accounting Standards Board (IASB) čiji je osnovni zadatak bio da nastavi put razvoja međunarodno prihvatljivih računovodstvenih standarda, što je kao posledicu imalo donošenje nekoliko standarda sa nazivom Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja (International financial reporting standards, IFRS). U periodu posle 2000. godine usvojeni su sledeći IFRS 1, 2, 3, 4, 5 i 6. Osim pomenutih, IASB je prihvatio i ostale MRS (ukupno 41 standard) koje je već prethodno doneo IASC.

Za razliku od MRS/MSFI, koji su plod usaglašavanja različitih država, Američki opšteprihvaćeni računovodstveni principi su nacionalni standardi koji su postali i globalno prihvatljivi zbog činjenice da je SAD, najjača ekonomska sila u svetu, koja ima najrazvijenije finansijsko tržište. U državama kojima je SAD najveći spoljnotrgovinski partner je dozvoljeno pored nacionalnih, paralelno postojanje i američkih standarda. Prema trenutnim podacima samo je nekoliko država prihvatilo američke standarde kao osnovu za svoje nacionalne standarde (Australija, Izrael, Peru i dr.). Smatrajući se za državu sa najdužom korporativnom tradicijom i razvijenom računovodstvenom profesijom, u SAD se primenjuju i isključivo važe, Američki opšteprihvaćeni principi bilansiranja.

Pored pomenutih standarda, Velika Britanija odoleva postojećim izazovima usklađivanja i ostaje verna svojim izvornim standardima (UK GAAP, Opšteprihvaćeni principi bilansiranja u Velikoj Britaniji), koje donosi Odbor za računovodstvene standarde (Accounting Standards Board).

Na nivou Evropske unije formirana je komisija sa zadatkom da ispita mogućnost usaglašavanja MRS sa nacionalnim standardima zemalja članica EU i doneta je odluka o neposrednoj primeni MRS od 1. januara 2005. godine i to za sva pravna lica čije se akcije kotiraju na berzama. Ovaj trend u Evropi sledile su i sve države koje čekaju na članstvo u EU, što je slučaj i sa tranzicionim ekonomijama, kojima pripada i naša država. Usvajanjem odluke o neposrednoj primeni MRS, 24.12.1998, nacionalna profesionalna organizacija – Savez računovođa i revizora SR Jugoslavije je trasirao put za regulisanje poslova računovodstva i usklađivanje sa međunarodnim trendovima. U Zakonu o računovodstvu i reviziji, donetom decembra 2002. godine, propisano je da se uslovi i način vođenja poslovnih knjiga, sastavljanje, prezentacija, dostavljanje i obelodanjivanje finansijskih izveštaja, kao i uslovi i način vršenja revizije finansijskih izveštaja, obavljaju u skladu sa profesionalnom i internom regulativom. Time se, po prvi put, u našoj državi uvodi transparentan i globalno usaglašen sistem finansijskog izveštavanja.

Iz prethodno napisanog proizlazi da su MRS/MSFI, globalno posmatrano po državama, u znatno većoj meri prihvaćeni u odnosu na američke standarde. Razlog neprihvatanju *US GAAP*-a nalazi se u činjenici da su ***oni proizvod američke računovodstvene profesije*** koja isključuje predstavnike ostalih nacionalnih udruženja računovođa u procesu njihovog objavljivanja. Za razliku od njih, u cilju zaštite različitih nacionalnih interesa i stavova u Odboru za MRS (International Accounting Standards Board – IASB) uspostavljena je opšta geografska zastupljenost različitih regiona (Severna Amerika, Evropa, azijsko-pacifički region i ostali regioni) u procesu donošenja i usaglašavanja MRS. Na ovaj način se obezbeđuje ***transparentnost procesa donošenja MRS***, a time i veća podrška država ovom procesu i primeni MRS/MSFI. U odboru za MRS presudan uticaj imaju predstavnici SAD, odnosno severno-američkog regiona, tako da su MRS pod značajnim anglosaksonskim uticajem.

Naša država sledila je svetski proces usaglašavanja sa MRS/MSFI sa ciljem da uspostavi takav privredno sistemski ambijent koji bi korespondirao uslovima u razvijenim tržišnim privredama. Kada govorimo o profesionalnoj regulativi u Republici Srbiji, najčešće mislimo na Međunarodne računovodstvene standarde/Međunarodne standarde finansijskog izveštavanja, mada je profesionalna regulativa širok pojam, jer pored MRS/MSFI obuhvata još nekoliko elemenata:

- ♦ Kodeks etike za profesionalne računovođe;
- ♦ Međunarodni računovodstveni standardi (MRS)/ Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja (MSFI);
- ♦ Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja za mala i srednja pravna lica;
- ♦ Međunarodni standardi revizije (MSR);
- ♦ nacionalni standard vezan za sticanje profesionalnih zvanja računovođe i revizora i
- ♦ nacionalni standard za računovodstveni softver.

Kodeks etike za profesionalne računovođe (Code of Ethics for Professional Accountants) sadrži osnovne principe koje profesionalne računovođe moraju da uvažavaju prilikom pružanja računovodstvenih usluga. U kodeksu etike obrađeni su sledeći principi:

- ♦ **integritet** – zahtev da profesionalni računovođa bude iskren, čestit i pošten pri pružanju usluga;
- ♦ **objektivnost** – zahtev da profesionalni računovođa bude oslobođen pristrasnosti prilikom pružanja računovodstvenih usluga;
- ♦ **stručna osposobljenost** – zahtev da računovođa raspolaže stručnim znanjima iz oblasti kojom se bavi i da primeni ekspertsku znanja u konkretnim situacijama;
- ♦ **poverljivost** – pružanje računovodstvenih usluga podrazumeva pronicanje u suštinu poslovanja konkretnog privrednog društva, a to znači i korišćenje informacija koje se tretiraju kao poslovna tajna, te se poštovanje i poverljivost smatraju kao deo profesionalnog etičkog ponašanja;
- ♦ **profesionalno ponašanje** – zahtev da se usluge pružaju na način koji odražava uobičajenu i prihvaćenu poslovnu praksu u cilju dobre reputacije profesije i
- ♦ **tehnički standardi** – profesionalne usluge u domenu računovodstva i revizije treba da budu u skladu sa relevantnim tehničkim standardima koje objavljuje Međunarodna federacija računovođa (International Federation of Accountants – IFAC), Odbor za MRS (International Accounting Standards Board -IASB) i druge međunarodne organizacije.

Međunarodni računovodstveni standardi (MRS) / Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja (MSFI), o kojima smo već govorili u uvodu, imaju za cilj unapređenje profesionalne računovodstvene prakse i podizanje nivoa kvaliteta računovodstvenog izveštavanja. MRS/MSFI se definišu kao „dogovorena pravila o pripremanju, priznavanju, vrednovanju i prikazivanju stavki računovodstvenih izveštaja ekonomskog entiteta” (Petrović M., 2002a). Za trideset godina svog postojanja Komitet za MRS (IASC) je doneo preko četrdeset standard.

Osnovni cilj je bio da koordinira aktivnosti na usaglašavanju i smanjivanju razlika u sistemima računovodstvenog izveštavanja u međunarodnom okruženju. Pored donošenja, ali i revizije postojećih standarda, Komitet je radio i na pitanjima njihove efikasne primene u praksi kako bi se obezbedile kvalitetne finansijske informacije, koje će pomoći investitorima na svetskim finansijskim tržištima i ostalim korisnicima prilikom donošenja odluka. Najveći deo aktivnosti odnosi se na uspostavljanje konvergencije nacionanih standarda različitih zemalja i Međunarodnih računovodstvenih standarda. Kvalitet MRS i njihova prihvatljivost u velikom broju država ogleđa se upravo u činjenici da se nastoje uskladiti i zaštititi interesi nacionalnih računovodstvenih organizacija, da se ostvari komunikacija sa njima, da se uvažavaju njihova mišljenja.

Komitet za MRS je bio usmeren na stvaranje kohezije, tj. da sve profesionalne organizacije i njihovi predstavnici rade na istom cilju – **visok kvalitet i međunarodna**

uporedivost računovodstvenih izveštaja. Još jedan od značajnih koraka bila je i reorganizacija Komiteta za MRS koji je prerastao u Odbor za Međunarodne računovodstvene standarde (International Accounting Standards Board, IASB). Odbor je posle 2000. godine kao rezultat svog rada doneo nekoliko Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja - MSFI (MSFI Okvir za pripremanje i prezentaciju finansijskih izveštaja, MSFI 1 - Prva primena MSFI, MSFI 2 - Transakcije plaćanja emisijom sopstvenih akcija, MSFI 3 - Poslovne kombinacije, MSFI 4 - Ugovori o osiguranju i MSFI 5 –Stalna imovina koja se drži za prodaju i prestanak poslovanja). Nakon 2000. godine proces donošenja MSFI se nastavlja i do sada je doneto ukupno 13 MSFI (više o MSFI videti na web stranici: www.iasb.org/).

Proces donošenja računovodstvenih standarda je otvoren proces koji se sastoji od nekoliko koraka: a) u prvoj fazi odbor osniva Savetodavni komitet (*Advisory Committee*), koji rešava sporna pitanja pri izradi standarda, b) objavljuje određeni dokument za javnu raspravu (*Discussion Document*), c) donosi Nacrt standarda (*Exposure Draft*), d) sprovodi test upotrebljivosti standarda (field test), u razvijenim državama i ostalim državama u razvoju, kako bi se ispitale praktične mogućnosti tog standarda i e) donosi konačnu verziju standarda koja se nakon usvajanja šalje svim članovima odbora za MRS na prevođenje i objavljivanje.

Međunarodni standardi revizije (MSR) usvojeni su 1996. godine i imaju za cilj stvaranje osnova za obavljanje obavezne revizije računovodstvenih godišnjih izveštaja za velika i srednja pravna lica, kao i za pravna lica koja vrše reviziju na dobrovoljnoj bazi. Nepostojanje nacionalnih standarda revizije u međunarodnim razmerama, kao i nepostojanje različitosti u okviru revizorskih aktivnosti, dovela je do toga da su se MSR mnogo brže prihvatili u mnogim državama, uključujući i našu još od 1997. godine.

Nacionalni standard vezan za sticanje profesionalnih zvanja računovođa i revizora u Republici Srbiji (JRS 31- Profesionalno osposobljavanje računovođa/ Računovodstveni obrazovni standard ROS 31). ROS 31 usvojila je Skupština Saveza računovođa i revizora Srbije na svojoj sednici održanoj 25.06.2003. i koji se primenjuje od 1.1.2004. godine. Standard je nastao na bazi koncepta obrazovanja profesionalnih računovođa koji je definisala Međunarodna federacija računovođa (*International Federation of Accountants, IFAC*) u svojim Međunarodnim obrazovnim standardima i standardima kontrole kvaliteta.

Ovaj standard predstavlja revidirani JRS 31 –Stručna osposobljenost za samostalno vođenje računovodstva koji je bio donet, davne 1993.godine. U taj standard su inkorporirane smernice IFAC-a i usavršeni su određeni članovi i unapređen njegov tekst. Standard predviđa tri profesionalna zvanja: a) računovođa, b) ovlašćeni računovođa i c) ovlašćeni javni računovođa. Novina ovog standarda je i činjenica što propisuje obaveznu kontinuiranu godišnju edukaciju profesionalnih računovođa. Standardi propisuju zahteve koje kandidati moraju ispunjavati, kao i način polaganja profesionalnog ispita (broj i sadržinu predmeta za svako profesionalno zvanje). Profesionalne isprave koje prate sticanje profesionalnih zvanja nazivaju se sertifikati. Svaki kandidat

potpisuje svečanu izjavu i dobija licencu za obavljanje profesionalne prakse. Licenca se overava svake godine, pošto profesionalni računovođe imaju obavezu kontinuiranog usavršavanja.

Nacionalni standard za računovodstveni softver nazvan **JRS 33 - Računovodstveni softver**, sadrži informacije o projektovanju računovodstvenog softvera za potrebe računovodstvenog informacionog sistema. Ovaj standard je uveo disciplinu i kod korisnika i kod proizvođača softvera.

Koristi od primene međunarodne profesionalne regulative u našoj državi nalaze se u uporedivosti domaćih računovodstvenih izveštaja sa onima koji se sastavljaju u ostalim državama evropskog regiona i šire. Dosledna primena standarda će se odraziti i na zaštitu investitora na nacionalnom tržištu kapitala, jer će oni biti u mogućnosti da primaju najkvalitetnije računovodstvene informacije koje su uporedive sa informacijama privrednih društava iste delatnosti iz različitih država. Kroz smanjenje troškova prevođenja računovodstvenih informacija smanjiće se i cena kapitala, jer će informacije biti pristupačnije za potencijalne investitore. Primena MRS/MSFI obezbediće prodor domaćih privrednih društava na inostrana tržišta kapitala koja zahtevaju da njihovi emitenti primenjuju ovu računovodstvenu osnovu. Na ovaj način se i domaća društva štite od dodatnih troškova prevođenja računovodstvenih informacija jer se informacije o finansijskom položaju i uspešnosti smatraju istinitim i poštenim, ako su pripremljene u skladu sa zahtevima MRS. Primena MRS smanjiće tzv. **sistemski rizik** ulaganja u našu zemlju i stvoriće uslove za privlačenje inostranog kapitala.

Primena profesionalne regulative imaće i brojne pozitivne doprinose na samu računovodstvenu profesiju u našoj državi. Pre svega, doći će do usavršavanja računovodstvene prakse i njezinog približavanja državama sa razvijenim finansijskim tržištima, unaprediće se kultura finansijskog izveštavanja u našoj državi i stvoriće se uslovi za priznavanje nacionalne računovodstvene profesije u međunarodnim razmerama.

2. RAČUNOVODSTVENI PRINCIPI U FUNKCIJI MATERIJALNE ISPRAVNOSTI FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

Savremena računovodstvena teorija bliska idejama anglosaksonskog računovodstva računovodstvene principe bilansiranja deli na:

- ♦ **osnovne principe** finansijskog računovodstva, koji se još nazivaju pretpostavkama i obezbeđuju osnovne uslove za računovodstveno vrednovanje,
- ♦ principe kojima se reguliše **vrednovanje** bilansnih pozicija i
- ♦ principe koji se ponašaju kao **odstupanja** ili ograničenja prethodnih principa.

Anglosaksonsko računovodstvo principe bilansiranja izvodi iz činjenice da **je vrednovanje bilansnih pozicija osnovni cilj računovodstva**. Ovaj cilj nastao je kao rezultat usložnjavanja poslovnih transakcija i nastanka sve kompleksnijih bilansnih pozicija, čiji se proces vrednovanja razlikuje ili odstupa od tradicionalnih računovodstvenih principa (proces vrednovanja složenih merđžera i akvizicija, računovodstvo finansijskih instrumenata, računovodstvo penzionih izdataka i slično).

Pretpostavke finansijskog računovodstva se baziraju na sledećim (osnovnim principima):

1. Princip računovodstvene jedinice,
2. Princip novčanog merila i
3. Princip kontinuiteta privrednog društva (*Going Concern*).

Pet je osnovnih principa kojima se regulišu računovodstvena **vrednovanja (merenja)** i to su sledeći:

1. „Matching” princip,
2. Princip realizacije,
3. Princip istorijskog troška
4. Princip objektivnosti podataka i
5. Princip konzistentnosti.

Principi koji se smatraju **ograničenjima u procesu vrednovanja**:

1. Materijalnost i
2. Konzervatizam (računovodstvena opreznost).

Ukratko ćemo objasniti suštinu principa vrednovanja koji su u neposrednoj funkciji finansijske analize, ne osporavajući važnost i značaj ostalih principa koji neće biti obrađeni jer izlaze iz domena ovog udžbenika.

2.1. „Matching“ princip

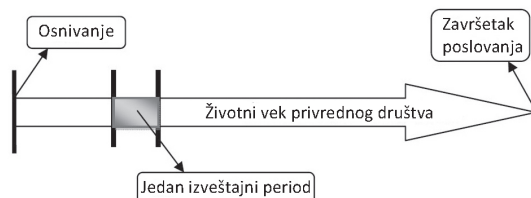
Utvrđivanje uspešnosti poslovanja privrednog društva za njegov čitav životni vek ima malo koristi, zbog toga se životni vek privrednog društva deli na više izveštajnih perioda. Izveštajni period je veštački prekid u poslovanju privrednog društva, kako bi utvrdili koliko je uspešno poslovalo. Izazov je u tome što prihodi i rashodi nastaju tokom celokupnog životnog veka, pa se mora precizno utvrditi kojem izveštajnom periodu pripada koji prihod i rashod.

Princip uzročnosti prihoda i rashoda ili „matching“ princip, kako se u praksi često naziva, ključni je princip kojim se reguliše **vrednovanje bilansnih pozicija**. **„Matching“ predstavlja zahtev za dodeljivanjem rashoda obračunskom periodu kada su nastali njima prouzrokovani prihodi**. To znači da se utrošena sredstva u obračunskom periodu moraju dovesti u vezu ili suprostaviti koristima koje su proizašle iz tih trošenja. Ovaj princip podrazumeva da se svako trošenje (troškovi zarada, troškovi materijala itd.) čini sa namerom da se ostvare koristi, odnosno u računovodstvenom smislu, prihodi. Međutim, koristi mogu priticati u različitim obračunskim periodima, pa se zahtevi „matching-a“ na različite načine izvršavaju.

Ako prihodi nastaju u istom obračunskom periodu kada i troškovi koji su bili nužni da bi se prihod ostvario, tada se ti **troškovi odmah priznaju kao rashodi** u bilansu uspeha.

Ako će koristi (prihodi) od nekih troškova biti ostvareni u više budućih obračunskih perioda, tada **troškove treba prikazati kao sredstva u bilansu stanja** (na primer, oprema, materijal i slično). U budućim periodima, kako se ostvaruju koristi ili prihodi, tako se deo sredstava aktiviranih u bilansu stanja iskazuje kao trošak, tj. prelazi u bilans uspeha, na primer u vidu amortizacije. To znači da su troškovi suprostavljeni prihodima istog perioda, odnosno izvršen je matching. Ovaj proces ima za posledicu **periodičan obračun rezultata**. Bez primene principa matching-a, ne bi bilo moguće obračunati rezultat u računovodstvu. Naime, ovaj princip omogućava da se ostvari pretpostavka o obračunskom periodu i da se efekti nezavršenih poslovnih transakcija (cena koštanja gotovih proizvoda koji su na zalihama i slično) mogu pomoću ovog principa alocirati na one periode kada su nastali njima prouzrokovani prihodi.

Prikaz 28. Razgraničenje poslovanja (prihoda i rashoda) privrednog društva



2.2. Princip realizacije

Princip realizacije je logičan nastavak objašnjenja „*matching*” principa. Naime, iz prethodne ilustracije, primećujemo da je ključna pretpostavka *matching-a*, da se utvrdi u kojem obračunskom periodu će priticati koristi, odnosno ***kada se prihod smatra ostvarenim (realizovanim)***. Tek pošto se utvrdi momenat ostvarivanja ili realizacije prihoda, moguće je sprovesti zahteve *matching-a*, odnosno tek tada se prihodima u bilansu uspeha suprostavljaju odgovarajući troškovi. Princip realizacije predstavlja bazu za rešavanje ***problema obračuna i iskazivanja rezultata (dobitka ili gubitka)***. Ako se ponovo vratimo na prethodnu ilustraciju, možemo videti da princip *matchinga* i princip realizacije, predstavljaju uslove za priznavanje prihoda i rashoda, odnosno za iskazivanje njihove razlike (rezultata-dobitka ili gubitka).

Ukupan vremenski period od početka nabavke faktora proizvodnje do prodaje proizvedenih proizvoda i prijema novca naziva se proces realizacije, dok se sam trenutak razmene proizvoda i usluga za određenu sumu novca ili potraživanje naziva ***trenutkom realizacije***.

Proces prodaje proizvoda kupcima sastoji se od dva dela: a) izlaz proizvedenih gotovih proizvoda (smanjenje gotovih proizvoda i povećanje rashoda) i b) nastanak prava na protivčinidbu tj. naplatu gotovine (povećanje potraživanja ili gotovine, nastanak prihoda). Dakle, u procesu realizacije nastaju prihodi i rashodi, odnosno nastaje jedna razlika koja se može nazvati dobitkom ili gubitkom. Zbog toga se ceo ovaj proces naziva još i ***proces zarađivanja (Earnings Process)*** (Pratt, 2003).

U ovom procesu bitno je utvrditi vremenski momenat kada se prizna prihod. Shodno principu realizacije ***prihod treba priznati*** onda kada se mogu zadovoljiti sledeća ***četiri kriterijuma***(IASB, 2009):

- ♦ privredno društvo je prenelo na kupca sve značajne ***rizike*** vezane za proizvod,
- ♦ ***iznos prihoda*** se može objektivno meriti,
- ♦ značajni ***troškovi*** povezani sa prihodima su ostvareni i mogu se ispravno izmeriti i
- ♦ pritanje ekonomskih koristi (***naplata potraživanja***) povezano sa ostvarenim prihodima se može razumno predvideti.

Postoji nekoliko metoda za vrednovanje prihoda o kojima će biti više reči u kasnijim poglavljima, ali mi ćemo ovde spomenuti onaj metod koji se najčešće primenjuje u praksi. To je metod priznavanja prihoda na bazi ***fakturisane realizacije***. Naime, momenat kada je proizvod završen, isporučen i prihvaćen od kupca (ispostavljena je izlazna faktura kupcu) tada ***se prihod smatra zarađenim (realizovanim)***. Dakle, uopšteno govoreći, prihod u računovodstvu smatramo priznatim onda kada je on tržišno verifikovan kroz transakciju isporuke proizvoda i njegovog prihvatanja od strane kupca. U tom momentu, stekli su se uslovi za priznavanje prihoda, budući da su sva četiri kriterijuma zadovoljena. Naravno, u praksi postoje i izuzeci od ovog pravila (momenta

priznavanja prihoda u fazi proizvodnje proizvoda i momenat priznavanja prihoda u fazi naplate prodatih učinaka).

2.3. Princip istorijskih troškova

Princip istorijskih troškova predstavlja zahtev da se sredstva privrednih društava iskazuju i vode u visini **novčanog ulaganja učinjenog u momentu njihove nabavke ili sticanja na drugi način**. U skladu sa ovim proizlazi da sva imovina koja se nabavlja na tržištu, kao što su materijal, roba, nekretnine, postrojenja i oprema vrednuje se u visini istorijskih troškova, dakle onih troškova (ulaganja) koji su učinjeni u momentu nabavke ovih sredstava. S obzirom na to da se termin troškovi koristi da bi se definisala jedna od komponenti poslovnih rashoda u bilansu uspeha, radi razlikovanja, novčano ulaganje u imovinu nazivaćemo **nabavna vrednost imovine**. Razlog leži u principu matchinga koji pretpostavlja da se u praksi mogu javiti dve vrste troškova. Troškovi koji su nastali u vezi sa tekućim prihodom i koji ulaze direktno u bilans uspeha tekućeg perioda, od onih troškova (ulaganja) koji će doprineti prihodima u budućem periodu, pa ih treba aktivirati.

Ove poslednje troškove nazivamo nabavna vrednost (troškovi nabavke) i oni se iskazuju na pozicijama aktive bilansa stanja. Ova sredstva u aktivi čekaju momenat kada će se potrošiti u procesu proizvodnje i kada njihove nabavne vrednosti u celini ili delimično iskazujemo kao troškove u u bilansu uspeha. Pored imovine koja je predmet nabavki na eksternom tržištu, zahtev principa istorijskih troškova odnosi se i na **proizvedene učinke**. Imovina koja je rezultat proizvodnje – nedovršena proizvodnja i gotovi proizvodi, vrednuje se u visini ulaganja (troškova) neophodnih za proizvodnju. Ukupnost svih troškova proizvodnje po jedinici proizvoda naziva se **cena koštanja**. Gotovi proizvodi ostaju vrednovani po ceni koštanja do momenta njihove prodaje. U momentu prodaje treba smanjiti zalihe gotovih proizvoda po ceni koštanja i evidentirati rashode nastale prodajom gotovih proizvoda.

2.4. Princip objektivnosti podataka u računovodstvu

Finansijsko računovodstvo ima za cilj da prosledi korisnicima informacije o finansijskom položaju i uspešnosti privrednog društva. U ispunjenju ovog cilja, računovodstveni izveštaji posredstvom kojih se informacije prikazuju korisnicima, moraju sadržati informacije o vrednostima imovine, obaveza, kapitala, prihoda i rashoda.

Princip objektivnosti predstavlja zahtev da se u procesu računovodstvenih vrednovanja (merenja) koriste takve informacije koje će biti potvrdive i pouzdane. To znači da se vrednovanja imovine, obaveza, kapitala, prihoda i rashoda moraju zasnivati na objek-

tivno utvrdim činjenicama koje su **potkrepljene dokumentima**. Pored toga, princip objektivnosti zahteva da informacije koje se odnose na finansijske izveštaje budu **pouzđane**. Primena nabavnih vrednosti i cene koštanja predstavlja ispunjenost principa objektivnosti. Argument u korist nabavnih vrednosti i cene koštanja kod vrednovanja sredstava, a ne neke druge merne osnovice (troškovi zamene, sadašnje vrednosti, tekuće tržišne cene i slično), računovodstvena teorija nalazi u činjenici njihove objektivnosti. Naime, ove vrednosti su **objektivne, dokumentovane i pouzdane** činjenice čijim korišćenjem je izbegnuta mogućnost arbitrarnosti kod procene vrednosti imovinskih delova.

Kao merne osnovice u računovodstvu se pod određenim uslovima mogu koristiti i sadašnje vrednosti, kao i tržišne cene. Sadašnja vrednost se definiše kao vrednost imovine koju bi ona imala danas i koja reflektuje dve karakteristike: a) očekivani novčani tok koji će imovina odbaciti u budućnosti i b) vremensku vrednost novca.

Kod obračuna sadašnje vrednosti javlja se problem da sadašnja vrednost uključuje procenu kamatne stope i novčanih tokova, koju je u nekim slučajevima veoma teško dokumentovati, tako da je ova vrednost, po definiciji, povezana sa mogućim manipulacijama. S obzirom na prethodno napisano, utvrđivanje sadašnjih vrednosti praktično predstavlja narušavanje principa objektivnosti. Obračun primenom sadašnjih vrednosti se u računovodstvu primenjuje samo onda kada je budući novčani tok moguće objektivno izmeriti (npr. obaveze za obveznice, hipotekarne založnice, obaveze po osnovu lizinga, penzione obaveze i sl.).

Tržišne cene (**fer vrednosti**) poslednjih godina favorizuju se od strane nekih praktičara (finansijski analitičari, uprava) kao objektivna merila vrednosti. U određenim uslovima, javlja se situacija da su tržišne cene neke imovine objektivnije nego sadašnje vrednosti. Tako na primer, kotirane tržišne cene akcija privrednog društva na *New York Stock Exchange* (NYSE) smatraju se objektivnim i potvrdim činjenicama. Međutim, primena ovih vrednosti dozvoljava se samo za određene vrste aktive, pre svega određenih finansijskih instrumenata. U svim drugim događajima, imovina se procenjuje shodno principu nabavne vrednosti ili cene koštanja. Dakle, primena sadašnje vrednosti i tržišnih cena predstavlja odstupanje od principa nabavne vrednosti, a to odstupanje je dopustivo samo onda kada su zadovoljeni zahtevi principa objektivnosti.

2.5. Princip konzistentnosti

Računovodstvena praksa razvila je više alternativnih metoda za vrednovanje istih bilansnih pozicija – aktive, pasive, prihoda i rashoda. Ovakav varijetet metoda postoji zbog dva razloga: a) niti jedan metod nije dovoljno uopšten da bi se mogao primeniti u svim preduzećima, zbog razlike u prirodi delatnosti i b) računovodstvena praksa, pogotovo onaj deo koji je kao najbolja praksa kodifikovan u okviru računovodstvenih standarda,

nastaje kao deo političkog procesa (lobiranja) u kojima zainteresovane strane (pravna lica) koje se suočavaju sa različitim situacijama nastoje da nametnu svoju metodu bilansiranja kao opšte prihvatljivu za sve privredne subjekte.

General Motors je promenio metodu bilansiranja zaliha. Ova promena je naglašena u napomenama i revizorskom izveštaju. Promena u metodi je dovela do porasta neto dobitka za 224 miliona dolara i taj iznos je prikazan kao poseban segment bilansa uspeha (Pratt, 2003).

Princip **konzistentnosti** postoji kao zahtev da se u varijetetu metoda bilansiranja koje postoje u praksi ili koje su standardizovane, izabere jedna metoda i da se ta metoda konzistentno (stalno) primenjuje iz jednog obračunskog perioda do drugog. Osnovno opravdanje za postojanje ovog principa je u tome što investitori, kreditori i ostali korisnici mogu da upoređuju finansijske performanse istih društava tokom različitih perioda, jedino kada su oni konzistentno primenjivali odabranu metodu. Uporedivost finansijskih izveštaja je kritičan faktor za efikasnu finansijsku analizu privrednog društva i njegovih performansi.

Posledica ovog principa se ogleda u činjenici da ako društvo ne menja jednom odabranu metodu duži vremenski period, autsajderi mogu lakše, kroz finansijsku analizu da utvrde u kojem pravcu se kretao razvoj finansijskog položaja i uspešnosti. Iako je konzistentnost potreban i nužan zahtev, to ne znači da uprava nikada neće promeniti metodu vrednovanja. U uslovima turbulentnog poslovnog okruženja javlja se potreba da se metode bilansiranja promene kako bi nova metoda što bolje prikazala vrednost imovine u skladu sa istinitim i poštenim izveštavanjem (*True and Fair View*).

Naravno, promene metoda bilansiranja moraju biti unete u napomene. Pored toga, zahteva se da se u napomenama iskaže (kvantifikuje) način na koji je promena metode uticala na rezultat i druge komponente finansijskih izveštaja. Promenom metoda može se uticati na poboljšanje finansijskog položaja ili uspešnosti, tako da verifikaciju prihvatljivosti izvršene promene metode mora dati nezavisni revizor.

2.6. Konzervativizam (opreznost)

Princip opreznosti, kako se veoma često naziva u nemačkoj računovodstvenoj literaturi, predstavlja odstupanje od postojećih pravila procenjivanja računovodstvenih izveštaja. Kao i materijalnost, konzervativizam je posledica zahteva računovodstvenih praktičara da se odnos troškovi/koristi računovodstvenog izveštavanja svede na prihvatljivu meru. Ovaj princip predstavlja zahtev uprave privrednog društva, da kada ima „razumnu sumnju vezanu za vrednovanje neke stavke, bolje je da podceni aktivu i preceni pasivu, ubrza priznavanje gubitaka i da odloži priznavanje dobitaka”. Ovaj princip ne podrazumeva namerno podcenjivanje bilansa, već taj zahtev ograničava samo na one situacije kada se javi razumna sumnja u računovodstvenim merenjima. U osnovi ovog principa leži zaštita poverilaca. **Oprezno ili konzervativno merenje bilansnih pozicija**

ne dovodi do precenjene garantne supstance (sopstveni kapital), tako da se poverioci ne dovode u zabludu.

Pomenuto podcenjivanje aktive i precenjivanje pasive vodi opreznom obračunu sopstvenog kapitala koji je valjana podloga za procenu sigurnosti vraćanja kredita, otplate obaveza za obveznice i dr. što je ključni interes poverilaca (na primer banaka). Princip konzervativizma u načelu se podudara sa zahtevima principa realizacije, impariteta, najviše i najniže vrednosti (Ranković, 2003).

Princip realizacije određuje momenat priznavanja prihoda i o njemu smo već raspravljali. Prema ovom principu prihod se priznaje samo onda kada je tržišno verifikovan kroz prodaju i isporuku (fakturisanje) gotovih proizvoda ili izvršene usluge kupcima. Ovaj princip u načelu ne dozvoljava iskazivanje nerealizovanih prihoda, dakle onih koji nisu tržišno potvrđeni. On se dopunjava principom impariteta.

Princip impariteta omogućava iskazivanje gubitaka kada su oni izvesni, a istovremeno zabranjuje iskazivanje dobitaka koji nisu zarađeni (realizovani). **Princip najniže vrednosti** za pozicije aktive proističe iz principa impariteta. Zadatak ovog principa je da utvrdi gornju granicu bilansiranja sredstava (aktive). Gornja granica je nabavna vrednost ili cena koštanja (zahtev istorijskog troška), osim ako imovina nema nižu tržišnu vrednost od pomenute. U tom slučaju se primenjuje princip „niža od dve vrednosti” (*Lower of Cost-or-market Rule, LCM*) kao osnova bilansiranja.

Princip najviše vrednosti odnosi se na bilansiranje pozicija pasive. U tom smislu određuje se najviša vrednost po kojoj se obaveze mogu uneti u bilans stanja. Ta vrednost proizlazi iz upoređivanja prvobitne ugovorene obaveze i njezine vrednosti na dan bilansa. „Viša od ove dve vrednosti” predstavlja granicu za procenjivanje obaveza.

U suštini principa računovodstvenog konzervativizma nalazi se potreba da se ne pruži preterano optimistična slika koja korisnika ili analitičara izveštaja može navesti na pogrešne procene, a time i na pogrešne poslovne odluke. Načelno govoreći, uvek kada **postoji odsustvo preciznih računskih podloga u vrednovanju imovine i obaveza**, interesi zaštite poverilaca nalažu primenu principa konzervativizma.

Zadatak finansijskog analitičara je da poznaje sadržinu svih pomenutih principa računovodstvenog vrednovanja, jer se u njima nalaze potencijalne opasnosti za distorziju finansijskih izveštaja, a time i potencijalne opasnosti za finansijsku analizu. Osnovni izvori distorzije finansijskih izveštaja su sledeći:

Zašto finansijski analitičari moraju poznavati računovodstvene principe?
--

- ♦ manipulacija sa dobitkom (*Earnings Management*),
- ♦ profesionalne procene menadžmenta (*Professional Judgement*),
- ♦ visoki zahtevi za relevantnošću informacija pri čemu se gubi pouzdanost i
- ♦ računovodstveni standardi (korišćenje dozvoljenih računovodstvenih politika dovodi do nemogućnosti poređenja finansijskih izveštaja različitih privrednih društava).

Tri su osnovne strategije manipulacija sa dobitkom (*Earnings Management*): premetanje prihoda i rashoda iz perioda u period (promene u visini dobitka), veliko kupanje (*Big Bath*) koje podrazumeva izu-

LIFO metoda je dozvoljena za primenu prema američkim US GAAP standardima, ali ne i prema MRS/MSFI.

zetno visoke otpise vrednosti imovine u određenim periodima radi umanjenja dobitka i stvaranja skrivenih rezervi za buduće periode, peglanje dobitka (*Income Smoothing*), povećanje ili smanjenje dobitka u cilju ujednačavanja (stabilnost) njegovog iznosa iz perioda u period.

Kada govorimo o profesionalnim procenama uprave kao izvoru distorzija, tada je reč zapravo o promenama visine rezidualne vrednosti kod otpisa stalnih sredstava, promeni veka trajanja stalnih sredstava i slično. Zahtevi za relevantnošću informacija bili su pogubni za *Enron* privredno društvo. Insistiranje na informacijama o fer vrednosti finansijskih instrumenata koje su se smatrale relevantnim, omogućilo je da *Enron* da informacije koje nisu odražavale fer vrednost, već pogrešne procene uprave koje su se zasnivale na svesnoj obmani investitora.

Finansijski analitičari smatraju da potencijalnoj distorziji računovodstvenih izveštaja doprinose i sami računovodstveni standardi pogotovo onda kada je u njima dozvoljena primena osnovnog i alternativnog postupka vrednovanja određene bilansne pozicije. Ovo čini finansijske izveštaje neuporedivim između privrednih društava koja primenjuju različite metode vrednovanja (FIFO vs. LIFO, metoda linearne vs. metoda degresivne amortizacije i slično).

Shodno prethodno pomenutom, u državama sa razvijenim finansijskim tržištem, analitičari, u analizi finansijskih izveštaja insistiraju na sledećim fazama:

Prilagoditi / izmeniti neke od informacija u finansijskim izveštajima za koje se sumnja da odražavaju ekonomsku realnost,

Procena kvaliteta dobitka :

- ♦ identifikuj računovodstvene politike,
- ♦ identifikuj fleksibilnost u primeni tih politika,
- ♦ utvrdi računovodstvenu strategiju (opreznost, optimizam, neutralna strategija) i
- ♦ identifikuj crevene zastavice (moguća mesta distorzije računovodstvenih informacija).

2.7. Računovodstvene politike kao ishodište primene MRS/MSFI u funkciji materijalne ispravnosti finansijskih izveštaja

Bilans stanja i bilans uspeha su osnovni finansijski izveštaji. Od podataka u tim izveštajima zavisice ocena finansijskog položaja i uspešnosti poslovanja privrednog društva. Finansijski izveštaji su konačni proizvod računovodstvenog sistema informisanja i u njihovu pripremu bile su uključene različite metode i postupci koji imaju različit uticaj na iskazane vrednosti u finansijskim izveštajima. ***Upravo je izbor tih metoda i postupaka domen delovanja računovodstvenih politika.***

Pitanje izbora računovodstvenih politika je pitanje materijalnog sadržaja finansijskih izveštaja. Računovodstvene politike prema MRS 1 se definišu kao „načela, osnovne konvencije, pravila i postupci koje je uprava usvojila prilikom sastavljanja i prezentiranja finansijskih izveštaja.” Ciljevi koji se žele postići računovodstvenim politikama mogu biti različiti, ali su uglavnom vezani za uticaj na finansijski rezultat i finansijski položaj privrednog društva.

Koliki će uticaj izabrane računovodstvene politike biti na finansijske izveštaje zavisi od nekoliko faktora (Žager & Žager, 1999):

- ♦ udela određene pozicije u ukupnoj strukturi imovine, obaveza, prihoda ili rashoda;
- ♦ osnovnih obeležja izabrane metode;
- ♦ posmatranog vremenskog razdoblja i
- ♦ ostalih uticaja.

Različite računovodstvene politike oblikuju finansijski i prinosni položaj, ali nemaju identičan uticaj na sva privredna društva. Ovo zavisi od delatnosti u kojoj društvo posluje, veličine bilansne stavke na koju se primenjuje računovodstvena politika i slično. Tako, odabrana politika amortizacije stalnih sredstava (na primer, linerana metoda amortizacije vs. degresivna amortizacija) ima značajan uticaj na kapitalno intenzivna društva, dok nema uticaja na privredna društva iz tercijarnog sektora za koja je poznato da u strukturi imovine imaju manje učešće stalnih sredstava.

Uticaj računovodstvenih politika na bilans stanja i bilans uspeha zavisi i od prirode izabrane politike. Tako, odabir linearne amortizacije ima ravnomerniji uticaj na bilans uspeha (rezultat poslovanja), dok odabir degresivne metode ima neravnomeran uticaj na rezultat (rezultat je niži u prvim godinama, a viši u narednim godinama). Vremensko razdoblje može biti kratak ili dugi rok. Uglavnom, računovodstvene politike se posmatraju sa kratkoročnog aspekta, gde je njihov uticaj ograničen samo na jednu poslovnu godinu, dok se dugoročno razdoblje odnosi na period kada će sva sredstva biti utrošena (na primer, dok ne istekne vek trajanja, što može biti deset i više godina ili dok se zalihe materijala, robe ne potroše ili prodaju, što je rok kraći od godine dana).

Iako se računovodstvene politike moraju konzistentno upotrebljavati (princip konzistentnosti), to ne znači da je odabrana politika nepromenljiva. Privredna društva biraju računovodstvene politike na način da vrše odabir onih postupaka i metoda koje će u datim uslovima **najrealnije prikazati finansijski položaj i uspešnost** poslovanja, a promena računovodstvene politike je obavezna, uvek kada nova politika doprinosi boljem sagledavanju finansijskog položaja i uspešnosti.

Područja primene računovodstvenih politika mogu biti veoma različita, a u okviru ovog rada, promenu politike razmatraćemo na pitanjima priznavanja i vrednovanja stalnih i obrtnih sredstava, obaveza, rezervisanja i sopstvenog kapitala. O svakoj od ovih politika više ćemo govoriti u nastavku izlaganja.

3. KREATIVNO RAČUNOVODSTVO, KRIMINALNE RADNJE I FORENZIČKO RAČUNOVODSTVO¹⁷

Imajući u vidu da je pouzdanje koje finansijski analitičar mora imati u verodostojnost finansijskih izveštaja od velikog značaja, veoma je važno ukazati da lica koja sastavljaju finansijske izveštaje mogu imati različite namere i ciljeve koje žele da ostvare koristeći finansijske izveštaje kao instrumente.

3.1. Kreativno računovodstvo

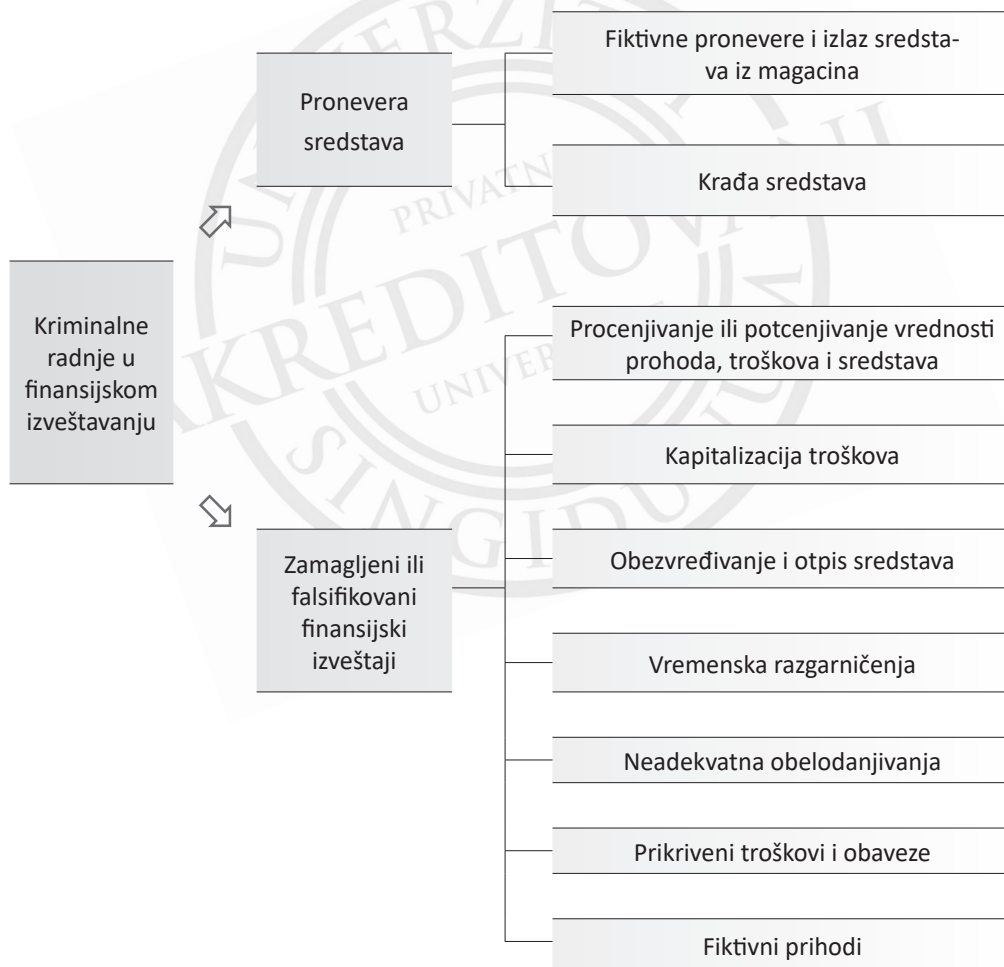
Prilikom analize finansijskih izveštaja, važno je da analitičar bude skeptičan prema tačnosti informacija koje su prikazane u njima. U postupku analize, analitičar može u nedostatku drugih informacija dati veći značaj informacijama koje je samostalno proizveo, imajući u vidu da može proveriti tačnost izvedenog postupka. Međutim, analitičar ne sme zanemariti mogućnost da je osnova analize (finansijski izveštaj) pogrešno prikazana ili netačna. Analitičar bi morao biti **skeptičan** i na granici nepoverenja pri analizi finansijskih izveštaja. Razumljivo je da privredno društvo, čije finansijske izveštaje analitičar analizira, koristi finansijske izveštaje kao sredstvo reklame, kako bi prikupilo jeftin kapital ili obezbedilo buduće transakcije.

Kreativno računovodstvo je proces u kojem računovođe koriste knjigovodstveno znanje iz oblasti računovodstvenih standarda i principa kako bi izmanipulisali bilansne pozicije i njihove vrednosti koje su prikazane u finansijskim izveštajima.

17 Zahvaljujemo se kolegici Nadi Arežini na korisnim savetima i sugestijama u vezi pisanja ovog dela udžbenika.

Razdvajanje funkcije upravljanja od funkcije vlasništva u privrednim društvima dalo je finansijskom izveštavanju dodatno na značaju. Uprava privrednog društva sastavljanjem finansijskih izveštaja polaže račune vlasnicima privrednog društva, koji na taj način ocenjuju rad uprave. Stoga, uprava prilikom sastavljanja finansijskih izveštaja može imati motive da prikaže kvalitet poslovanja privrednog društva drugačije nego što je to bilo u stvarnosti. Uprava može imati interesa da prikaže lošiji rezultat poslovanja, zbog ušteda na porezu ili bolji rezultat od ostvarenog, radi ostvarivanja bonusa. Vrednovanje imovine po vrednosti većoj od realne, može imati za rezultat neosnovano odobravanje kredita od strane finansijske institucije tom privrednom društvu.

Prikaz 29. Vrste kriminalnih radnji u finansijskom izveštavanju



Izvor: prilagođeno iz (Wells, Corporate Fraud Handbook, 2011)

Jedan od načina na koji uprava može ostvariti pomenute ciljeve jeste upotreba kreativnog računovodstva. Ovaj termin ima uglavnom negativno značenje: „peglanje“ poreza, „štelovanje“ dobitka, „kozmetičko“ računovodstvo i finansijsko inženjerstvo. Međutim, važno je ukazati da kreativno računovodstvo ne podrazumeva automatski kršenje zakonskih i profesionalnih propisa, pa se može reći da postoji „belo“ i „crno“ kreativno računovodstvo. Protivzakonito kreativno računovodstvo prerasta u kriminalnu radnju, koje može imati veoma negativne posledice, pa se zbog toga najviše njemu i posvećuje pažnja.

Privredna društva teže ka što ravnomernijem prikazivanju visine rezultata obračunskog perioda, pokušavajući da izbegnu značajna odstupanja i devijacije od očekivanog ili uobičajenog iznosa finansijskog rezultata. Ovo se može postići takozvanim **peglanjem rezultata**. Naime, u godinama kada je finansijski rezultat niži od očekivanog, privredno društvo može troškove pribavljanja sredstava i naknadne troškove vezane za održavanje sredstava što je moguće više kapitalizovati. Time se povećava vrednost zaliha koje nisu prodane i odlažu se troškovi za neki budući period kada će zalihe biti realizovane. Takođe, prilikom procene vrednosti sredstava za koje se koristi model revalorizacije, privredni subjekt može odabrati više vrednosti od nekoliko ponuđenih. Izborom povoljnije (više ili niže) sa aspekta rezultata, stvaraju se **latentne rezerve** koje

Kojem privrednom društvu bi pozajmili novac?

Neto rezultat u milionima RSD	2010	2011	2012	2013
Privredno društvo X	3	2,5	2,7	2,3
Privredno društvo Y	7	-1,8	6,5	-1,2

Privredna društva koja su prikazala pogrešne informacije u finansijskim izveštajima prema delatnosti

Delatnost	Broj privrednih društava u procentima
Poljoprivreda	0,2
Rudarstvo i izgradnja	2,7
Prehrambena i duvanska industrija	2,5
Tekstilna industrija	2,5
Drvena industrija i nameštaj	2,2
Hemijska industrija	2,2
Prerađivačka industrija	1
Proizvodnja stalnih sredstava	19,4
Informatička industrija	20,4
Saobraćaj	4,7
Komunalije	1,6
Trgovina	12,9
Uslužna delatnost	12,7
Banke i osiguravajuća privredna društva	12
Farmaceutska delatnost	3,1
Ukupno	100

Izvor: (Dechow, Ge, Larson, & Sloan, 2011)

se mogu iskoristiti u tekućoj ili narednim godinama. Ovaj metod kreativnog računovodstva se naročito koristi kod otvorenih akcionarskih društava jer omogućava manji uticaj objavljenog finansijskog rezultata na visinu cene akcija kotiranog privrednog društva. Poznato je da objavljivanje negativnog finansijskog rezultata ili znatno nižeg u prethodnom obračunskom periodu, utiče negativno na kretanje cene akcija privrednog društva u tekućem periodu. Takođe, ovaj metod kreativnog računovodstva je naročito odgovarajući ukoliko lica ovlašćena za upravljanje privrednog društva smatraju da bi objavljivanje finansijskog rezultata višeg od prosečnog moglo uticati na skupštinu akcionara da ostvareni dobitak raspodeli vlasnicima kapitala u vidu dividendi (Knežević, Mizdraković, & Arežina, 2012).

Često se pred lica ovlašćena za upravljanje privrednog subjekta postavlja zahtev da ostvareni finansijski rezultat ne odstupa značajno od planiranog, čime rukovodstvo demonstrira svoju sposobnost upravljanja i kontrolisanja finansijskog rezultata.

┌ — — — — ┐
Cilj kreativnog računovodstva
je pribavljanje jeftinog kapitala
(Fridson & Alvarez, 2002).
└ — — — — ┘

Kreativno računovodstvo u ovom slučaju se može pojaviti kao primena dozvoljenih metoda u manipulisanju priznavanja realizovanih prihoda i rashoda u datom obračunskom periodu. Naime, računovodstveni principi zahtevaju dodeljivanje tokova rentabiliteta obračunskim periodima u kojima su realizovani, što je često u suprotnosti sa očekivanjima koje rukovodstvo i vlasnici privrednog subjekta mogu imati u vezi rezultata određenog projekta ili investicije. U tabeli su prikazani rezultati istraživanja sprovedeni u SAD-u koji pokazuju u kojim delatnostima privredna društva najviše sastavljaju netačne finansijske izveštaje, bez obzira da li je u pitanju računovodstvena greška ili kriminalna radnja.

Međutim, tanka je linija između korišćenja ove metode kreativnog računovodstva i radnje koja se prema Međunarodnim standardima revizije definiše kao **kriminalna radnja**: „Je nameran čin koji izvrši jedno ili više lica, koja su na rukovodećim položajima u klijentu revizije, odgovorna za upravljanje klijentom revizije, zaposlena u klijentu revizije ili treća lica, uključujući i obmanjivanje, u cilju sticanja nepravedne ili protivzakonite koristi“ (Petrović Z., 2010). Nedoovoljeno manipulisanje priznavanjem tokova rentabiliteta jedna je od najčešćih kriminalnih radnji u istoriji računovodstva. Navodimo primer *Enron*-a koji je na ovaj način nezakonito prikazao prihode od prodaje u iznosu preko 100 milijardi dolara (Thibodeau & Frier, 2011). Zatim, privredno društvo *WorldCom* je pogrešno priznalo prihode od prodaje u finansijskim izveštajima u iznosu preko 958 miliona dolara (Thibodeau & Frier, 2011). U tabeli koja sledi prikazali smo najveća privredna društva koja su primenjivala nedovoljeno kreativno računovodstvo i metode koje su koristili.

Tabela 12. Privredna društva najpoznatiji korisnici nedozvoljenog kreativnog računovodstva

Privredno društvo	Metode kreativnog računovodstva
Enron (SAD)	Pogrešno priznavanje prihoda, smanjenje vrednosti obaveza, zloupotreba metode fer vrednosti, pogrešno vrednovanje nematerijalnih ulaganja, zloupotrebe u osnivanju specijalnih vrsta pravnih lica, pogrešno obelodanjivanje zavisnih pravnih lica. Ukupna vrednost prevare kroz finansijsko izveštavanje je procenjena na preko 7 milijardi dolara.
WorldCom (SAD)	Pogrešna kapitalizacija troškova, pogrešno priznavanje prihoda i nedozvoljeno pozajmljivanje novca upravi privrednog društva. Ukupna vrednost prevare kroz finansijsko izveštavanje 3,8 milijardi dolara.
Ahold (Holandija)	Pogrešno priznavanje finansijskog rezultata u zavisnom pravnom licu u SAD za 0,5 milijardi dolara. Potcenjivanje vrednosti obaveza.
Xerox (SAD)	Precenjivanje vrednosti prihoda za 1,4 milijarde dolara.
Global Crossing (SAD)	Istovremena prodaja i otkup istog sredstva privrednom društvu Qwest.
Tyco (Bermuda)	Utaja poreza, preuranjeno priznavanje prihoda za oko 1 milijardu dolara i potcenjivanje vrednosti sredstava. Procenjena vrednost prevare 6 milijardi dolara.
General Electric (SAD)	Pogrešna kapitalizacija troškova i uključivanje troškova perioda u cenu koštanja proizvoda.
SK Global (Južna Koreja)	Precenjivanje vrednosti prihoda za 1,2 milijarde dolara.

Izvori: prilagođeno iz (Amor & Warner, 2003), (Starkman, 2005), (Gherai & Balaciu, 2011)

3.2. Kriminalne radnje i forenzičko računovodstvo

Kriminalne radnje u opštem savremenom smislu podrazumevaju nepoštenje u formi namerne obmane ili namernog lažnog predstavljanja materijalnih činjenica (Singleton & Singleton, 2010). Kako bi se bolje razumeo pojam kriminalnih radnji iste se mogu podeliti na dve osnovne kategorije (Petković, 2010):

Malverzacije ili prevare predstavljaju bilo koju kriminalnu radnju izvršenu zarad sticanja koristi koja upotrebljava obmanu kao osnovni čin izvršenja (Wells, Corporate Fraud Handbook, 2004).

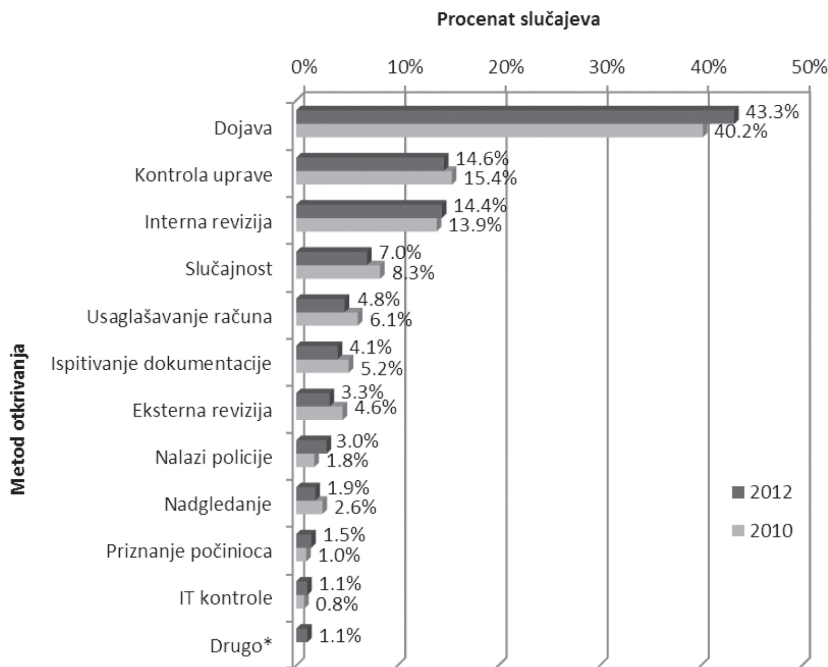
- ♦ Malverzacije ili prevare i
- ♦ Kriminalne radnje u finansijskim izveštajima- kriminal belog okovratnika.

Međunarodni standardi revizije definišu **kriminalnu radnju** u finansijskim izveštajima kao nameran čin koji izvrši jedno ili više lica koji su na rukovodećim položajima, odgovorna za upravljanje, zaposlena ili treća lica, uključujući obmanjivanje, u cilju sticanja nepravedne ili protivzakonite koristi (Petrović Z., 2010).

Udruženje ovlašćenih ispitivača kriminalnih radnji (*The Association of Certified Fraud Examiners - ACFE*) kao najveća međunarodna organizacija sa preko 65.000 članova širom sveta, obavlja različita istraživanja koja se odnose na sve vidove kriminalnih radnji u finansijskom izveštavanju. U svom globalnom izveštaju (*2012 Report to the Nations*) koje je uključilo 94 države, a obuhvatilo je period od januara 2010. do decembra 2011. godine, navodi da učesnici procenjuju da prosečno pravno lice izgubi 5% svojih prihoda svake godine. Ukoliko bismo ovu procenu primenili na bruto svetski proizvod, potencijalni svetski gubitak zbog prevare bi iznosio 3.500 milijardi američkih dolara. U pomenutom izveštaju se navodi da je medijana vremenskog perioda otkrivanja kriminalnih radnji (koje su bile poznate udruženju) 18 meseci, a da je medijana gubitaka zbog kriminalnih radnji bila \$140.000.

Najčešći metod otkrivanja kriminalnih radnji su dojave, zatim pregledi uprave, interna revizija i slučajni metod dok se eksterna nezavisna revizija nalazi tek na 7. mestu sa učestćem od samo 3,3% u 2012. i 4,6% u 2010. godini u otkrivanju prevara. Najčešće dojave dolazile su od strane zaposlenih u privrednim društvima koje su bile žrtve prevara. U 81% slučajeva, počinioци prevara su pokazali neku od *crvenih zastavica*: standard života daleko iznad svojih mogućnosti, finansijske poteškoće, neuobičajeno blizak odnos sa dobavljačima i kupcima i kontrole čije funkcionisanje ima suviše dobre rezultate, bili su najčešći znaci upozorenja koji su ukazivali na postojanje počinjenih prevara (više informacija na: <http://www.acfe.com/rtnn-highlights.aspx>).

Grafik 4. Prikaz najčešćih metoda otkrivanja kriminalnih radnji (2012 Report to the Nations, 2010)



* Ova stavka nije bila uključena u izveštaj 2010. god.

Prethodno pomenuti skandali kao i porast složenosti samog poslovanja, razvoja informacionih tehnologija i tržišta kapitala uslovili su potrebu za posebnom disciplinom koja se bavi sveobuhvatnim istraživanjem kriminalnih radnji – **forenzičkim računovodstvom**.

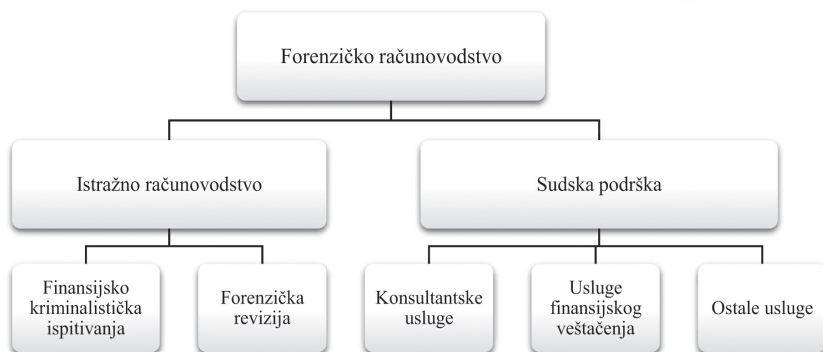
U računovodstvenoj literaturi ne postoji jedinstvena definicija forenzičkog računovodstva. Od brojnih definicija koje se mogu pronaći, najprihvatljivija je, prema ACFE – Asocijaciji ispitivača kriminalnih radnji i prevara: forenzičko računovodstvo predstavlja korišćenje računovodstvenih veština u potencijalnim ili stvarnim građanskim ili krivičnim sporovima, uključujući ali ne ograničavajući se na računovodstvene i standarde revizije; utvrđujući umanjena prikazane dobiti, prihoda, imovine ili štete; procene internih kontrola, prevare i sve drugo što dovodi do uključivanja računovodstvene ekspertize u pravni sistem.

Zadaci forenzičkog računovođe jesu da analizira, tumači, interpretira i prezentuje međusobno povezane poslovno finansijske pozicije na način da one budu jasne, precizne, razumljive i na odgovarajući način argumentovane. Računovodja-forenzičar treba da pored dobrog poznavanja računovodstva i finansija ima sposobnost poslovnog rasuđivanja, sposobnost dobre usmene i pisane komunikacije, preciznosti, interpersonalne

veštine, veštine slušanja, sintetizovanja, identifikovanja i uspostavljanja prioriteta u kontekstu pitanja i ciljeva (Singleton & Singleton, 2010).

Evidentno je da forenzičko računovodstvo obuhvata obavljanje širokog kruga poslova. Većina teoretičara i praktičara forenzičkog računovodstva u svetu naglašavaju da forenzičko računovodstvo obuhvata dva široka područja: istražno računovodstvo i sudsku podršku pa je stoga potrebno bliže objasniti njihove potkategorije (Petković, 2010).

Prikaz 30. Prikaz delova forenzičkog računovodstva (Petković, 2010)



Usluge istražnog računovodstva pružaju u uslovima kada postoji sumnja ili nagoveštaj u mogućnost pojave kriminalne radnje u finansijskim izveštajima ili kada se žele provere preventivnog karaktera u samom poslovanju privrednog subjekta. Ove aktivnosti se preduzimaju kao bi se utvrdilo da li postoje ili ne postoje određene nezakonitosti, pre nego što će njihovi rezultati dospeti na sud. U okviru istražnog računovodstva mogu se pojaviti finansijsko-kriminalistička ispitivanja i nezavisna forenzička revizija (Petković, 2010). U daljem tekstu biće detaljnije objašnjene njene potkategorije.

Finansijsko-kriminalistička ispitivanja odnose se na proaktivan pristup i metodologiju usmerenu na uočavanje i prepoznavanje kriminalnih radnji u finansijskim izveštajima što je i njena osnovna svrha. Ovde mogu spadati aktivnosti tržišne, poreske inspekcija, privatnih agencija za istraživanje kriminalnih radnji itd.

Nezavisna **forenzička revizija** jeste poseban vid angažovanja u okviru nezavisne revizije finansijskih izveštaja koja se odnosi na primenu računovodstvenih i revizorskih veština u vidu sprovođenja detaljnih revizorskih postupaka i procedura zarad otkrivanja kriminalnih radnji u finansijskim izveštajima i njihovog prezentovanja i izražavanja mišljenja na način prihvatljiv za sudski postupak (Petković, 2010). Forenzički revizor bi u svom izveštaju trebalo da otkrije i imenuje izvršioca kriminalne radnje, mesto i vreme njenog izvršenja, izračuna materijalnu štetu nastalu usred kriminalne radnje i da na kraju opiše način izvršenja iste. Izveštaj forenzičkog revizora predstavlja osnovu za kasnije donošenje objektivne sudske odluke.

Sudska podrška odnosi se na postupak u kome forenzički računovođa asistira tj. pomaže advokatima u procesima tužbe ili odbrani slučaja u pravnom sistemu (Singleton & Singleton, 2010). Ona podrazumeva bilo koji oblik profesionalnih usluga koji se pruža advokatima i stranama u tekućim i očekivanim sudskim postupcima od osoba koje nisu advokati ali koje poseduju računovodstvene i revizorske veštine i znanja koje mogu pomoći u rešavanju sudskih sporova (Petković, 2010). Ipak, za razliku od istražnog računovodstva važno je naglasiti da sudska podrška nije ograničena u sudskim postupcima isključivo na kriminalne radnje.

Usluge sudske podrške mogu se podeliti na konsultantske usluge, usluge veštačenja i ostale usluge. **Konsultantske usluge** podrazumevaju pružanje saveta od strane forenzičkih računovođa koji se tiču forenzičko-računovodstvenih pitanja i činjenica i koje su značajne za sudski postupak, ali se ne pojavljuju tj. ne svedoče kao sudski veštaci, već pomažu advokatima ili jednoj od strana u sudskom postupku (Petković, 2010). Oni mogu meriti vrednost gubitka usled kršenja ili raskida ugovora, izračunavati gubitke po osnovu prestanka poslovanja, uprostiti veliki broj računovodstvenih informacija i prikazati ih na razumljiv način kako bi se mogli koristiti na sudu itd.

Usluge veštačenja pružaju sudski veštaci čija je uloga iznošenje mišljenja koja se tiču određenih stručnih pitanja. Oni istupaju u svojstvu stručnog svedoka ili veštaka za predstojeći sudski proces. Forenzički računovođa koji ima odgovarajuće stečeno obrazovanje, iskustvo u struci kao i zadovoljavajući stepen znanja i veština iz oblasti računovodstva i revizije i može se registrovati prema nacionalnom zakonodavstvu kao sudski veštak i samostalno ili u okviru stručne ustanove na zahtev suda po određenom sudskom predmetu dostaviti nalaze i mišljenje.

Ostale usluge podrazumevaju aktivnosti u kojima se forenzički računovođa pojavljuje kao posrednik ili medijator jedne od strana u sudskom postupku, ekspert suda za svedočenje, ali ne nastupa niti kao konsultant niti kao veštak (Petković, 2010).

4. ANALIZA RAČUNOVODSTVENIH POLITIKA PRIZNAVANJA I VREDNOVANJA SREDSTAVA

Sredstva (aktiva), kao što je prethodno pomenuto, mogu se klasifikovati u bilansu stanja na:

a) obrtna (kratkoročna, tekuća) i

b) stalna (netekuća, dugoročna).

U okviru analize računovodstvenih politika priznavanja i vrednovanja respektovaćemo pomenuti redosled klasifikacije bilansnih pozicija po principu opadajuće likvidnosti, dakle od obrtnih prema stalnim sredstvima, što odgovara klasifikaciji aktive bilansa stanja društava sa anaglosaksonskom računovodstvenom tradicijom.

4.1. Politike priznavanja i vrednovanja obrtnih sredstava

Obrtna sredstva su ona koja će se utrošiti ili prodati u periodu do 12 meseci ili u jednom poslovnom ciklusu. Poslovni ciklus je vremenski period koji protiče od momenta pribavljanja novca, njegovog ulaganja u robu, gotove proizvode, njihovu prodaju na tržištu i ponovnog prijema novca od kupaca robe ili gotovih proizvoda.

Obrtna sredstva čine novac i novčani ekvivalenti, potraživanja od kupaca i druga potraživanja, kratkoročni finansijski plasmani, vremenska razgraničenja unapred plaćenih troškova koji se razgraničavaju do jedne poslovne godine (do 12 meseci) ili poslovnog ciklusa.

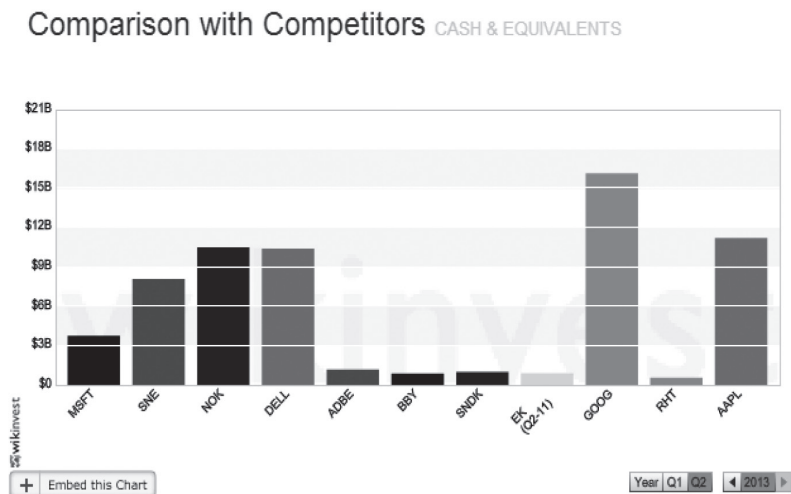
4.2. Gotovina i gotovinski ekvivalenti

Novčani ekvivalenti su kratkoročne, visokolikvidne hartije od vrednosti (finansijski instrumenti) koji su raspoloživi za prodaju u kratkom roku (do 3 meseca) i koji se brzo, bez visokih troškova transakcije, mogu konvertovati u poznate iznose gotovine. U gotovinske ekvivalente ubrajamo: komercijalne zapise, blagajničke zapise, menice, akcije i obveznice drugih društava koje uprava drži sa namerom da ih proda u roku do 90 dana i druge kratkoročne hartije od vrednosti. S obzirom na to da im je rok dospeća veoma kratak, ove hartije od vrednosti nisu senzitivne na promene kamatnih stopa.

Gotovinu čini novac na tekućem računu, u blagajni, deviznom računu i deviznoj blagajni.

U različitim društvima variraju iznosi gotovine i gotovinskih ekvivalenata. Sledeći grafik to pokazuje.

Grafik 5. Iznosi gotovine i gotovinskih ekvivalenata iskazani u apsolutnom iznosu (u milijardama US dolara) privrednih društava u delatnosti proizvodnje i prodaje elektronskih uređaja u drugom kvartalu 2013. godine



Izvor: (Wikinvest, 2013)

Iako su na prethodnom grafiku prikazana privredna društva iz iste delatnosti, može se uočiti da iznos gotovine i ekvivalenata značajno varira od jednog do drugog društva. Tako, na primer, najviši iznos gotovine i ekvivalenata ima kompanija *Google* (preko 15 milijardi US \$), zatim sledi *Apple* (oko 11 milijardi US \$) i *Dell* sa 10 milijardi. Interesantno je kompanija *Microsoft* ima svega oko 4 milijarde US \$ u gotovini i ekvivalentima.

U analizi ove bilansne pozicije finansijski analitičar mora voditi računa o tome kako su i da li su prisutne interne računovodstvene kontrole vezane za transakcije sa gotovinom i posebnu pažnju mora posvetiti činjenici da određeni iznosi gotovine objavljeni u finansijskim izveštajima podležu restrikcijama (na primer, ako privredno društvo podigne kredit, kao jedna od restriktivnih klauzula može da bude i da određeni iznos gotovine u formi anuiteta, bude uvek raspoloživ na tekućem računu, kao kompenzacija za dospele obaveze plaćanja). Ovaj iznos se naziva **kompenzacioni saldo gotovine** i predstavlja iznos gotovine koji se drži na tekućem računu, ali kojem društvo nema omogućen trenutni pristup zbog postojanja restrikcija. Ovaj iznos gotovine mora se posebno prikazati u okviru napomena uz finansijske izveštaje, a ponekad se u bilansu stanja prikazuje i kao posebna pozicija (gotovina pod restrikcijama, *restricted cash*).

Prikaz 31. Pregled računovodstvenih politika vezanih za gotovinu i ekvivalente Metalac, a.d. za 2011.godinu

Готовина и готовински еквиваленти

Под готовином и готовинским еквивалентима у финансијским извештајима Предузећа исказују се готовина у благајни и стања на текућим рачунима и остала новчана средства расположива до три месеца.

20. ГОТОВИНСКИ ЕКВИВАЛЕНТИ И ГОТОВИНА

	У хиљадама динара	
	31. децембар 2011.	31. децембар 2010.
Текући рачун		
- у динарима	950	1.193
- у иностраној валути	2.933	8.315
Благајна	417	659
Остала новчана средства	63	63
	<u>4.363</u>	<u>10.230</u>

U vezi sa gotovinom nema određenih računovodstvenih politika o kojima bi se moralo voditi računa, jer je gotovina likvidno sredstvo i uvek se u bilansu stanja prikazuje po nominalnoj vrednosti. U privrednom društvu Metalac, ad za 2011.godinu u napomenama, je prikazan značajno manji iznos gotovine i ekvivalenata od 4.363 hiljade RSD u odnosu na 2010. godinu, kada je ovaj iznos bio 10.230 hiljada RSD. Na ovoj poziciji nalazi se gotovina na tekućem računu i u blagajni kao i ostala novčana sredstva.

Kada govorimo o gotovinskim ekvivalentima, odnosno finansijskim instrumentima koji čine ovaj saldo (komercijalni zapisi i slično) na njih se primenjuju odredbe MRS 39 Finansijski instrumenti: priznavanje i vrednovanje. Shodno ovom standardu, sredstva se vrednuju po fer vrednosti na bilansni dan, na način da se svaka promena fer vrednosti priznaje kao dobitak ili gubitak u bilansu uspeha u periodu kada je taj dobitak ili gubitak nastao, nezavisno od činjenice da instrument još uvek nije prodat.

Računovodstvena politika za finansijske instrumente koji se nazivaju finansijski instrumenti sa dobicima i gubicima kroz bilans uspeha ili *trading securities* (*Marketable Securities*), odnosno, instrumenti kojima se trguje na aktivnom i dubokom, likvidnom finansijskom tržištu je potpuno jasna i nema mogućnosti za primenu alternativnog mernog postupka. U okviru ove politike zahteva se vrednovanje instrumenata kojima se trguje po fer vrednosti i prikazivanje dobitaka i gubitaka u bilansu uspeha.

Gotovinski ekvivalenti se drže da bi se omogućilo fleksibilnije poslovanje društva i zadovoljavanje tekućih potreba za gotovinom na način da se sredstva drže u ovim finansijskim instrumentima, jer u toku držanja, nose odgovarajuće prinose. U gotovinske ekvivalente prema važećem standardu u SAD-u SFAS br. 115 - Računovodstveni tretman ulaganja u dužničke i vlasničke hartije od vrednosti, mogu se uključiti samo one akcije i obveznice koje se kotiraju na dubokom i likvidnom tržištu kao što je *New York Stock Exchange* ili *NASDAQ* ili neko drugo tržište slično pomenutima. Ove finansijske

instrumente treba odvojiti od onih koji su raspoloživi za prodaju i drže se kao dugoročni finansijski plasmani u okviru stalne imovine u aktivi bilansa stanja. Da bi neki finansijski instrument bio obrtno sredstvo odnosno gotovinski ekvivalent on mora zadovoljiti najmanje dva kriterijuma:

- a) finansijski instrument mora biti utrživ (*Readily Marketable*) i
- b) uprava mora dokazati nameru da konvertuje taj finansijski instrument u gotovinu u periodu do 90 dana.

U ove instrumente ne spadaju akcije zatvorenog akcionarskog društva, jer se njima ne trguje na berzi i zato što je pristup njihovoj kupovini potpuno restriktivan (vlasništvo je nekada podeljeno isključivo na članove porodice). Kriterijum namere uprave je potpuno subjektivan i teško ga je dokazati, tako da analitičar mora voditi računa da prikupi potpune informacije vezane za ovu bilansnu poziciju. Posebno je bitno utvrditi da li među finansijskim instrumentima u ovoj grupi ima onih kod kojih cene konstantno padaju, jer se takvi ne mogu smatrati likvidnim instrumentima, odnosno društvo će njihovom prodajom ostvariti gubitke i možda neće biti u mogućnosti da pokrije potrebe za gotovinom na kratak rok.

4.3. Potraživanja od kupaca i potraživanja po drugim osnovama

Potraživanja od kupaca nastaju u redovnom poslovnom ciklusu prodaje gotovih proizvoda, robe i usluga kupcima na robni kredit. Reč je o prodaji koja još uvek nije naplaćena, a očekuje se naplata u standardnom roku (30-60 dana).

Računovodstvene politike priznavanja i vrednovanja potraživanja moraju se dovesti u vezu sa politikama vrednovanja prihoda od prodaje sa kojima su povezane. Na evidentiranje potraživanja primenjuje se odredbe MRS 18- Prihodi.

Potraživanja od kupaca, kao procentualno učešće od ukupne aktive različitih privrednih društava u Republici Srbiji, prikazana su u tabeli koja sledi.

Tabela 13. Učešće pozicije potraživanja od kupaca u ukupnoj aktivi

Privredna društva	Delatnost	% od ukupne aktive
Pionir	Proizvodnja konditorskih proizvoda	16,3
Metalac	Proizvodnja posuđa	11,7
Delhaize	Trgovina na malo	8,6
Metro	Trgovina na veliko	6,2
Telekom	Telekomunikacija	6,1
Ušće	Rentiranje nekretnina	1,9
Moskva	Hotelsko - ugostiteljska	0,8

Potraživanja od kupaca, zbog kratkog roka dospeća, u bilansu stanja se prikazuju po nominalnoj vrednosti. Ovde razlika između nominalne vrednosti i sadašnje vrednosti očekivanog novčanog toka (priliva novca koji se očekuje od kupaca) se smatra zanemarljivom. Na primer, razlika između \$100 danas i sadašnje vrednosti tih \$100 koja će biti primljena za jedna mesec (30 dana) iznosi 0,76 uz kamatnu stopu od 10%. Nominalna vrednost je samo početni korak u vrednovanju potraživanja od kupaca, a ne i iznos novca koji će zaista biti primljen, jer to zavisi od velikog broja faktora od kojih većinu ne kontroliše privredno društvo koje je izvršilo prodaju. Stoga, respektovanjem principa konzervativizma, vrednovanje potraživanja se obavlja primenom **neto realizovane vrednosti (Net Realizable Value)**.

Ova vrednost se dobija na sledeći način:

Neto realizovana vrednost potraživanja = Nominalna vrednost – Imparitetni gubici zbog umanjenja vrednosti (otpis potraživanja) – Povraćaj robe – Kasa skonta odobrena kupcima

U idealnom slučaju, potraživanja se naplaćuju kad istekne valuta plaćanja. Međutim, privredni život pun je činjenica koje opovrgavaju ovu tezu. Potraživanja koja nisu naplaćena u odgovarajućem roku (taj rok definiše samo privredno društvo kroz svoj interni pravni akt), na primer, može izvršiti otpis svih potraživanja čija je valuta plaćanja istekla preko 60 dana od dana nastanka potraživanja).

Otpis potraživanja može biti direktan ili indirektan.

Prikaz 32. Potraživanja Metalac a.d. za 2011. godinu

18. ПОТРАЖИВАЊА	У хиљадама динара	
	31. децембар 2011.	31. децембар 2010.
<i>Потраживања од купаца:</i>		
- купци, повезана правна лица	426.031	233.476
- купци у земљи	11.599	13.351
- купци у иностранству	9.586	3.521
- купци- менза	1.548	-
	<u>448.764</u>	<u>250.348</u>
Потраживања за камату	8.144	12.978
Потраживања од запослених	901	1.069
Остало	372	572
	<u>9.417</u>	<u>14.619</u>
Минус: Исправка вредности потраживања од купаца	<u>(7.679)</u>	<u>(3.442)</u>
	<u>450.502</u>	<u>261.525</u>

Izvor: (Agencija za privredne registre, 2013)

Prema prethodnoj ilustraciji privredno društvo Metalac a.d. imalo je ukupan iznos potraživanja od 450.502 hiljada RSD u 2011. godini. Potraživanja čine: potraživanja od prodaje 448.764 hiljada RSD, potraživanja za kamatu od 8.144 hiljada RSD, potraživanja od zaposlenih 901 hiljada i ostala potraživanja od 372 hiljade RSD. Radi jasnijeg uvida u potraživanja i dobijanja iznosa neto realizovane vrednosti prema prethodnoj formuli privredno društvo Metalac a.d. iskazalo je ispravku vrednosti potraživanja od 7.679 hiljada dinara ili svega 1,7% od bruto vrednosti potraživanja. Na ovaj način neto realizovana vrednost potraživanja od 450.502 hiljade dinara dobija se prema sledećoj formuli:

$$\begin{aligned} &\textbf{Nominalna vrednost – Imparitetni gubici zbog umanjenja} \\ &\textbf{vrednosti = Neto realizovana vrednost} \\ &\textbf{ili} \\ &\textbf{(448,764+9,417)-7,679 = 450,502} \end{aligned}$$

Da bi se smanjili iznosi potraživanja koja neće biti naplaćena, privredna društva često imaju formirana posebna odeljenja za proveru kreditne sposobnosti kupaca, politiku ograničenja prodaje novim kupcima, obezbeđenje plaćanja (menice) i slično. Otpisi potraživanja vrše se jednom od tri metode: a) **metoda procenta od prodaje** (na osnovu iskustva uprava definiše određeni procenat nenaplativosti potraživanja prema iskustvu), b) **metoda starosti potraživanja** (potraživanja se grupišu prema valuti i isteku te valute u određene starosne grupe i onda se na svaku grupu primenjuje različiti procenat koji određuje menadžment na osnovu iskustva) i c) **kombinovana metoda** (određuje se procenat potraživanja koja se otpisuju samo ako su starija od određenog vremenskog perioda). Otpisi potraživanja moraju biti kodifikovani u internim pravnim aktima privrednog društva i politici prodaje.

Prikaz 33. Računovodstvena politika otpisa potraživanja Metalac, a.d. za 2011.godinu

4.3. Исправка вредности потраживања и краткорочних пласмана

Предузеће обрачунава обезвређење сумњивих потраживања од купаца и других дужника на основу проценених губитака који настају, ако дужници нису у могућности да изврше плаћања. У процени одговарајућег износа губитка од обезвређења за сумњива потраживања, Предузеће се ослања на старост потраживања, раније искуство са отписом, бонитет купаца и променама у условима плаћања. Ово захтева процене везане за будуће понашање купаца и тиме изазване будуће наплате. Међутим, значајан део потраживања Предузећа се односи на потраживања од зависних правних лица код којих је, на основу процена и досадашња искуства, укупна садашња вредност потраживања наплатива.

Izvor: (Agencija za privredne registre, 2013)

S obzirom na to da su otpisi potraživanja privrednog društva Metalac, a.d. u 2011. godini zanemarljivi (svega 1,7% od bruto vrednosti potraživanja), računovodstvena politika ispravke vrednosti potraživanja koju je ovo društvo prikazalo u prethodnoj ilustraciji potvrđuje prethodno navedenu činjenicu. Naime, Metalac a.d. ima visok

iznos potraživanja od zavisnih pravnih lica čija je ukupna sadašnja vrednost, prema procenama uprave, naplativa.

U sledećoj ilustraciji prikazujemo računovodstvene politike potraživanja od kupaca za privredna društva koja se bave pružanjem revizorskih usluga u Srbiji.

Tabela 14. Računovodstvene politike vezane za potraživanja od kupaca privrednih društava „Velike četvorke“ u Srbiji

Revizorska agencija	Procenat potraživanja u odnosu na ukupnu aktivu u 2011. godini	Računovodstvene politike
Deloitte	62,44%	Potraživanja od kupaca. Povezana pravna lica. Ostala pravna lica. Ostala pravna lica u inostranstvu. Ostala potraživanja. Potraživanja za dividende. Ispravka vrednosti potraživanja. 62% potraživanja se odnosi na kupce u državi. 2% potraživanja je pod ispravkom vrednosti.
KPMG	26,37%	Potraživanja od kupaca su iskazana po fakturnoj vrednosti umanjenoj za odobrene popuste, kao i za ispravku vrednosti koja je zasnovana na proceni naplativosti pojedinačnog potraživanja. Ispravka vrednosti se formira za ona potraživanja za koje postoji objektivni dokaz da su obezvređena, odnosno za koje rukovodstvo društva procenjuje da se ne mogu naplatiti u punom iznosu. Ista se evidentira kao rashod u bilansu uspeha perioda kada je procena izvršena.
Ernst Young	42,98%	Agencija je sa poslovnim partnerima tokom 2011. godine usaglašavala potraživanja putem izvoda otvorenih stavki ili putem zapisnika o sravnjivanju. Rezultati usaglašavanja su zadovoljavajući.
PWC	81,04%	Kada je potraživanje od kupca nenaplativo, otpisuje se na teret ispravke vrednosti potraživanja od kupaca. Naknadna naplata iznosa koji je prethodno bio otpisan, iskazuje se u bilansu uspeha u okviru ostalih prihoda.

S obzirom na prirodu delatnosti ova privredna društva pokazuju značajno visoke iznose potraživanja od kupaca. Međutim, većina ovih potraživanja su naplativa i stope otpisa su veoma niske (kod privrednog društva Deloitte 2% a kod PWC-a 1,5%). Priroda delatnosti govori da su ovde u pitanju potraživanja od klijenata kojima su pružene revizorske usluge i da se ista naplaćuju bez većih rizika u naplati.

Prihodi i potraživanja sa aspekta finansijskog analitičara se vrednuju kada su zadovoljena četiri kriterijuma priznavanja prihoda (**MRS 18 - Prihodi**):

- ♦ kada je pravno lice prodavac prenelo na kupca značajne rizike i koristi od vlasništva nad robom,
- ♦ prodavac ne zadržava učešće u upravljanju robom, niti vrši kontrolu nad prodatom robom,
- ♦ iznos prihoda se može pouzdano izmeriti,
- ♦ verovatno je da će se ekonomske koristi uliti u pravno lice i
- ♦ troškovi koji su nastali u vezi ove robe se mogu pouzdano izmeriti

Treći kriterijum se implicitno odnosi na iznos potraživanja koje mora biti razumno naplativo. U protivnom, nema priznavanja potraživanja i prihoda, ako se ne očekuje mogućnost naplate.

Praksa priznavanja prihoda varira od društva do društva. *General Electric* priznaje prihod i potraživanje kada su proizvodi isporučeni kupcima, dok *Harper Collins* (izdavač knjiga) priznaje prihod kada ispostavi fakturu, što je ponekad mesec dana pre isporuke knjiga. Iako u MRS 18 postoje kriterijumi priznavanja prihoda i potraživanja, uprava koristi svoja diskreciona prava da ubrza ili odloži priznavanje prihoda. Ovaj postupak se u praksi naziva **Window Dressing**, odnosno uobličavanje rezultata na dole ili na gore, shodno trenutnom cilju koji uprava želi da postigne. Ovo je posebno istaknuta praksa na kraju obračunskog perioda (kraj godine) kada uglavnom svi žele da prikažu optimističnu sliku poslovanja i ubrzavaju priznavanje potraživanja i prihoda.

Analiza potraživanja od kupaca se fokusira na promene u otpisu potraživanja između poslovnih godina koje se upoređuju i objašnjavanje razloga zašto je do takvih promena došlo. Ovo je moguće tako što se obračunava iznos rashoda po osnovu obezvređenja potraživanja u odnosu na prihode od prodaje, u više poslovnih godina i onda se ti iznosi upoređuju sa prosekom grane ili boljim konkurentima u grani.

Primer (Žager & Žager, 1999)

U toku obračunskog perioda prodato je proizvoda u vrednosti od \$5.000. Uprava je procenila:

- a) svi uslovi za priznavanje prihoda su ostvareni i nema uslova za otpis potraživanja,
- b) 1% prihoda je neizvesno po pitanju naplate,
- c) 5% prihoda je neizvesno po pitanju naplate.

Ostale pretpostavke analize: svi prihodi proizlaze iz prodaje proizvoda, ostali rashodi iznose \$4.700.

Rešenje:

Opis	Varijanta A	Varijanta B	Varijanta C
Ukupni prihodi	5.000	5.000	5.000
Ukupni rashodi bez obezvređenja potraživanja	4.700	4.700	4.700
Obezvređenje (otpis) potraživanja	0	50	250
Dobitak	300	250	50

Na osnovu prethodne tabele, možemo zaključiti da u varijanti A, nije došlo do otpisa potraživanja, pa je rezultat najveći. Međutim, varijante B i C su realnije, jer u normalnom poslovnom životu računa se sa rizikom da određena potraživanja neće biti naplaćena. Osim toga, varijanta B gde je otpis svega 1% odbacuje veći rezultat, jer je niži iznos rashoda po osnovu obezvređenja potraživanja, nego kod varijante C. Ovo navodi na zaključak da je iznos otpisa potraživanja deo slobodnog prosuđivanja uprave privrednog društva i da će uprava, u situaciji kada treba da prikaže bolju zarađivačku snagu, sniziti iznos otpisa potraživanja, odnosno prikazati nerealne otpise.

Dva posebna pitanja traže odgovor finansijskog analitičara, kada je reč o potraživanjima:

1) Rizik naplate

- ♦ Proučiti potraživanja i njihovu naplatu u grani delatnosti u kojoj privredno društvo posluje;
- ♦ Proučiti konkurenciju i njihova potraživanja u odnosu na prodaju;
- ♦ Proučiti koncentraciju na određene kupce – ako ima nekoliko velikih kupaca stvara se odnos zavisnosti;
- ♦ Proučiti starost potraživanja – koliko dugo nisu naplaćena (analizirati adekvatnost kasa skonta, povraćaj robe).

2) Autentičnost potraživanja (utvrditi ako je to moguće da li ima indicija da je prikazan lažani iznos prihoda i lažna, fiktivna potraživanja)

- ♦ Proučiti kreditnu politiku privrednog društva,
- ♦ Proučiti politiku prodaje novim kupcima,
- ♦ Proučiti odobrene komercijalne popuste (rabat),
- ♦ Proučiti bilo kakvu obavezu koju firma ima u odnosu na prodatu robu (da je kupi/otkupi od kupca u nekom budućem periodu i sl.)

U nastavku izlaganja prikazujemo analizu potraživanja Metalac, a.d za 2011. godine.

Prikaz 34. Struktura potraživanja od kupaca Metalac a.d. iz napomena za 2011. godinu

Структура потраживања од купаца на дан 31. децембра 2011. године приказана је у табели која следи:

	Бруто изложеност	Исправка вредности	У хиљадама динара Нето изложеност
Недоспела потраживања од купаца	87.556	-	87.556
Доспела, исправљена потраживања од купаца	7.679	(7.679)	-
Доспела, неисправљена потраживања од купаца	353.529	-	353.529
	<u>448.764</u>	<u>(7.679)</u>	<u>441.085</u>

Izvor: (Agencija za privredne registre, 2013)

Najveću pažnju u napomenama privlači pozicija potraživanja od kupaca čija je ukupna neto realizovana vrednost 448.764 hiljada dinara. Ovo je iznos koji Metalac a.d. očekuje da naplati tokom 2012.godine od kupaca. Ovaj iznos se sastoji iz sledećeg:

Nedospela potraživanja od 87.556 hiljada dinara (u ovu kategoriju su uključena potraživanja čija valuta na dan bilansa nije dospela i shodno tome ne može se tvrditi da u ovoj grupi ima sumnjivih potraživanja i ona ne predstavljaju velik rizik u računovodstvenoj analizi),

Dospela ispravljena potraživanja čine 7.679 hiljada dinara (u ovu grupu su svrstana sva potraživanja čija se naplativost ne očekuje u 2012. godine zbog niza razloga kao što su pogoršan bonitet kupaca i/ili nelikvidnost kupaca, stečaj kupca)

Dospela neispravljena potraživanja iznose 353.529 hiljada dinara (u ovu grupu su svrstana sva potraživanja od kupaca čija je valuta na dan bilansa istekla i shodno tome ova potraživanja poseduju najveći stepen rizika u analizi u smislu njihovog objektivnog iznosa).

Dospela neispravljena potraživanja čine 78% od neto realizovane vrednosti ($353.529 / 448.764 \times 100$), te je detaljnijom analizom potrebno uključivanje i podataka o starosnoj strukturi potraživanja iz čega bi bilo vidljivo da li su izvor kreditnog rizika za privredno društvo Metalac.

Prkaz 35. Starosna struktura potraživanja Metalac, a.d iz napomena za 2011.godinu

Доспела, неисправљена потраживања од купаца

Предузеће није обезвредило доспела потраживања исказана на дан 31. децембар 2011. године у износу од 353.529 хиљада динара (31. децембар 2010. године: 158.630 хиљада динара) обзиром да није утврђена промена у кредитној способности комитената, као и да се та потраживања углавном односе на потраживања од повезаних правних лица, те да руководство Предузећа сматра да ће укупна садашња вредност ових потраживања бити наплаћена.

Старосна структура доспелих, неисправљених потраживања представљена је у следећој табели:

	У хиљадама динара	
	31. децембар 2011.	31. децембар 2010.
Мање од 30 дана	64.448	63.820
31-90 дана	116.419	89.302
91-180 дана	133.070	4.376
181-365 дана	39.325	843
Преко365 дана	267	289
	<u>353.529</u>	<u>158.630</u>

Izvor: (Agencija za privredne registre, 2013)

Činjenicu da kreditni rizik po ovom osnovu nije previše izražen potvrđuje podatak da su dospela potraživanja od kupaca u najvećoj meri potraživanja od zavisnih pravnih lica koja su pod kontrolom Metalca kao matičnog pravnog lica i da njihova starosna struktura nije narušena. Kao što se iz prethodne ilustracije može videti najveće učešće imaju potraživanja u grupi od 31-90 i 91-180 dana i ona čine ukupno 70% ili $(116.419 + 133.325) / 353.529$).

Dakle, potraživanja nisu koncentrisana u grupama preko 180 dana ili 6 meseci od isteka valute plaćanja i budući da se odnose na zavisna pravna lica čiji kreditni rejting nije doveden u pitanje, možemo sa razumnom sigurnošću tvrditi da kod ovog privrednog društva realno se može očekivati naplata iznosa od 353.529 hiljada dinara, koja je u napomenama i prikazana.

Kod Metalaca a.d. napomene su veoma informativne u delu koji se odnosi na potraživanja što još jednom potvrđuje činjenicu da ovo društvo nema problema niti sa naplatom, ni sa informisanjem korisnika finansijskih izveštaja o istoj. Ukoliko privredno društvo ima dospela potraživanja koja nije otpisalo, a u napomenama ne prikaže starosnu strukturu, analitičar se mora osloniti na svoje iskustvo kao i odgovarajuće trendove u naplati potraživanja među ostalim konkurentima kako bi razumno prosudio da li je iznos ispravke vrednosti realan ili nije.

Još jedan primer ilustruje na koje probleme analitičar može naići prilikom analize potraživanja. U jednom domaćem privrednom društvu potraživanja od kupaca i ispravke vrednosti imale su sledeći trend:

Tabela 15. Potraživanja od kupaca u periodu od 2008-2010. godine

Iznosi u 000 RSD	2010	2009	2008
Prihodi od prodaje	9.101.507	9.404.520	-
Potraživanja (bruto)	6.322.318	3.384.815	5.092.235
Ispravka vrednosti potraživanja	718.607	600.477	1.092.099
Računovodstvena politika	Za potraživanja matičnog društva za koja se uvrđi da postoji rizik naplate otpisuju se indirektno na teret rashoda, za domaće kupce u roku od 60 dana od proteka valute plaćanja. Direktan otpis vrši se u slučaju kada postoje uverljivi dokazi da se potraživanje ne može naplatiti.		

Nekoliko aspekata u prethodnoj tabeli privlači pažnju analitičara. Prihodi od prodaje imaju pad od -3,2% u periodu 2009-2010. godine. U istom periodu, potraživanja od prodaje u bruto iznosu pokazuju rast od 86%. U računovodstvenim politikama ne postoji prikazana starosna struktura potraživanja, što znači da nema dovoljno informacija za detaljniju analizu ovog iznosa. Analitičar bi trebalo da izračuna koliko između dve posmatrane godine iznosi procentualno učešće otpisa potraživanja (ispravka vrednosti) u odnosu na bruto iznos potraživanja. Ispravka vrednosti čini u 2009. godini svega 17%, a u 2010. godini 11% od bruto iznosa potraživanja. Ovakva situacija svakako da nameće zaključak da je primenjena jedna optimistična procena otpisa, što je potpuno u suprotnosti sa sledećim evidentnim trendovima: opadanje prihoda, značajan rast potraživanja uz istovremeno opadanje iznosa ispravke vrednosti. Ovakve situacije se u praksi analize nazivaju „crvene zastavice“ (*Red Flags*). To su sporna ili kritična mesta koja upućuju analitičara da mora ozbiljno uzeti u razmatranje iznos potraživanja i ispravke vrednosti prilikom formulacije zaključaka o likvidnosti privrednog društva, pogotovo u domenu obračuna pokazatelja likvidnosti (opšta i redukovana likvidnost) na koje ovi podaci imaju značajan uticaj.

Analiza računovodstvenih politika za potraživanja je jedan od signifikantnih aspekata računovodstvene analize, jer utiče na vrednost pokazatelja likvidnosti i kao takva određuje ishod i zaključke analize likvidnosti privrednog društva u celini. Zbog svega prethodno navedenog potrebno je izvršiti sintetizovanje svih relevantnih aspekata analize potraživanja, što je i prikazano u sledećoj tabeli.

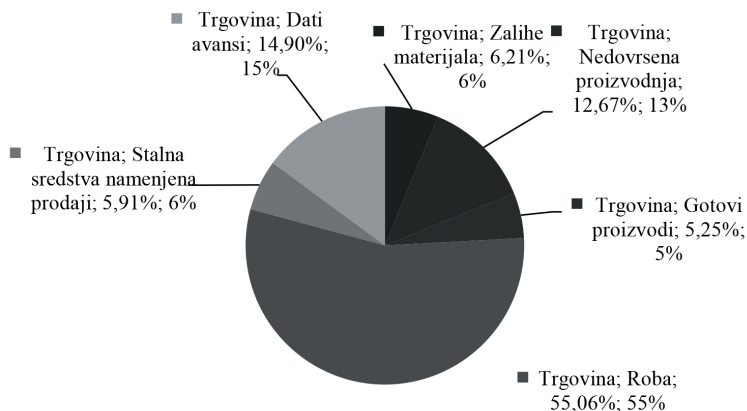
Tabela 16. Aspekti analize potraživanja

Elementi analize	Opis	
Analiza računovodstvenih politika	Iz napomena analizirati računovodstvene politike vezane za potraživanja i određivanje procene ispravki vrednosti, uzeti u obzir sve relevantne faktore kod procene ispravke vrednosti, starosnu strukturu potraživanja, kao i analizu kreditnog rizika u napomenama (ovo poslednje postoji u napomenama velikih pravnih lica).	
Analiza iznosa potraživanja	Neto vrednost potraživanja / Ukupna aktiva	Veće učešće potraživanja u ukupnoj aktivi znači da društvo ima zarobljena ili vezana sredstva u potraživanjima; ovo treba uporediti sa koeficijentima obrta potraživanja kao i sa učešćem potraživanja u aktivi kod ostalih konkurenata.
Rast prihoda od prodaje	$(\text{Prihodi od prodaje tekućeg perioda} - \text{Prihodi od prodaje prethodnog perioda}) / \text{Prihod od prodaje prethodnog perioda} \times 100$	Rast prihoda je pozitivan trend, ukoliko prihodi rastu brže od potraživanja; u suprotnom trend je negativan.
Rast potraživanja	$(\text{Razlika potraživanja od kupaca između dve uzastopne godine}) / \text{Potraživanja od kupaca iz prethodnog perioda} \times 100$	Rast potraživanja nije pozitivan trend jer govori o vezanosti novčanih sredstava privrednog društva u potraživanjima; ovaj trend je pozitivan samo ako potraživanja rastu u istom procentu kao i prihodi, veći rast potraživanja od rasta prihoda govori o problemima sa naplatom potraživanja.
Analiza ispravke vrednosti potraživanja od kupaca	$\text{Ispravka vrednosti potraživanja tekućeg perioda} / \text{Potraživanja od kupaca tekućeg perioda}$ $\text{Ispravka vrednosti tekućeg perioda} - \text{Ispravka vrednosti prethodnog perioda}$	Rast ispravke vrednosti u odnosu na potraživanja govori o pesimističkim procenama vezano za mogućnost naplate i o sumnjivim potraživanjima. Veći iznos promene u ispravci vrednosti između dve godine znači pesimizam menadžmenta vezano za mogućnost naplate potraživanja.

4.4. Zalihe

Zalihe robe, gotovih proizvoda, poluproizvoda, materijala i sirovina predstavljaju iznose novca koji je uložen u imovinu koja će se koristiti za prodaju, potrošnju ili u administrativne svrhe u periodu koji je kraći od 12 meseci ili poslovnog ciklusa. Zalihe su posebno značajne za trgovačke kuće, proizvodna društva, dok ostala privredna društva (finansijske institucije, banke) nemaju značajne iznose sredstava sadržanih u zalihama.

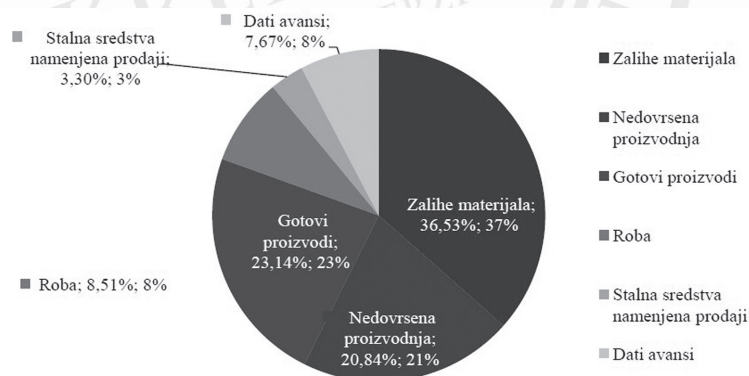
Grafik 6. Učešće pojedinih vrsta zaliha u ukupnim zalihama u trgovini - Srbija



Izvor: Podaci autora.

U trgovini najveće zalihe čini roba 55%, dati avansi 15% i stalna sredstva namenjena prodaji 6%. U okviru zaliha, nalazi se i nedovršena proizvodnja od 13% čiju ćemo strukturu i važnost objasniti u nastavku na primeru uslužnih privrednih društava iz oblasti pružanja usluga revizije.

Grafik 7. Učešće pojedinih vrsta zaliha u ukupnim zalihama u proizvodnji - Srbija

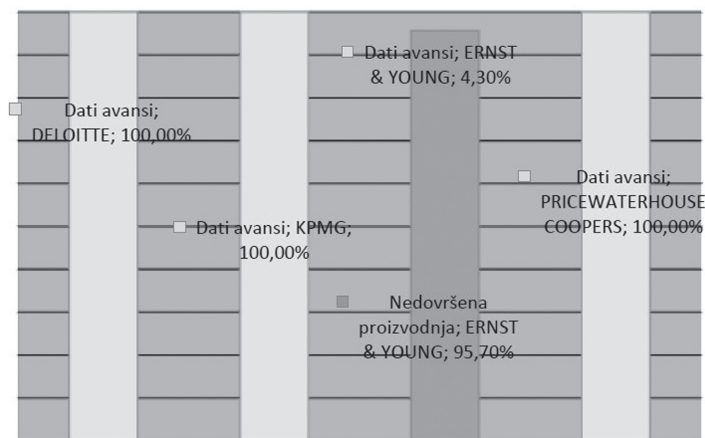


Izvor: Podaci autora.

Strukturu zaliha u proizvodnji čini materijal 37%, nedovršena proizvodnja 21%, gotovi proizvodi 23%. Veoma malo ima ostalih zaliha.

Sledeća ilustracija prikazuje strukturu zaliha privrednih društava koja pripadaju „Velikoj četvorci“ u Srbiji. Ova ilustracija potvrđuje činjenicu da privredna društva iz uslužnih delatnosti nemaju značajne iznose zaliha u bilansu stanja.

Grafik 8. Struktura zaliha „Velike četvorke“ u Srbiji u 2011. godini



Izvor: Podaci autora.

Iz prethodne ilustracije se može videti da uslužne delatnosti u strukturi zaliha prikazuju samo značajne iznose datih avansa. Dakle, nema pozicija robe, gotovih proizvoda, materijala za izradu ili stalnih sredstava namenjenih prodaji. Međutim, pažnju privlači činjenica da privredno društvo za reviziju *Ernst Young* prikazuje značajan iznos zaliha nedovršene proizvodnje. U napomenama ovog privrednog društva stoji obelodanjen da ovaj iznos čini vrednost nedovršenih usluga koje su iskazane na 31.12.2011. godine i koje predstavlja usluge izvršene do dana sastavljanja bilansa stanja u skladu sa zaključenim ugovorima, priznate u skladu sa metodom završenosti na dan bilansa stanja, a koje do tog dana nisu fakturisane kupcima.

Četiri su važna pitanja vezana za vrednovanje zaliha su: a) po kojoj vrednosti ih vrednovati i prikazati u bilansu stanja, b) koje metode primeniti za vrednovanje zaliha koje su utrošene u procesu proizvodnje (troškovi materijala) ili koje su prodate (nabavna vrednost prodate robe, troškovi prodatih gotovih proizvoda) i c) kako vrednovati krajnje zalihe koje još uvek nisu prodate.

MRS 2- Zalihe je računovodstveni standard koji se zajedno sa MRS 36 - Obezvređenje imovine primenjuje na zalihe. S obzirom da finansijski analitičar ne može imati potpuni uvid vrednosti po kojima se zalihe vode u bilansu stanja (strukturu nabavne vrednosti ili cene koštanja), onda se analiza svodi na proučavanje drugog problema, odnosno, koju metodu vrednovanja utrošenih zaliha ili prodatih zaliha primenjuje privredno društvo, da li je menjala metodu i ako jeste da li za to postoje konkretni i objektivni razlozi i prikaz promena metoda u napomenama uz finansijske izveštaje.

Ovde ćemo se ukratko osvrnuti na metode vrednovanja troškova materijala ili utvrđivanja nabavne vrednosti prodate robe.

S obzirom da se kod obračuna troškova načelno može izabrati bilo koja cena po kojoj se materijal vodi na zaliham a Međunarodnim računovodstvenim standardima propisane su **metode** koje je razumno primeniti u određenim uslovima.

MRS 2-Zalihe, par. 19-24 propisuje sledeće metode:

- a) Metoda specifične identifikacije,
- b) Metoda prva ulazna cena jednaka je prvoj izlaznoj ceni - *FIFO (First In, First Out)*,
- c) Metoda poslednja ulazna cena jednaka je prvoj izlaznoj ceni - *LIFO (Last In, First Out)*¹⁸ i
- d) Metoda ponderisanog prosečnog troška (*Weighted Average Cost Method*).

Svaka od ovih metoda polazi od različite cene po kojoj se vrednuju troškovi materijala, odnosno evidentira prodaja ili izlaz robe sa zaliha. S obzirom da MRS 2 predviđa primenu samo jedne od metoda, uprava privrednog društva je zadužena da donese **računovodstvene politike** o primeni određene metode koja će odgovarati načinu i uslovima trošenja materijala/izlaza robe sa zaliha. Odabrani metod obračuna troškova materijala (ili nabavne vrednosti prodate robe u trgovačkim društvima) mora se **konzistentno primenjivati** duži vremenski period radi uporedivosti periodičnih rezultata (princip konzistentnosti).

Promena metoda obračuna troškova materijala/izlaza robe mora se obrazložiti uz kvantitativno obuhvatnje efekata te promene u **napomenama** uz finansijske izveštaje privrednog društva. Naravno, promena metoda obračuna troškova materijala/nabavne vrednosti robe predmet je nezavisne verifikacije eksternog revizora i naći će se u okviru informacija koje sadrži revizorski izveštaj. Na promenu metoda odnosi se i računovodstveni standard **MRS - 8 Računovodstvene politike, promene računovodstvenih procena i greške**. Kada entitet izvrši dobrovoljnu promenu računovodstvene politike on tu promenu mora izvršiti retrospektivno (MRS 8, par 19), kao da je nova politika oduvek bila u primeni.

Većina privrednih društava u tržišno razvijenim zemljama sveta **koristi FIFO metodu** za obračun troškova zaliha materijala, kao i obračun troškova ostalih zaliha. Primena LIFO metode izaziva mnogo kontroverzi. Međunarodni računovodstveni standardi dozvoljavali su primenu **LIFO metode, međutim od 01. januara 2005. godine Odbor za MRS ukida njenu primenu** zato što ima efekte koji se ogledaju u nerealnoj vrednosti zaliha materijala/robe u bilansu stanja. Naime, dokazano je da primena LIFO metode u uslovima delovanja inflacije dovodi do **kreiranja LIFO rezervi**. U pitanju su **latentne rezerve** koje su posledica procenjivanja troškova materijala po tekućim, aktuelnim cenama usled čega su vrednosti materijala na zaliham a potcenjene. Razlika između vrednosti zaliha po LIFO metodi i zaliha materijala vrednovanih po tekućim troškovima zamene naziva se **LIFO rezerva**.

18 Od 1. januara 2005. godine primena LIFO metode za privredna društva koja izveštavaju u skladu sa MRS/MSFI osnovom se ukida.

Ford Motor Company je jedna od poznatih američkih kompanija koja koristi za obračun troškova zaliha LIFO metodu. Procenjeno je da je LIFO rezerva koja postoji kao posledica primene ove metode oko 1.2 milijarde US \$. Nezavisno od prethodno pomenutog **američki standardi (US GAAP) dozvoljavaju primenu LIFO metode**, uz obavezno obrazloženje u napomenama o visini LIFO rezerve.

Pored država koje primenjuju MRS, gde se **ne dozvoljava** primena LIFO metode, ovu metodu zabranjuju i Australija, Novi Zeland i Švedska. Sledeća ilustracija pokazuje rasprostranjenost primene pojedinih metoda vrednovanja troškova zaliha u SAD-u.

Tabela 17. Primena metoda vrednovanja troškova zaliha u poslovnoj praksi u SAD (Meigs R., 2000)

Metode vrednovanja troškova zaliha	Kompanije koje primenjuju metode u % od 500 velikih privrednih društava iz SAD-a
FIFO	44 %
LIFO	33 %
Prosečne cene	19 %
Ostale metode	4 %

a) *Metoda specifične identifikacije*

Metoda specifične identifikacije¹⁹ se primenjuje kada su u pitanju specifične zalihe visoke pojedinačne vrednosti. U tom slučaju se svaka jedinica obeležava posebnim serijskim brojem i putem odgovarajućeg softvera prati se njezin put od ulaska na zalihe (nabavka) pa do izlaska sa zaliha. Primena metode zahteva da su zalihe u magacinu fizički odvojene po partijama iz različitih nabavki. Metoda je nepraktična za primenu u društvima gde se vodi veliki broj vrsta zaliha i gde su pojedinačne nabavke česte u toku obračunskog perioda. U tim slučajevima kada su pojedinačne nabavke česte i kada su cene tih nabavki promenjive, izbor materijala/robe koji će se utrošiti/prodati postaje predmet arbitraže. Uprava može izabrati da utroši onaj materijal ili da proda onu robu koji ima najnižu nabavnu cenu što će dovesti do iskazivanja nižih troškova, a time i višeg rezultata u bilansu uspeha.

Metoda specifične identifikacije ilustrovana je sledećim primerom.

¹⁹ Uslovi primene ove metode objašnjavaju se u MRS 2- Zalihe, par. 19-20.

PRIMER

Zalihe materijala privrednog društva „Alfa” na dan 30.06. sastoje se od sledećih nabavki:

- 60 jedinica materijala po ceni od 20 din (nabavka 20.05.), i
- 20 jedinica materijala po ceni od 30 din (nabavka 12.06.)

Tokom perioda prema potrebu br. 125 utrošeno je u procesu proizvodnje 40 jedinica zaliha materijala i to: 10 jedinica koje potiču iz nabavke na dan 12.06. i 30 jedinica koje potiču iz nabavke na dan 20.05.

Na osnovu datih podataka obračunati troškove materijala primenom **metoda specifične identifikacije**.

Rešenje:

Troškovi materijala (10 jedinica x 30 din) + (30 jedinica x 20 din) = 300+600= **900 din.**

b) Metoda prva ulazna cena jednaka je prvoj izlaznoj ceni - FIFO (first in-first out)

Ova metoda počiva na pretpostavci da se **materijal ili roba koja je kupljena po prvim nabavnim cenama prva i troši, odnosno prodaje**. Naravno da stvarno trošenje materijala ili izlaz robe sa zalihe ne mora odgovarati ovoj pretpostavci, jer se materijal/roba na zalihamo drži kao jedinstven, a ne podeljen na partije sa različitom cenom. Izbor cene je značajan za računovodstvo (za evidenciju troškova materijala ili nabavne vrednosti robe), a ne za magacinsku evidenciju koja se vodi samo po fizičkim jedinicama (količine). Primenu ove metode ilustrovaćemo sledećim primerom.

PRIMER

Zalihe materijala sastoje se iz sledećih nabavki:

I nabavka	1.000 kg po 12 din = 12.000 din
II nabavka	2.000 kg po 16 din = 32.000 din
III nabavka	3.000 kg po 20 din = 60.000 din

Ukupna vrednost materijala na zalihi iznosi 104.000 din.

Prema potrebu br. 10 izdato je 2.000 kg materijala. Utvrditi troškove materijala ako se primenjuje **FIFO metod**.

Rešenje:

Troškovi materijala - FIFO metod (1.000 kg x 12 din) + (1.000 kg x 16 din) = 12.000 +
16.000 = **28.000 din**

Iako je primena LIFO metode prema MSFI/MRS zabranjena, radi potpunosti sagledavanja problematike računovodstvenih politika u narednim izlaganjima razmatraćemo i efekte primene LIFO metode.

c) Metoda poslednja ulazna cena jednaka je prvoj izlaznoj ceni - LIFO (last in-first out)

Suština ove metode obračuna troškova je u pretpostavci da se prvi troši materijal iz poslednje nabavke, tako da se utrošena količina množi sa poslednjom, *aktuelnom cenom* materijala. Primenu LIFO metode ilustruje sledeći primer.

PRIMER

Koristeći se podacima iz primera 33 izračunati troškove materijala primenom **LIFO metode**.

Rešenje:

$$\text{TROŠKOVI MATERIJALA - LIFO } 2.000 \text{ KG} \times 20 \text{ DIN} = 40.000 \text{ DIN}$$

d) Metoda ponderisanog prosečnog troška (metoda prosečnih cena)

Troškovi materijala se utvrđuju množenjem utrošenih količina sa *prosečnim nabavnim cenama* materijala. Do prosečne nabavne cene dolazi se na sledeći način:

$$\text{PROSEČNA NABAVNA CENA} = \frac{\text{UKUPNA VREDNOST MATERIJALA NA ZALIHI}}{\text{UKUPNA KOLIČINA NABAVLJENOG MATERIJALA}}$$

Utvrdjivanje prosečnih cena moguće je primenom metoda pokretnih proseka i metoda konstantnog proseka.

Metoda pokretnih proseka zahteva da se posle svake nove nabavke materijala izračunava nova prosečna nabavna cena primenom prethodne formule. Ovako utvrđena prosečna cena se *primenjuje do nove nabavke*.

PRIMER

Koristeći podatke iz prethodnog primera utvrditi prosečne nabavne cene koristeći konstantni prosek.

$$\text{Konstantni prosek} = 104.000 / 6.000 \text{ kg} = 17.33 \text{ din}$$

Troškovi materijala - konstantni prosek

$$2.000 \text{ kg} \times 17.33 = \mathbf{34.660 \text{ din}}$$

4.5. Analiza efekata obračuna troškova primenom različitih računovodstvenih politika na rezultat i zalihe

Efekti primene različitih metoda obračuna troškova materijala najlakše se analiziraju na kvantitativnim primerima.

PRIMER

Pod pretpostavkom da su ukupni prihodi jednaki 100.000 din, ostali troškovi osim troškova materijala 20.000 din, utvrditi efekte obračuna troškova materijala primenom FIFO, LIFO i metode prosečne cene na rezultat i zalihe materijala ovog privrednog društva.

Rešenje:

Obračunati troškovi materijala primenom različitih metoda, kao i vrednosti krajnjih zaliha materijala i iznosi periodičnog rezultata prikazani su u sledećem pregledu:

Metoda	Prihodi	Troškovi materijala	Ostali troškovi	Rezultat	Vrednost zaliha
FIFO	100.000	28.000	20.000	52.000	76.000
PROSEČNE CENE - konstantni prosek	100.000	34.660	20.000	45.340	69.320
LIFO	100.000	40.000	20.000	40.000	64.000

Primena različitih metoda rezultirala je različitom visinom troškova materijala (videti kolonu 3 pregleda), kao i različitom visinom periodičnog rezultata privrednog društva (videti kolonu 5 pregleda).

Primenom FIFO metode, troškovi materijala su najniži, jer se utrošak materijala množi sa cenama prvih nabavki, koje su najniže. FIFO metoda rezultira u najvišem periodičnom rezultatu. Zalihe materijala koji nije potrošen su najviše po FIFO metodi jer su obračunate po višim cenama materijala koji je ostao na zalihi (kolona 6 pregleda).

Dobitak po FIFO metodi je zbir dve komponente:

ekonomski dobitak = iznos utrošenih zaliha x (Prodajna cena – Najviša cena materijala)

zadržani dobitak = količina utrošenih zaliha x (najviša cena materijala – najniža cena materijala)

Primenom LIFO metode troškovi materijala su najviši jer su obračunati primenom najviših, poslednjih cena nabavke materijala. LIFO metoda rezultira u najnižem periodičnom rezultatu. Vrednost materijala na zalihi je najniža jer ostaje materijal vrednovan po najnižim cenama.

LIFO metoda, iako prema MRS nije dozvoljena za primenu od 2005. godine, u SAD je kompanije rado primenjuju, a jedan od motiva njezine primene nalazi se u efektima ove metode. Prema LIFO metodi troškovi materijala su najviši, ali na zalihama ostaju one zalihe koje su vrednovane po nerealno niskim troškovima. Međutim, ako privredno društvo ne nabavlja nove zalihe i ako postojeće zalihe drži duži vremenski period, onda se javlja mogućnost uticaja na rezultat. Naime, u ovim zalihama je sadržana jedna vrsta skrivene rezerve, jer su podcenjene. U pitanju je tzv. **skrivena rezerva (LIFO reserve)** koja je nastala potcenjivanjem pozicije zaliha materijala. U nekom narednom momentu, kada se zalihe utroše, u proizvod se ugrađuje materijal po niskim cenama nabavke što dovodi do toga da se prikazuju nerealno niski troškovi materijala, koji utiču i na nerealno nisku cenu koštanja. Ta niska cena koštanja se onda suprostavlja visokim prihodima od prodaje i na taj način se periodični rezultat povećava (usled povećanja bruto margine, odnosno razlike prihoda od prodaje i troškova prodatih gotovih proizvoda). Ovo se dešava jedino u momentu kada se zalihe materijala koje su do tada vođene po LIFO metodi potroše.

Preračun zaliha sa LIFO na FIFO metodu moguće je obaviti korišćenjem sledeće formule:

$$\text{Zalihe po LIFO} + \text{LIFO rezerva} = \text{Zalihe po FIFO}$$

Uticaj LIFO metode na rezultat sagledava se u efektu koji postoji onda kada se LIFO zalihe prodaju ili utroše:

$$\text{Zadržani dobitak} + (\text{LIFO rezerva} \times (1 - \text{poreska stopa})).$$

Primena metoda prosečnih cena (prosečnog ponderisanog troška) rezultirala je uprosječenom vrednošću troškova materijala, zaliha i rezultata. Efekti ove metode nalaze se između metode FIFO i LIFO, pa možemo izvesti zaključak da primena ovog metoda ublažava negativne efekte prethodne dve metode.

Primena LIFO metode za analitičara nosi određene rizike i potrebno je izvršiti prilagođavanja. Sledeća tabela prikazuje primenu LIFO metode u kompaniji *Exxon Mobil*, kao i visinu LIFO rezerve.

Tabela 18. Vrednovanje zaliha u kompaniji Exxon Mobil po LIFO metodi u periodu 2007-2011. godine (Stock Analysis on Net, 2013)

Inventory Disclosure

Exxon Mobil Corp., Statement of Financial Position, Inventory

USD \$ in millions

	Dec 31, 2011	Dec 31, 2010	Dec 31, 2009	Dec 31, 2008	Dec 31, 2007
Crude oil, products and merchandise	11,665	9,852	8,718	9,331	8,863
Materials and supplies	3,359	3,124	2,835	2,315	2,226
Total inventories	15,024	12,976	11,553	11,646	11,089

Source: Based on data from Exxon Mobil Corp. Annual Reports

S obzirom da *Exxon Mobil* zalihe vrednuje po LIFO metodi, američki standardi pod nazivom US GAAP zahtevaju da kompanije koje primenjuju LIFO metodu izvrše i obelodanjivanje vrednosti zaliha po FIFO metodi u napomenama. Ovo omogućava analitičaru da izvrši obračun LIFO rezerve kao što je prikazano u sledećoj ilustraciji.

Tabela 19. Obračun LIFO rezerve u kompaniji Exxon Mobil u periodu od 2007-2011. godine (Stock Analysis on Net, 2013)

Adjusting LIFO Inventory to FIFO (Current) Cost

USD \$ in millions

	Dec 31, 2011	Dec 31, 2010	Dec 31, 2009	Dec 31, 2008	Dec 31, 2007
Adjustment to Inventories					
Inventories at LIFO (as reported)	15,024	12,976	11,553	11,646	11,089
Add LIFO reserve, ending balance	25,600	21,300	17,100	10,000	25,400
Inventories at FIFO (adjusted)	40,624	34,276	28,653	21,646	36,489

Kao što se može videti iz prethodne ilustracije, LIFO rezerva je obračunata kao razlika zaliha po LIFO i zaliha po FIFO metodi. Iznos LIFO rezerve je najviši u 2011. godini, a najmanji u 2008. godini. Između dve poslednje izveštajne godine (2010/2011) vrednost razlike u LIFO rezervi je bila US \$ 4.300 miliona (25.600-21.300). Ovaj iznos razlike govori o tome da je dobit za toliki iznos podcenjena u bilansu uspeha za 2011. godini. Obratimo pažnju da je 2007/2008 došlo do smanjenjavalrednosti LIFO rezerve između te dve godine za iznos od US \$ 15.400 miliona (10.000-25.400). Za toliko je precenjen rezultat *Exxon Mobil* kompanije u 2008. godini.

S obzirom na činjenicu da su iznosi za koje je rezultat precenjen ili potcenjen mere u milionima US \$ i shodno tome predstavljaju izuzetno značajne informacije za investitore i ostale korisnike računovodstvene analize, u nastavku izlaganja predstavimo kako treba postupiti sa obračunatom LIFO rezervom i kakvi su njezini efekti na određene bilansne pozicije i određene finansijske pokazatelje u 2011. godini za privredno društvo *Exxon Mobil*.

Tabela 20. Efekti vrednovanja zaliha po LIFO metodi na određene pozicije bilansa i finansijske pokazatelje privrednog društva *Exxon Mobil* u 2011. godini (Stock Analysis on Net, 2013)

Efekti primene LIFO metode	Exxon Mobil 2011.g.	Iznos
Prilagođavanje iznosa obrtnih sredstava	Obrtna sredstva sa zaliham po LIFO	72.963
	+ LIFO rezerva	25.600
	Obrtna sredstva za zaliham po FIFO metodi	98.563
Prilagođavanje iznosa dobitka	Dobitak ako su troškovi po LIFO metodi	41.060
	Dodati iznos razlike u LIFO rezervi	4.300
	Dobitak ako se uzme u obzir efekat LIFO rezerve	45.360
Prilagođavanje iznosa ukupne aktive	Ukupna aktiva sa zaliham po LIFO	331.052
	Dodati LIFO rezervu	25.600
	Ukupna aktiva sa zaliham po FIFO metodi	356.652
Prilagođavanje iznosa sopstvenog kapitala	Sopstveni kapital prema bilansu	154.396
	Dodati LIFO rezervu	25.600
	Sopstveni kapital nakon preračuna zaliha po FIFO	179.996
Pokazatelj opšte likvidnosti (Obrtna sredstva / Kratkoročne obaveze)	Pokazatelj prema podacima iz bilansa	0,94
	Pokazatelj nakon prilagođavanja za zalihe po FIFO	1,27
Pokazatelj neto profitne margine (Neto profit/ Prihodi)	Pokazatelj prema podacima iz bilansa	8,79%
	Pokazatelj nakon prilagođavanja neto dobitka usled preračuna troškova sa LIFO na FIFO	9,71%

Prethodna tabela ilustruje da je privredno društvo *Exxon Mobil* primenilo FIFO metodu za obračun troškova u bilansu uspeha iskazalo bi veći neto rezultat (neto dobitak), kao i viši iznos zaliha materijala i sirovina u bilansu stanja, a time i viši iznos obrtnih sredstava i ukupne aktive, kao i sopstvenog kapitala za iznos preračuna zaliha sa LIFO na FIFO. Kada analiziramo finansijske pokazatelje, uticaj prilagođavanja sa LIFO na FIFO se najviše odrazio na pokazatelj opšte likvidnosti koji je značajno viši ako se zalihe vode po FIFO, kao i na pokazatelj pod nazivom Neto profitna margina koji je, takođe, za jedan procenat viši ako se zalihe vode po FIFO metodi.

5. RAČUNOVODSTVENE POLITIKE PRIZNAVANJA I VREDNOVANJA STALNIH SREDSTAVA

Nekretnine, postrojenja, opremu, nematerijalna sredstva, dugoročne finansijske plasmane i investicione nekretnine nazivamo zajedničkim imenom **dugoročna ili stalna sredstva**.

Dugoročna ili stalna sredstva se definišu kao ona koja imaju vek upotrebe duži od jedne poslovne godine ili poslovnog ciklusa i koja su nabavljena za korišćenje u poslovanju, a ne za ponovnu prodaju kupcima. **Dugoročna ili stalna sredstva** se definišu i kao sredstva koja u proces proizvodnje ulaze celokupnom svojom vrednošću, ali se pri jednom poslovnom ciklusu ne troše u celosti, već se njihova vrednost usled fizičkog i moralnog rabaćenja postepeno smanjuje i do kraja zadržavaju svoj prvobitni oblik.

Prethodne definicije, uobičajene za razumevanje stalnih sredstava, iskristalisale su nekoliko osnovnih karakteristika:

- ♦ dug vek upotrebe,
- ♦ služe potrebama poslovanja (učestvuju u procesu proizvodnje),
- ♦ trošenje usled upotrebe ili drugih faktora (amortizacija i umanjenja), i
- ♦ materijalni pojavni oblik (nekretnine, postrojenja i oprema) i nematerijalni oblik (patenti, licence, *goodwill* i drugo) koji zadržavaju do kraja svog životnog veka.

Tabela 21. Učešće stalnih sredstava u ukupnoj aktivni privrednih društava različitih delatnosti u 2012. godini

Naziv privrednog društva i delatnost	Učešće dugoročnih sredstava u ukupnoj aktivni
Pink International, kablovske telekomunikacije	80,7%
SBB, kablovske i internet usluge	76,9%
Naftna industrija Srbije, prerada nafte	61,2%
Mona, tekstilna industrija	58,7%
Kon-tiki, tur-operator	12,3%
Komercijalna banka, finansijske usluge	2,3 %

Privredna društva u kojima dominiraju stalnih sredstava su ona koja pripadaju tradicionalnim, kapitalno intenzivnim delatnostima (prerada nafte, tekstilna industrija, brodogradnja, mašinska industrija), dok društva sa manjim učešćem ovih sredstava u aktivni su uslužna po prirodi delatnosti (finansijske, turističke usluge i dr.).

Postoje različite mogućnosti klasifikacije sredstava, ali jedna od najčešćih je njihova podela na sledeće globalne kategorije:

- ♦ materijalna sredstva,
- ♦ prirodne resurse, i
- ♦ nematerijalna sredstva.

Kada govorimo o stalnim sredstvima za potrebe finansijske analize, tada treba respektovati tri pitanja:

- ♦ priznavanje i vrednovanje, odnosno kapitalizacija troškova u bilansu stanja koji se mogu uključiti u nabavnu vrednost stalnih sredstava;
- ♦ alokacija nabavne vrednosti stalnih sredstava na troškove, odnosno u bilans uspeha (amortizacija) i
- ♦ umanjenje vrednosti (obežvređenje) stalnih sredstava prema zahtevima MRS.

Priznavanje i vrednovanje stalnih sredstava je proces uključivanja u bilans stanja pozicije koja zadovoljava definiciju sredstava. Dakle, pravila priznavanja važe i za materijalna i za nematerijalna sredstva. Pravila priznavanja se odnose na činjenicu da sredstvo treba priznati:

- ♦ ako je sigurno da će buduće ekonomske koristi od tog sredstva priticati u privredno društvo, i
- ♦ ako privredno društvo ima kontrolu nad tim koristima.

Priticanje **ekonomskih koristi** je relativno lako određivo za materijalna sredstva (nekretnine, postrojenja, oprema i prirodna bogatstva). Ekonomske koristi se odnose na realne uštede u troškovima ili povećanja prihoda do kojih dolazi korišćenjem nekog nematerijalnog ili materijalnog sredstva. Tako, privredno društvo ima koristi od činjenice da mašinu, postrojenje, prirodno bogatstvo koristi u procesu proizvodnje učinaka (gotovih proizvoda ili usluga), odnosno u procesu prodaje. Ove koristi se ogledaju u rezultatu proizvodnje – gotovom proizvodu koji je predmet prodaje i od kojeg pritiču poslovni prihodi. **Kontrola** koju privredno društvo ima nad koristima je utvrdiva na osnovu kupoprodajnog ugovora kojim su prava da se sredstvo koristi preneti sa prodavca na kupca. Dakle, kontrola je uvek povezana sa zakonskim pravima i ona proizlazi iz transakcije prodaje i njezinih uslova. Naravno, kontrolu nad ekonomskim koristima može imati i društvo koje nema pravo vlasništva nad tim sredstvom (na primer, sredstva uzeta na finansijski lizing). Za razliku od materijalnih sredstava, zadovoljenje kriterijuma priticanja ekonomskih koristi i kontrole nad nematerijalnim sredstvima nije tako jednostavno.

Tako, MRS 38 Nematerijalna sredstva, zahteva, pored priticanja koristi i zadovoljenje kriterijuma **identifikacije**. Naime, nematerijalna sredstva se moraju izdvojiti, razlikovati od ostalih nematerijalnih sredstava kako bi se ona kao posebne jedinice mogla prodavati, davati u zakup ili se privredno društvo njima moglo služiti u procesu proizvodnje učinaka. Procene budućih ekonomskih koristi se za nematerijalna sredstva mogu ostvariti

kroz povećanje prihoda od korišćenja tog sredstva, kroz smanjenje troškova koji nastaju zbog korišćenja nekog nematerijalnog sredstva i na druge slične načine. Kod određenih vrsta nematerijalnih sredstava teško je objektivno proceniti pritanje budućih ekonomskih koristi (troškovi istraživanja u načelu se ne mogu tretirati sredstvom već rashodom perioda jer nije moguće objektivno utvrditi da to nematerijalno sredstvo egzistira i teško je demonstrirati kako će sredstvo da odbacuje buduće ekonomske koristi).

Osim toga, mogućnost ostvarivanja kontrole nad koristima je sporno za određene vrste nematerijalnih sredstava. Ostvarivanje kontrole, kao što smo već raspravljali, zasniva se na legalnom pravnom odnosu. Nematerijalna sredstva, kao što su patent, licence i autorska prava kontrolišu se na osnovu zakonskih sertifikata koji prate njihovo korišćenje. Druge vrste nematerijalnih ulaganja, kao što su tehnička znanja, mogu se kontrolisati na način da društvo donese *interni pravni akt* kojim nalaže zaposlenima da održavaju poverljivost i nepovredivost tog tehničkog znanja koje se primenjuje. Za razliku od pomenutih vrsta nematerijalnih sredstava, posebnu pažnju zauzima vrednovanje i priznavanje *goodwill*-a.

U odnosima matičnog i zavisnog društva *goodwill* iskazuje samo matično društvo u konsolidovanom bilansu stanja i tako iskazan *goodwill* ne podleže amortizaciji već postupku umanjenja vrednosti. U slučaju poslovne kombinacije u kojoj jedno pravno lice kupuje neto imovinu koja uključuje *goodwill* i kada ta transakcija ne dovodi do odnosa matičnog i zavisnog privrednog društva, već do spajanja ili pripajanja, taj *goodwill* se iskazuje u bilansu stanja sticaoca neto imovine.

Dakle, *goodwill* u aktivu nije vrednost privrednog društva kupca, već je to vrednost koju je kupac spreman da plati više nego što košta privredno društvo koje je predmet kupovine. Dakle, *goodwill* se priznaje samo kod kupovine drugog privrednog subjekta. Ovako nastao *goodwill* se naziva eksterno generisan. Kod *interno generisanog goodwill*-a (odnos sa kupcima, struktura kupaca, profesionalizam menadžerskog tima i dr), računovodstveni standard stoji na stanovištu, da se ovo sredstvo **ne može priznati**, zato što nije resurs koji je moguće objektivno identifikovati, kontrolisati i pouzdano meriti (MRS 38, par. 36). Iz prezentovanog možemo zaključiti da je računovodstveno priznavanje nematerijalnih ulaganja povezano sa mnogobrojnim kontroverzama i da se u velikoj meri zasniva na **profesionalnom rasuđivanju (professional judgement)** računovođa i uprave privrednog društva. Računovodstvena opreznost prilikom vrednovanja nematerijalnih ulaganja predstavlja nužnost čiji su efekti vidljivi kroz oprezno odmeravanje supstance privrednog društva.

Za razliku od priznavanja, **vrednovanje stalnih sredstava** zasniva se na računovodstvenom principu **istorijskog troška**. Prema njemu, svako sredstvo se vrednuje prema troškovima (izdacima) koji su bili opravdani i neophodni da bi se sredstvo privelo redovnojposlovnoj upotrebi.

Sva stalna sredstva (materijalna i nematerijalna) vrednuju se po nabavnoj vrednosti ili po ceni koštanja (MRS 16, par. 15 i MRS 38, par. 22). Nabavna vrednost kod nekretnina,

postrojenja i opreme obuhvata fakturnu cenu, sa uključenim uvoznim dažbinama i nepovratnim porezima na nabavke i svaki neposredno pripisiv trošak u privođenju sredstava radnim uslovima za normalnu upotrebu, dok se svaki trgovinski popust (bonifikacija, rabat isl.) odbija od nabavne vrednosti (IASB, 2003).

Nabavna vrednost (trošak nabavke) definiše se kao iznos gotovine ili gotovinskog ekvivalenta ili fer vrednosti drugih nadoknada datih za nabavku nekog sredstva u vreme pribavljanja ili proizvodnje.

Struktura nabavne vrednosti zavisi od toga da li se dugoročno sredstvo pribavlja nabavkom na eksternom tržištu, izgradnjom ili razmenom. Troškovi nabavke nekretnina, postrojenja i opreme koje se **pribavljaju kupovinom na eksternom tržištu**, obuhvataju fakturane vrednosti (utvrđive po fakturi dobavljača od kojeg je kupljeno dugoročno sredstvo) uvećanoj za izdatke za transportne troškove i troškove manipulacije (utovar, istovar), osiguranje u toku tranzita i troškove montaže. Specifičnost kod nabavke dugoročnih sredstava je u tome što se troškovi **kamata** na dugoročne kredite iz kojih se finansiraju dugoročna sredstva ne uključuju kao deo nabavne vrednosti, već se tretiraju rashodom perioda (IASB, 2007).

Nematerijalna sredstva (patenti, licence, trgovački znak i dr.) vrednuju se primenom nabavnih vrednosti. Nabavna vrednost ima iste komponente kao i nabavna vrednost materijalnih ulaganja uz isključivanje onih troškova koji nisu po prirodi stvari mogući za nematerijalna sredstva (montaža, prevoz, utovar i dr.). Nabavnu vrednost je lako utvrditi ako se nematerijalno sredstvo nabavlja kupovinom na eksternom tržištu. Nabavnu vrednost tada čini fakturna cena, carine, direktni troškovi koji se mogu pripisati nabavci tog sredstva, kao što su profesionalne nadoknade i dr. Međutim, nematerijano sredstvo se može, osim nabavke na eksternom tržištu, pribaviti i na sledeće načine: kao deo poslovnog spajanja, besplatnim dodeljivanjem od strane države, razmenom i internom proizvodnjom.

Ulaganja u probnu proizvodnju (troškovi probne proizvodnje) obuhvataju troškove nastale u fazi uvođenja proizvoda ili rekonstruisanja opreme. Ovi troškovi se prema MRS 38- Nematerijalna imovina ne uključuju u nematerijalna sredstva, već se smatraju rashodom perioda kada su nastali. Ovo znači da se troškovi ulaganja u probnu proizvodnju ne uključuju kao deo nabavne vrednosti dugoročne imovine jer MRS 16- Nekretnine, postrojenja i oprema, takođe, ne propisuje njihovo uključivanje u nabavnu vrednost.

Nematerijalno sredstvo koje se pribavlja **kao deo poslovnog spajanja**, tj. kupovinom nekog privrednog društva, ima nabavnu vrednost jednaku fer vrednosti tog sredstva na dan nabavke. U određenim slučajevima nematerijalno sredstvo se može pribaviti besplatno na bazi **državnog dodeljivanja** (prava na korišćenje aerodromske piste, radio i TV stanica i sl.). Njegova nabavna vrednost je jednaka fer vrednosti na dan nabavke.

Najveći problem utvrđivanja nabavne vrednosti predstavljaju **interno generisana nematerijalna sredstva**. Prema MRS 38, u tu kategoriju spadaju troškovi istraživanja i

razvoja. Prema MRS 38, nematerijalno sredstvo može nastati samo **u fazi razvoja**, a ne i u fazi istraživanja. ***Troškove istraživanja treba odmah tretirati rashodom perioda, dok troškove razvoja treba aktivirati u bilansu stanja kao nematerijalna sredstva, ako je ono tehnički izvedeno, ima sposobnost da se koristi ili prodaje i ako se ti troškovi mogu na razumnoj osnovi meriti.*** Nabavnu vrednost čine svi troškovi koji se mogu direktno pripisati ili rasporediti na sredstvo (trošak materijala, plate radnika na razvoju, nadoknade da se registruje zakonsko pravo na patent, opšti troškovi kao što je amortizacija i sl.). Interno generisani *goodwill* nije nematerijalno sredstvo. Interno izgrađeni zaštitni znaci, memorandum, specifikacije kupaca i slične stavke ne predstavljaju nematerijalnu imovinu jer ne zadovoljavaju kriterijum objektivnog merenja njihove vrednosti.

Sledeća ilustracija prikazuje računovodstvenu politiku za nematerijalna ulaganja privrednog društva Telekom Srbija.

Prikaz 36. Napomene uz konsolidovane finansijske izveštaje za nematerijalna ulaganja, Telekom Srbije za 2011. godinu (Agencija za privredne registre, 2013)

2.13. Nematerijalna ulaganja

Nematerijalna ulaganja na dan 31. decembra 2011. godine se uglavnom sastoje od goodwill-a, odnosa sa kupcima, poslovnog imena ("brand"), softvera, telekomunikacionih licenci i ostalih licenci.

Nematerijalna ulaganja iskazana su po nabavnoj vrednosti umanjenoj za ukupnu akumuliranu ispravku vrednosti (izuzev goodwill-a) i eventualne akumulirane gubitke od umanjenja vrednosti.

Goodwill predstavlja višak troška sticanja/prenesene naknade poslovnom kombinacijom iznad udela "Telekom Srbija" u neto fer vrednosti prepoznatljivih sredstava, priznatih obaveza i potencijalnih obaveza stečenih zavisnih preduzeća "Telekom Srpske" i "HD-WIN" (Napomena 35) na dan sticanja. Goodwill nastao prilikom sticanja zavisnog preduzeća uključuje se u nematerijalna ulaganja. Priznati goodwill se testira godišnje kako bi se utvrdilo da li mu je vrednost umanjena i iskazuje se po nabavnoj vrednosti umanjenoj za akumulirane gubitke po osnovu umanjenja vrednosti. Gubici po osnovu obezvređenja goodwill-a se ne ukidaju. Goodwill se alokira na jedinice koje generišu gotovinu za svrhe testiranja na obezvređenje.

Ugovorni odnosi sa kupcima pribavljeni u poslovnoj kombinaciji sticanja zavisnog preduzeća "Telekom Srpske" priznaju se po fer vrednosti na datum pribavljanja. Ugovorni odnosi sa kupcima imaju ograničen vek trajanja i iskazuju se po nabavnoj vrednosti umanjenoj za akumuliranu ispravku vrednosti. Amortizacija se obračunava primenom proporcionalne metode u očekivanom veku trajanja odnosa sa kupcima.

Prikaz 36a. Napomene uz konsolidovane finansijske izveštaje za nematerijalna ulaganja, Telekom Srbije za 2011. godinu (Agencija za privredne registre, 2013)

2.13. Nematerijalna ulaganja (Nastavak)

Poslovno ime ("brand") predstavlja prepoznatu identifikovanu vrednost prilikom sticanja 51% udela u preduzeću "HD-WIN". Poslovno ime "Arena Sport" predstavlja poznat znak u pružanju sportskog programa klijentima kroz TV distributere od strane trenutnih i potencijalnih pretplatnika. Poslovno ime stvara uštede u troškovima koji su jednaki naknadama koje se plaćaju za korišćenje sličnih poslovnih imena. Pomenuta ušteda za naknade za korišćenje poslovnog imena izračunata je na osnovu projektovanih prihoda od distribucije TV prava i srednje stope naknade za korišćenje poslovnog imena uporedivih licenciranih proizvoda. Pretpostavljeno je da poslovno ime ima neograničen vek trajanja.

Softveri i licence su iskazani po nabavnoj vrednosti umanjenoj za akumuliranu ispravku vrednosti.

Izdaci vezani za održavanje softvera priznaju se kao trošak u periodu kada nastanu. Izdaci po osnovu istraživanja i razvoja priznaju se kao trošak u periodu u kome nastanu (Napomena 10).

S obzirom na to na veći broj vrsta nematerijalnih ulaganja, računovodstvena politika se razlikuje od sredstva do sredstva. Zadatak finansijskog analitičara je da ove politike analizira i kroz njihovu primenu na konkretnim podacima kao što se vidi iz sledeće detaljnije ilustracije.

Prikaz 37. Telekom Srbije, Napomene uz konsolidovane finansijske izveštaje za nematerijalna ulaganja za 2011. god. (Agencija za privredne registre, 2013)

17. NEMATERIJALNA ULAGANJA

	Goodwill	Odnosi sa kupcima	Licence	Softveri	Ostala nematerijalna ulaganja	Nematerijalna ulaganja u pripremi	Ukupno
Nabavna vrednost							
1. januar 2010. godine	30,528,110	15,909,326	18,859,007	12,170,242	1,000,055	1,163,656	79,630,396
Povećanja	-	-	-	-	-	1,679,644	1,679,644
Aktiviranja	-	-	234,557	875,179	4,169	(1,113,905)	-
Otuđenja i rashodovanja	-	-	(652)	(422,405)	-	-	(423,057)
Prenos (sa)/na	-	-	172	-	-	(402,297)	(402,125)
Ostale promene	-	-	468,127	(32,086)	-	14,930	450,971
Kursne razlike po osnovu preračuna valuta	3,059,337	1,594,333	969,352	134,876	39,564	26,054	5,823,516
Stanje na dan 31. decembra 2010. godine	33,587,447	17,503,659	20,530,563	12,725,806	1,043,788	1,368,082	86,759,345
Povećanja	-	-	-	-	-	1,262,643	1,262,643
Aktiviranja	-	-	79,017	636,250	428,684	(1,143,951)	-
Povećanja po osnovu poslovne kombinacije	512,930	-	4,034	-	410,247	-	927,211
Otuđenja i rashodovanja	-	-	(18,728)	(46,289)	(2,469)	(422,124)	(489,610)
Prenos (sa)/na	-	-	312,248	458,214	-	(49,000)	721,462
Ostale promene	-	-	40,965	-	-	-	40,965
Kursne razlike po osnovu preračuna valuta	(272,982)	(142,261)	(80,353)	362	7,224	(14,770)	(502,780)
Stanje na dan 31. decembra 2011. godine	33,827,395	17,361,398	20,867,746	13,774,343	1,887,474	1,000,880	88,719,236

Najviša vrednost u strukturi nematerijalne imovine je vrednost *goodwill*-a i ona iznosi 33.827.395 hiljada dinara. Ova vrednost je povećana u toku godine na ime povećanja ili dodatnih ulaganja u poslovnu kombinaciju od 512.930 hiljada dinara, kao i smanjenja na ime negativnih kursnih razlika i preračuna valuta od (272.982 hiljada dinara).

S obzirom na to da je vrednost *goodwill*-a u bilansu matičnog društva najčešće proizvod više plaćene cene za neko drugo stečeno privredno društvo nego što je bila njegova vrednost neto imovine (u konkretnom primeru to je Telekom Srpske i HD Win), finansijski analitičari u analizi moraju da na iznos *goodwill*-a obrate posebnu pažnju u smislu subjektivnosti, i stoga ga najčešće isključuju iz analize na sledeći način:

Tabela 22. Prilagođavanje bilansnih pozicija isključivanjem goodwill-a (Stock Analysis on Net, 2013)

USD \$ in millions		Dec 31, 2011	€
Adjustment to Total Assets			
	Total assets (as reported)	1000	
	Less: Goodwill	1000	
	Total assets (adjusted)	1000	
Adjustment to Stockholders' Equity Attributable To Parent			
	Stockholders' equity attributable to parent (as reported)	1000	
	Less: Goodwill	1000	
	Stockholders' equity attributable to parent (adjusted)	1000	
Adjustment to Net Income Attributable To AT&T			
	Net income attributable to AT&T (as reported)	1000	
	Add: Goodwill impairments	1000	
	Net income attributable to AT&T (adjusted)	1000	

Prethodna ilustracija prikazuje da finansijski analitičari oduzimaju iznos *goodwill*-a od ukupne aktive, svodeći je na nižu vrednost, zatim oduzimaju taj iznos i od sopstvenog kapitala, dok iznos umanjenja vrednosti *goodwill*-a ako je prikazan u bilansu uspeha dodaju na iznos neto dobitka čime se anuliraju efekti *goodwill*-a na čitav niz finansijskih pokazatelja koji se baziraju i računaju na bazi ovih pozicija (ROA; ROE, neto profitna margina, finansijski leveridž). Na isti način bi trebalo postupiti sa iznosom *goodwill*-a Telekoma Srbija i isključiti ga iz analize, kao što smo i prikazali u sledećoj tabeli:

Tabela 23. Prilagođavanje iznosa ukupne aktive, kapitala i dobitka Telekom Srbije na ime iznosa goodwill-a za 2011. godinu

Prilagođavanja	Telekom Srbije
Ukupna aktiva	258.617.922
Goodwill- oduzeti	33.827.395
Ukupna aktiva posle prilagođavanja	224.790.527
Ukupan kapital	161.222.605
Goodwill – oduzeti	33.827.395
Ukupan kapital posle prilagođavanja	127.395.210
Neto dobitak	23.229.006
+ umanjenje vrednosti goodwill-a	0
Neto dobitak posle prilagođavanja	23.229.006

5.1. Amortizacija

Amortizacija je proces alokacije nabavne vrednosti stalnog sredstva na rashode, odnosno troškove. Stalna sredstva su kapitalizovani troškovi koji čekaju momenat da pređu u bilans uspeha kada ih treba izvršiti sučeljavanje (*matching* princip) sa prihodima u tom obračunskom periodu.

Za utvrđivanje troškova amortizacije, analitičar mora voditi računa o sledećem: veku upotrebe sredstva, procenjenoj rezidualnoj vrednosti, nabavnoj vrednosti i primenjenoj metodi amortizacije. MRS 16 - Nekretnine, postrojenja i oprema daje menadžmentu mogućnost da izabere između nekoliko metoda amortizacije koje im stoje na raspolaganju:

- ♦ metode vremenske amortizacije (linearna/proporcionalna ili pravolinijska, degresivna), i
- ♦ funkcionalna metoda amortizacije.

Tabela 24. Praktična zastupljenost računovodstvenih metoda amortizacije (Pratt, 2003)

Metoda amortizacije	Učešće u bilansima 500 velikih američkih privrednog društva
Pravolinijski metod	82 %
Degresivna metoda	5 %
Funkcionalna metoda	2%
Ostale metode	1 %

Metode amortizacije moraju odraziti ekonomsku suštinu alokacije nabavne vrednosti određenog sredstva. Promena metoda amortizacije smatra se promenom računovodstvene politike i mora se objaviti u napomenama i izvršiti objavljivanje efekata nove metode kao da je oduvek bila u primeni- retroaktivna primena i efekti na Izveštaj o promeni na kapitalu (MRS 8), dok se promena veka upotrebe i rezidualne vrednosti smatra promenom računovodstvene procene koju je dovoljno objaviti u okviru napomena i primeniti prospektivno.

U ovom delu raspravljamo o efektima dva alternativna metoda amortizacije na bilans uspeha, odnosno na iskazani rezultat u obračunskom periodu. Rezultate primene pravolinijskog i metoda aritmetičke degresije ilustrovaćemo sledećim primerom.

PRIMER

Nabavna vrednost dugoročnih sredstava iznosi 15.000,00 din. Procenjeni korisni vek upotrebe sredstava je 5 godina. Prosečni godišnji prihod iznosi 12.000,00 din, a ostali troškovi (bez amortizacije) iznose 5.000,00 din godišnje. Na osnovu datih podataka utvrditi godišnje iznose amortizacije primenom pravolinijskog i degresivnog metoda, a potom analizirati njihov uticaj na periodični rezultat.

Rešenje:

$$\text{Pravolinijska stopa amortizacije} = 100/5 = 20\%$$

$$\text{Kvota amortizacije po pravolinijskom metodu} = 15.000 \times 0.2 = 3.000$$

$$\text{Iznos degresije} = 2 \times 15.000 / 5 \times (5+1) = 1.000$$

Godišnji iznosi amortizacije i neotpisane vrednosti po metodi aritmetičke degresije i pravolinijskoj metodi dati su u sledećem pregledu:

Godine	Amortizacija pravolinijski metod	Neotpisana vrednost- pravolinijski metod	Amortizacija aritmetička degresija	Neotpisana vrednost- aritmetička degresija
1	3.000	12.000	5.000	10.000
2	3.000	9.000	4.000	6.000
3	3.000	6.000	3.000	3.000
4	3.000	3.000	2.000	1.000
5	3.000	0	1.000	0

Pravolinijska metoda amortizacije pokazuje istu godišnju kvotu amortizacije u svim godinama korisnog veka upotrebe sredstava koja iznosi 3.000 din. Primenom metode aritmetičke

degresije, koja se još naziva i metoda ubrzane (akcelerirane) amortizacije, u prve dve godine se otpiše 60% vrednosti dugoročnog sredstva. Metoda aritmetičke degresije odbacuje veće kvote amortizacije u prve dve godine od pravolinijske metode. U kasnijim godinama veka trajanja godišnje kvote amortizacije po metodi degresije opadaju ispod kvota koje daje pravolinijska metoda amortizacije. Obe metode u potpunosti amortizuju nabavnu vrednost dugoročnog sredstva od 15.000 din u toku 5 godina veka trajanja.

Obračun periodičnih rezultata po godinama kada privredno društvo za obračun troškova amortizacije primenjuje **pravolinijsku (proporcionalnu ili linearunu) metodu** dat je u sledećem pregledu:

Godine	Prihodi	Troškovi amortizacije	Ostali troškovi	Rezultat
1	12.000	3.000	5.000	4.000
2	12.000	3.000	5.000	4.000
3	12.000	3.000	5.000	4.000
4	12.000	3.000	5.000	4.000
5	12.000	3.000	5.000	4.000

Obračun periodičnih rezultata po godinama kada privredno društvo obračunava troškove amortizacije primenom **degresivnog metoda** dat je u sledećem pregledu:

Godine	Prihodi	Troškovi amortizacije	Ostali troškovi	Rezultat
1	12.000	5.000	5.000	2.000
2	12.000	4.000	5.000	3.000
3	12.000	3.000	5.000	4.000
4	12.000	2.000	5.000	5.000
5	12.000	1.000	5.000	6.000

Komentar:

Tokom veka trajanja dugoročnih sredstava primena dve metode amortizacije uticala je na različite obrasce ponašanja ukupno ostvarenog dobitka u društvima koja primenjuju različite metode. U privrednom društvu koje primenjuje metodu pravolinijske amortizacije, tokom svih pet godina identičan je iznos neto dobitka (4.000 din). Društvo koje primenjuje metodu aritmetičke degresije, u prvim godinama veka trajanja odbacilo je manji iznos neto dobitka (2.000 u prvoj godini i 3.000 u drugoj godini) u odnosu na pravolinijsku metodu. U kasnijim godinama veka trajanja (od 3-5 godine) primena metoda aritmetičke degresije je rezultirala u iskazivanju istog ili višeg iznosa dobitka od privrednog društva koje je primenjivalo pravolinijsku metodu amortizacije.

Poreski efekti izbora između metoda amortizacije različitih privrednih društava ostvaruju se na bazi razlike između iskazanog dobitka. Naime, ako posmatramo samo *prvu godinu* u veku trajanja dugoročnog sredstva i pretpostavimo da je stopa poreza na dobit 12%, društvo koje primenjuje metodu aritmetičke degresije iskazaće manji iznos dobitka (2.000 din) i niži iznos poreza ($240 = 2.000 \times 0.12$) od privrednog društva koje primenjuje pravolinijski metod amortizacije (dobitak 4.000 din, a porez na dobit $480 \text{ din} = 4.000 \times 0.12$).

Promene u metodama amortizacije determinisane su različitim faktorima. Privredna društva moraju imati opravdanje za promenu u metodama amortizacije i dužna su da efekte promena metode na dobitak iskažu u napomenama uz finansijske izveštaje za 5 godina unazad pre početka primene tog metoda. U poslovnoj praksi tržišno razvijenih zemalja promene metoda amortizacije nisu retke. Tako je velika američka kompanija *IBM* promenila metodu obračuna amortizacije i prešla sa degresivnog na pravolinijski obračun amortizacije. Promena metoda amortizacije dovela je do povećanja dobitka ove kompanije za \$375 miliona. Premda je povećanje dobitka uvek pozitivan signal za investitore, promena metoda amortizacije u kompaniji *IBM* nije uticala na povećanje cena akcija kompanije *IBM*, što znači da su investitori prepoznali da se promenom metoda amortizacije **ne kreiraju realne performanse kompanije** (Pratt, 2003). Naime, veoma često investitori promenu metoda amortizacije doživljavaju kao negativan signal, odnosno kao pokušaj uprave da prikrije loše poslovne rezultate tzv. kozmetičkim bilansnim promenama.

Promene metoda amortizacije ponekad se čine sa namerom da se novom metodom prikažu objektivniji podaci o vrednosti imovine u bilansu stanja, kao i troškovima amortizacije u bilansu uspeha. Na primer, finansijski menadžer kompanije Inland Steel, koja primenjuje metodu degresije, komentariše primenu linearne metode na sledeći način: „Zašto da sebe dovodimo u nepovoljniji položaj nego druge konkurentske kompanije koje primenjuju manje konzervativne metode amortizacije?”

Posebnu pažnju finansijski analitičari moraju posvetiti načinu na koji se obuhvata i da li se iskazuje umanjeње vrednosti (obezvređenje) stalnih sredstava. Naime, ako tržišna cena sredstva padne ispod knjigovodstvene vrednosti i ako je taj pad permanentan, tada se mora pristupiti otpisu vrednosti sredstva. Zadatak analitičara je da utvrdi da li su iznosi otpisa pravilno urađeni. Ovo je ponekad teško samo zahvaljujući informacijama iz zvaničnih izveštaja jer su one nedovoljne. U SAD-u je primećen trend da kompanije u povoljnim poslovnim godinama vrše značajne otpise (umanjeња) vrednosti stalnih sredstava. Ova strategija se zove „veliko kupanje“ (**Big Bath**). Strategijom se priznaju rashodi od obezvređenja imovine mnogo pre nego što je to nužno i opravdano. Ovo rade *General Motors*, *Chrysler*, *Polaroid* bilo zbog razloga da ispeglaju dobitak ili zbog razloga da prikažu rashode i umanje dobitak (Pratt, 2003).

Sledeći primer prikazuje napomene i obelodanjivanja vezana za amortizaciju kod privrednog društva Telekom Srbije.

Prikaz 38. Napomene uz konsolidovane finansijske izveštaje, Telekom Srbije za 2011. (Agencija za privredne registre, 2013)

2.14. Amortizacija

Otpisivanje nekretnina i opreme i nematerijalnih ulaganja se vrši primenom proporcionalne metode kojom se vrednost sredstava u potpunosti otpisuje tokom procenjenog veka upotrebe.

Otpisivanje se vrši po stopama koje su zasnovane na preostalom korisnom veku upotrebe sredstava, procenjenom od strane rukovodstva Grupe i usvojenom od strane Upravnog odbora/Odbora direktora Grupe. Preispitivanje korisnog veka upotrebe periodično vrše nadležne službe preduzeća unutar Grupe.

Stope amortizacije za glavne kategorije nekretnina i opreme, date su u sledećem pregledu:

Nekretnine	1.5% - 10%
Oprema za fiksnu telefoniju	2.5% - 50%
Oprema za mobilnu telefoniju	6.67% - 20%
Transportna sredstva	10% - 33.33%
Računarska oprema	10% - 33.33%
Ostala oprema	6.67% - 33.33%

Primenjene stope za amortizaciju nematerijalnih ulaganja su sledeće:

Licenca za UMTS/GSM mrežu	6.67%-10%
Licenca za fiksni bežični pristup (CDMA)	10%
Licenca - WiMAX	20%
Licence za softvere	20% - 50%
Licence za softvere - mobilna telefonija	10%
Softveri	20% - 33.33%

Obračun amortizacije nekretnina, opreme i nematerijalnih ulaganja počinje kada se ova sredstva stave u upotrebu. Zemljište i sredstva koja imaju neograničeni korisni vek upotrebe (goodwill i poslovno ime) se ne amortizuju.

2.14. Amortizacija (Nastavak)

Obračun amortizacije za poreske svrhe vrši se u skladu sa Zakonom o porezu na dobit pravnih lica Republike Srbije ("Službeni glasnik Republike Srbije", br. 25/2001, 80/2002, 43/2003, 84/2004 i 18/2010) i Pravilnikom o načinu razvrstavanja stalnih sredstava po grupama i načinu utvrđivanja amortizacije za poreske svrhe ("Službeni glasnik Republike Srbije", br. 116/2004 i 99/2010), odnosno u skladu sa Zakonom o porezu na dobit pravnih lica Crne Gore i Zakonom o porezu na dobit Republike Srpske, što rezultira u odloženim porezima (Napomena 16(c)).

Privredno društvo Telekom Srbije primenjuje pravolinijsku ili proporcionalnu metodu amortizacije i različite stope amortizacije za pojedine imovinske delove. Najviše stope amortizacije se primenjuju za računarsku opremu i transportna sredstva (u proseku od 10-33,3%), kada je reč o materijalnim stalnim sredstvima. Međutim, kada je reč o nematerijalnim sredstvima kao što su licence za UMTS/GSM mrežu, za fiksni bežični

pristup stope amortizacije su različite i kreću se uglavnom od 6-10%. *Goodwill*, poslovno ime i zemljište se ne amortizuju. Osim pomenutog, u napomenama Telekomu Srbije može se uočiti i da ovo društvo primenjuje stope amortizacije koje su različite od onih koje se primenjuju za poreske svrhe, što često rezultira u odloženim porezima.

Zadatak finansijskog analitičara kada su u pitanju računovodstvene politike vezane za nabavku i trošenje stalne imovine jeste sagledavanje nekoliko važnih pitanja i to:

- ♦ utvrditi prosečnu istrošenost nekretnina, postrojenja i opreme u godinama na dan bilansa u % prema formuli : $(100 \times \text{akumulirana amortizacija}) / \text{bruto vrednost nekretnina postrojenja i opreme umanjena za zemljište}$;
- ♦ utvrditi prosečan vek trajanja prema sledećoj formuli: $\text{bruto iznos nekretnina, postrojenja i opreme} - \text{zemljište} / \text{troškovi amortizacije}$;
- ♦ broj godina koje su protekle od nabavke tog sredstva po formuli: $\text{Akumulirana amortizacija} / \text{Troškovi amortizacije}$.

Na primeru privrednog društva Tigar, a.d. izvršićemo analizu neophodnih pokazatelja iz napomena uz konsolidovane finansijske izveštaje ovog društva.

Prikaz 39. Napomene uz konsolidovane finansijske izveštaje Tigar, a.d.za 2011. godine (Agencija za privredne registre, 2013)

	Земљиште	Импли- ментни објекти	Постројења и опрема	Остала средства	Аванси и инвести- ције у току	Укупно
Набавна вредност						
Стање 1. јануара 2010. године	122,411	2,711,736	1,398,120	24,318	208,020	4,464,605
Набавке у току године	-	-	-	-	108,039	108,039
Пренос са нематер. улагања	-	44,729	63,001	-	120,380	228,110
Ефекат процене	586	110,599	-	-	106,392	217,577
Остало	-	(6,962)	(1,805)	-	-	(8,767)
Отуђења и расхоровања	(171)	(130)	(39,120)	-	(28,601)	(68,022)
Стање 31. децембар 2010. год.	123,937	2,950,131	1,597,092	28,395	241,987	4,941,542
Стање 1. јануара 2011. године	123,937	2,950,131	1,597,092	28,395	241,987	4,941,542
Повећања током године	-	187,099	-	1,618	402,537	591,254
Активирања	-	65,477	51,577	2,148	(119,202)	-
Пренос са нематер. улагања	-	-	45,089	-	215,431	260,520
Ефекат процене	13,244	55,969	-	-	-	69,211
Пренос на сред. намењена продаји и инвест. некретнине	-	(233,585)	(272)	-	-	(233,857)
Отуђења и расхоровања	(48,164)	(244,582)	(30,234)	(3,919)	-	(326,899)
Стање 31. децембар 2011. год.	89,017	2,780,509	1,663,252	28,242	740,753	5,301,773
Исправка вредности						
Стање 1. јануара 2010. године	-	85,813	435,048	3,806	-	524,667
Амортизација за текућу годину	-	30,838	116,999	3,249	-	151,086
Остало	-	4,647	-	-	-	4,647
Отуђења и расхоровања	-	-	(26,972)	-	-	(25,586)
Стање 31. децембар 2010. год.	-	121,298	525,075	7,055	-	653,428
Стање 1. јануара 2011. године	-	121,298	525,075	7,055	-	653,428
Амортизација за текућу годину	-	52,115	103,021	5,167	-	160,303
Отуђења и расхоровања	-	(25,186)	(7,531)	(725)	-	(33,442)
Стање 31. децембар 2011. год.	-	148,227	620,565	11,497	-	780,289
Садашња вредност:						
- 31. децембар 2011. године	89,017	2,632,282	1,042,687	16,745	740,753	4,521,484
- 31. децембар 2010. године	123,937	2,828,833	1,072,017	21,340	241,987	4,288,114

Tabela 25. Izračunavanje finansijskih pokazatelja za nekretnine, postrojenja i opremu iz napomena uz konsolidovane finansijske izveštaje za privredno društvo Tigar, a.d. (Agencija za privredne registre, 2013)

Pozicija	2011. godina	2010. godina
Bruto vrednost nekretnina postrojenja i opreme bez zemljišta	5.301.773-89.017=5.212.756	4.941.542-123.937=4.817.605
Troškovi amortizacije	160.303	151.086
Akumulirana ispravka vrednosti (akumulirana amortizacija)	780.289	653.428
Prosečna istrošenost sredstava u %	14,9%	13,56%
Prosečan vek trajanja	32	31
Broj godina koje su protekle od nabavke sredstava	4,86	4,32

Kao što se iz tabele može zaključiti nekretnine, postrojenja i oprema privrednog društva Tigar, a.d. nisu značajno istrošena. Stopa istrošenosti je svega 14,9% u 2011. god., broj godina koje su protekle od nabavke sredstava je u proseku oko 4,86 godina, dok je ukupan vek trajanja koji se očekuje u proseku oko 32 godine. Između 2010/2011 godine nije došlo do značajnih promena u ovim pokazateljima. U toku godine Tigar, a.d nije izvršio promenu računovodstvene procene (na primer veka trajanja ili rezidualne vrednosti).

Međutim, u privrednoj praksi nisu retke promene računovodstvenih procena i one su za finansijskog analitičara od izuzetne važnosti. Razmotrimo sledeće napomene.

Prikaz 40. Obelodanjivanje promene računovodstvene procene jednog domaćeg privrednog društva

Одлуком Генералног директора у току 2009. године стручна комисија је у складу са захтевима МРС 16 “Некретнине, постројења и опрема”, извршила преиспитивање корисног века употребе некретнина, постројења и опрема. На основу Извештаја Комисије о појединачном испитивању корисног века употребе опреме, извршено је повећање корисног века употребе опреме а сходно томе су утврђене и нове стопе амортизације за наредне периоде. Повећања корисног века употребе опреме је имало за ефекат смањење амортизације текућег периода за износ 50,407 хиљада динара.

Postavlja se pitanje da li i kakve efekte ova promena računovodstvene procene može imati na finansijsku analizu i da li treba izvršiti odgovarajuća prilagođavanja. U narednoj tabeli prikazali smo kako pristupiti promeni računovodstvene procene:

Tabela 26. Prilagođavanje bilansnih pozicija usled promene računovodstvene procene

Prilagođavanja bilansnih pozicija		2009.godina	2008.godina
Promene poslovnog dobitka	Poslovni dobitak iz bilansa (uračunata promena računovodstvene procene)	522.414	570.434
	Anuliranje efekta promene procene	-50.000	
	Poslovni dobitak nakon prilagođavanja	472.414	570.434
Efekti na bruto poslovnu maržu	Bruto poslovna marža sa promenom procene	13%	
	Bruto poslovna marža nakon anuliranja efekta promene računovodstvene procene	11%	-
ROA	ROA sa promenom procene	9,8%	
	ROA nakon anuliranja efekta promene procene	8,9%	

Promena računovodstvene procene ovog privrednog društva, odnosno povećanje korisnog veka upotrebe opreme dovelo je do smanjenja troškova amortizacije za 50.000 hiljada dinara u 2009.godini. Ova promena znači da je dobitak u 2009. godini bio veći ili prećenjen za taj iznos. Finansijski analitičar postupa na sledeći način: od iznosa ostvarenog dobitka iz bilansa uspeha za 2009.godinu oduzeli smo iznos smanjenja troškova amortizacije od 50.000 hiljada dinara, tako da je stvarni dobitak u obračunskom periodu, nakon anuliranja efekta promene računovodstvene procene 472.414 hiljada dinara. Radi jasnijeg uvida u širenje nerealnog optimizma ovog privrednog društva, u pogledu sticanja dobitka, dobitak prethodne 2008.godine je iznosio 570.434 hiljade dinara što predstavlja pad od 17,1% u odnosu na poslovni dobitak ostvaren u 2009. godini ($570.434 - 472.414 / 570.434$). Ako ne anuliramo efekat promene veka trajanja i smanjenja amortizacije ovo privredno društvo je obelodanilo pad i uverilo investitore da je imalo opadanje poslovnog dobitka od samo 8% ($522.414 - 570.434 / 570.434$).

6. ANALIZA RAČUNOVODSTVENIH POLITIKA PRIZNAVANJA I VREDNOVANJA OBAVEZA, REZERVISANJA I SOPSTVENOG KAPITALA KOMPANIJE

6.1. Analiza obaveza i rezervisanja

Analiza finansijskih izveštaja mora da obuhvati i analizu računovodstvenih politika koje se odnose na rezervisanja, odnosno dugoročne obaveze po tom osnovu.

Rezervisanja (*Contingent Liabilities*) su obaveze koje zavise od razvoja nekog po pravilu nepovoljnog događaja za privredno društvo (kvar na robi i njena popravka, obnavljanje nekog prirodnog bogatstva i slično). Podmirivanje ove obaveze zahteva odliv resursa privrednog društva koje sadrže ekonomske koristi.

Da bi neka obaveza bila priznata kao rezervisanje mora postojati izvesnost da će neki događaj nastati u **budućnosti** i da će po tom osnovu doći do **odliva sredstava**. Pouzdanom procenom može se utvrditi iznos buduće obaveze privrednog društva, tako da je sastavni deo posla računovođe da obavi procenjivanje iznosa rezervisanja.

Rezervisanje se može izvršiti za:

- ♦ davanje garancija kupcima robe,
- ♦ davanje jemstva drugom privrednom društvu za izmirivanje njegovih obaveza,
- ♦ ekološko zagađenje okoline u slučaju kada postoji zakonska obaveza uklanjanja zagađenja,
- ♦ rezervisanje za efekte sudskog spora ako je izvesno da će biti izgubljen itd.

Finansijski analitičari imaju sledeće informacije na raspolaganju kada je reč o rezervisanjima: napomene, diskusije uprave, pismo akcionarima.

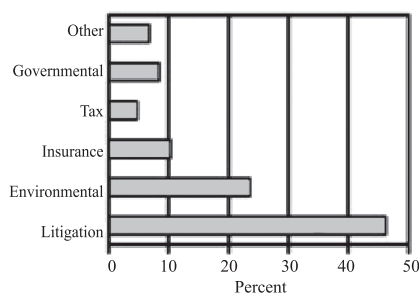
Kada je reč o analizi, koriste se sledeće metode:

- ♦ utvrđuje se tačnost izvršenih procenjivanja rezervisanja od strane uprave,
- ♦ analiziraju se napomene i utvrđuje postojeći rizik od nekog događaja za koji je izvršeno rezervisanje,

Rezervisanje ima najmanje dva značenja:

- a) obaveza neizvesnog roka dospeća ili iznosa i
- b) rezervisanje je postupak priznavanja i vrednovanja rezervisanja kao obaveza u bilansu stanja.

Frequency of Contingent Liabilities



- ♦ utvrđuje se iznos pristrasnosti iznosa rezervisanja i
- ♦ vodi se računa o strategiji enormno visokih rezervisanja (*Big Bath*). Primer računovodstvenih politika vezanih za rezervisanja prikazujemo na primeru privrednog društva Telekom Srbije u nastavku. Na prikazu iznad vidimo rezervisanja i njihovu učestalost formiranja. Kao što se iz prikaza može videti, najveći broj rezervisanja vezan je za sudske sporove²⁰.

Prikaz 41. Računovodstvene politike za rezervisanja iz napomena uz konsolidovane finansijske izveštaje Telekoma Srbija za 2011. godinu (Agencija za privredne registre, 2013)

Rezervisanje po osnovu sudskih sporova

Grupa je uključena u veći broj sudskih sporova koji proističu iz njenog svakodnevnog poslovanja i odnose se na komercijalna i ugovorna pitanja, kao i pitanja koja se tiču radnih odnosa, a koja se rešavaju ili razmatraju u toku regularnog poslovanja. Grupa redovno procenjuje verovatnoću negativnih ishoda ovih pitanja, kao i iznose verovatnih ili razumnih procena gubitaka.

Razumne procene obuhvataju prosuđivanje rukovodstva Grupe nakon razmatranja informacija koje uključuju obaveštenja, poravnanja, procene od strane pravnog sektora, dostupne činjenice, identifikaciju potencijalnih odgovornih strana i njihove mogućnosti da doprinesu rešavanju, kao i prethodno iskustvo. Rezervisanje za sudske sporove se formira kada je verovatno da postoji obaveza čiji se iznos može pouzdano proceniti pažljivom analizom. Potrebno rezervisanje se može promeniti u budućnosti zbog novih događaja ili dobijanja novih informacija.

Pitanja koja su ili potencijalne obaveze ili ne zadovoljavaju kriterijume za rezervisanje se obelodanjuju, osim ako je verovatnoća odliva resursa koji sadrže ekonomske koristi veoma mala.

	2011.	2010.
Rezervisanja za dugoročna primanja zaposlenih	1,911,841	2,300,509
Rezervisanja za sudske sporove	256,186	251,601
Rezervisanja za ostale verovatne događaje	61,554	62,058
Stanje na dan 31. decembra	2,229,581	2,614,168

Kao što se iz prethodne ilustracije može videti Telekom Srbija u 2011. u svojim napomenama uz konsolidovane finansijske izveštaje prikazuje rezervisanja na ime sudskih sporova od 256.186 hiljada dinara i opravdava načine utvrđivanja iznosa rezervisanja (obaveštenja, poravnanja, procene pravnog sektora i slično).

Sledeći jednostavan primer prikazuje efekte procene rezervisanja na bilans uspeha.

20 Više informacija videti na: prihantoro.staff.gunadarma.ac.id/.../Contingencies,+Commitments.

Primer

Privredno društvo X prodalo je gotovih proizvoda kupcima za \$ 5.000 uz garanciju koja traje 2 godine. Uprava je procenila da će troškovi popravki u garantnom roku iznositi:

a) 1% prodajne vrednosti i b) 5% prodajne vrednosti.

Ostali troškovi iznose 4.700.

Uticaj troškova rezervisanja na periodični rezultat prikazan je u sledećem obračunu:

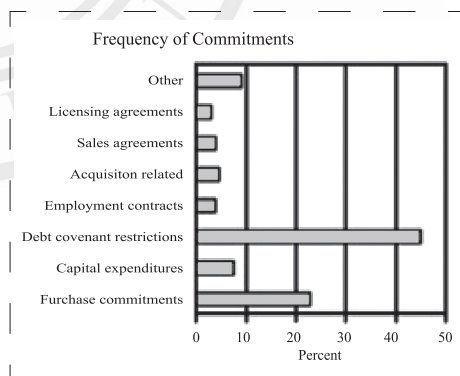
Opis	Varijanta A	Varijanta B
Ukupni prihodi od prodaje	5.000	5.000
Ostali troškovi	4.700	4.700
Rezervisanja na ime troškova popravki u garantnom roku	50	250
Dobitak	250	50

U zavisnosti od visine procene troškova rezervisanja na ime popravki u garantnom roku rezultat (dobitak) se smanjuje i to smanjenje zavisi od veličine izvršenog rezervisanja. Veće umanjeње rezultata je kod varijante C. Ovde treba napomenuti da iznos rezervisanja treba biti objektivno procenjen, a ne da služi u cilju namernog umanjenja rezultata u obračunskom periodu. Ako stvarno nastali troškovi su bliži rezervisanom iznosu udar na finansijski rezultat je manji. Ako su ova odstupanja veća udar na rezultat u momentu nastanka troškova je veći jer se deo nerezervisanih, a stvarno nastalih troškova ponovo prebacuje u rashode u bilansu uspeha tekućeg perioda i smanjuje rezultat (ako su stvarni troškovi popravki u garantnom roku veći) ili se deo rezervisanja koje nije utrošeno u periodu ukida u korist prihoda i tako povećava rezultat perioda (stvarno nastali troškovi popravki su niži od rezervisanog iznosa).

Drugi problem vezan za računovodstvene politike priznavanja i vrednovanja obaveza odnosi se na čvrsto preuzete obaveze ili *Firm Commitment*. Ovde je reč o takvim obavezama koje će potencijalno nastati ako privredno društvo prekrši neku od restriktivnih kaluzula, kao što je već objašnjeno, u definisanim ugovorima sa poslovnim partnerima (ovde je najčešće reč o bankama).

Izvori informacija o čvrsto preuzetim obavezama koje nisu prikazane u bilansu stanja

su napomene, izjave korporativnih zvaničnika i druge izjave za štampu. Posebno je bitno utvrditi koji je to mogući iznos obaveza pod rizikom i kako taj iznos utiče na evaluaciju rizika privrednog društva kao celine. Prethodni prikaz pokazuje učestalost čvrsto preuzetih obaveza kao i transakcija iz kojih najčešće nastaju²¹. Najčešća transakcija za koju su vezane ove obaveze je kršenje restriktivnih klauzula.



21 Više informacija na: prihantoro.staff.gunadarma.ac.id/.../Contingencies,+Commitment

Potencijalne obaveze su još jedna značajna stavka u analizi obaveza. U duhu standarda MRS 37 Rezervisanja, potencijalne obaveze i potencijalna sredstva, potencijalne obaveze nisu obaveze privrednog subjekta. Privredni subjekt ne vrši priznavanje ovih obaveza već samo obelodanjivanja. Sledeći primer prikazuje obelodanjivanja u vezi sa potencijalnim obavezama Telekom Srbije za 2011. godinu.

Prikaz 42. Obelodanjivanja u napomenama konsolidovanih finansijskih izveštaja Telekom Srbije za 2011. godinu (Agencija za privredne registre, 2013)

34. POTENCIJALNE OBAVEZE

(a) Sudski sporovi

Na dan 31. decembra 2011. godine, Grupa se javlja kao tužena strana u određenom broju sudskih sporova. Ukupno procenjeni iznos tužbenih zahteva iznosi RSD 4,375,548 hiljada (31. decembar 2010. godine: RSD 4,187,858 hiljada), ne uzimajući u obzir eventualne zatezne kamate po ovom osnovu.

Od navedenog iznosa, procenjene potencijalne obaveze po osnovu sudskih sporova koji se vode protiv Matičnog preduzeća iznose RSD 786,282 hiljade (31. decembar 2010. godine: RSD 732,947 hiljada), dok se preostali tužbeni zahtevi odnose na sledeća Konsolidovana zavisna preduzeća: "Telekom Srpske" u iznosu od RSD 3,484,227 hiljada (31. decembar 2010. godine: RSD 3,353,870 hiljada), "Mtel" u iznosu od RSD 19,938 hiljada (31. decembar 2010. godine: RSD 24,828 hiljada), "Fibernet" u iznosu od RSD 74,552 hiljade (31. decembar 2010. godine: RSD 75,163 hiljade) i "Telus" u iznosu od RSD 10,549 hiljada (31. decembar 2010. godine: RSD 1,050 hiljada).

Dana 19. maja 2010. godine protiv Konsolidovanog zavisnog preduzeća "Telekom Srpske" podneta je tužba za naknadu štete od strane preduzeća "Aneks", Banja Luka u iznosu od RSD 2,219,356 hiljada, a po osnovu postojanja zabranjenog sporazuma, zloupotrebe dominantnog položaja, kao i narušavanja konkurencije na tržištu telekomunikacija Bosne i Hercegovine.

Dana 26. februara 2010. godine protiv Konsolidovanog zavisnog preduzeća "Telekom Srpske" podneta je tužba od strane preduzeća "Crumb group", Bijeljina koje je u januaru 2012. godine preinacilo tužbu tako da se vrednost tužbenog zahteva povećala sa KM 10 miliona na KM 17 miliona i sada iznosi RSD 909,535 hiljada, a po osnovu onemogućavanja potpisivanja ugovora o interkonekciji i priključenju na postojeću telekomunikacionu infrastrukturu.

(a) Sudski sporovi (Nastavak)

Konačan ishod sudskih sporova u toku je neizvestan. Kao što je obelodanjeno u Napomeni 26. uz konsolidovane finansijske izveštaje, na dan 31. decembra 2011. godine Grupa je formirala rezervisanja za potencijalne gubitke koji mogu proisteci iz navedenih sporova u ukupnom iznosu od RSD 256,186 hiljada (31. decembar 2010. godine: RSD 251,601 hiljadu). Rukovodstvo Grupe procenjuje da neće nastati materijalno značajni gubici po osnovu ishoda preostalih sudskih sporova u toku, iznad iznosa za koje je izvršeno rezervisanje.

Kao što se u prethodnoj ilustraciji može videti ovo privredno društvo obelodanjuje iznose potencijalnih obaveza po osnovu sudskih sporova čija je ukupna vrednost preko 4 milijarde dinara. Ovde su objavljene vrednosti sporova koji se vode protiv ovog društva i njegovih zavisnih privrednih društava, dok se u prethodnoj ilustraciji vidi da je realan iznos rezervisanja po osnovu troškova sudskih sporova u 2011. godini za ovo društvo bio 256.186 hiljada dinara. Ovo rezervisanje iznosi oko 6% od iznosa potencijalnih obaveza za sudske sporove obelodanjenih u 2011. godini. Privredno društvo

smatra da po ovom osnovu neće nastati materijalno značajni gubici i zato je izvršilo ovako mali iznos rezervisanja.

Međutim, u konkretnom slučaju pažnju privlači i mišljenje revizora, koje obuhvata ovu stavku.

Prikaz 43. Deo prikaza mišljenja ovlašćenog revizora za 2011. godinu za privredno društvo Telekom Srbija, a.d.(Agencija za privredne registre, 2013)

Akcionarima i Upravnom odboru Preduzeća za telekomunikacije
"Telekom Srbija" a.d., Beograd (Nastavak)

Skretanje pažnje

Skrećemo pažnju na Napomenu 34(a) uz konsolidovane finansijske izveštaje u kojoj je obelodanjeno da na dan 31. decembra 2011 godine procenjene potencijalne obaveze po osnovu sudskih sporova koji se vode protiv Grupe iznose RSD 4,375,548 hiljada, ne uzimajući u obzir eventualne efekte po osnovu zateznih kamata. Na osnovu procene ishoda sudskih sporova u toku od strane stručnih pravnih službi Grupe, rezervisanja za potencijalne gubitke koji mogu nastati po ovom osnovu, evidentirana u konsolidovanim finansijskim izveštajima Grupe, na dan 31. decembra 2011. godine iznose RSD 256,186 hiljada (Napomena 26). Rukovodstvo Grupe smatra da nije moguće sa prihvatljivom sigurnošću predvideti konačan ishod preostalih sudskih sporova koji su u toku, kao i da po navedenom osnovu Grupa neće snositi materijalno značajne gubitke iznad iznosa za koji je izvršeno rezervisanje. Naše mišljenje ne sadrži rezervu po ovom pitanju.

Beograd, 2. april 2012 godine


Milovan Popović
Ovlašćeni revizor



Prethodni primer u vezi sa potencijalnim obavezama govori o tome da finansijski analičar mora veoma pažljivo da analizira sve informacije u napomenama, da ih međusobno ukršta i da izvlači odgovarajuće zaključke o objektivnosti iznosa rezervisanja, potencijalnim obavezama i čvrsto preuzetim obavezama.

6.2. Sopstveni kapital

Sopstveni kapital akcionarskih društava je složena kategorija, a u cilju ilustracije ove problematike poslužićemo se konsolidovanim bilansom stanja akcionarskog društva *Michelin* i bilansom stanja *Honda Motor Co.* u kojima je pozicija sopstvenog kapitala prikazana na sledeći način:²²

22 Podaci u tabeli su preuzeti iz originalnih, štampanih godišnjih izveštaja Michelin Group i Honda Motor Co. za 2002. godinu

Tabela 27. Pozicija sopstvenog kapitala akcionarskih društava Michelin group i Honda Motors Co.

Michelin Group		Honda Motor Co.	
Sopstveni kapital	31.12.2002.u 000 Eur	Sopstveni kapital	31.03.2002. u mil.\$
Obične akcije	283,585	Obične akcije, odobrena emisija 3,600,000,000 izdatih akcija 974,414,215	646
Emisiona premija (Ažio)	1,806,789	Emisiona premija (Ažio)	1,295
Neraspoređen dobitak (zadržani dobitak)	2,238,462	Zakonske rezerve	217
Rezerve	-	Neraspoređen dobitak	20,775
Otkupljene sopstvene akcije	-	Otkupljene sopstvene akcije	-

Michelin group ima jednostavnije predstavljenu poziciju sopstvenog kapitala u poređenju sa *Honda Motor Co.* Jedan od razloga je u činjenici što *Michelin group* prilikom sastavljanja finansijskih izveštaja sledi francuske računovodstvene standarde, dok *Honda* svoje izveštaje sastavlja u skladu sa američkim Opšteprihvaćenim principima (US GAAP) koji zahtevaju minuciozniju razradu pozicije sopstvenog kapitala u bilansu stanja. U okviru pozicije obične akcije, *Honda* prikazuje informacije o *odobrenim i stvarno emitovanim akcijama*, kao i informacije vezane za *otkup sopstvenih akcija*. Specifičnost Hondinog segmenta akcijskog kapitala u bilansu stanja je i u činjenici što *Honda* ima poziciju Rezervi u koje unosi zakonom propisan minimum ostvarenog dobitka. Obe kompanije imaju poziciju Neraspoređeni dobitak u koju se unosi deo dobitka koji preostaje za dodatna ulaganja u kompaniju, odnosno deo dobiti koji se ponovo ulaže u poslovanje i proširivanje poslovnih aktivnosti (rast i razvoj).

Zakonska obaveza o stalnosti osnovnog kapitala za akcionarsko društvo i njegovoj minimalnoj visini uslova je podelu računa sopstvenog kapitala na njegovu stalnu i promenjivu komponentu.

Stalni kapital se ne može menjati bez dvotrećinske većine glasova na Skupštini akcionara. Osim toga Zakon insistira na održavanju, barem, minimalne visine sopstvenog kapitala. To znači da, ako kapital padne ispod zakonskog minimuma, daje se rok od jedne godine za usklađivanje kapitala, a

Stalnu komponentu sopstvenog kapitala čini osnovni kapital.

Promenjivu komponentu čine: emisiona premija- ažio, rezerve i neraspoređena dobit. Ovi promenjivi delovi se različitim odlukama o raspodeli dobiti mogu menjati.

posle toga, ako se usklađivanje ne obavi, proglašava se likvidacija društva. Iz prethodne podele možemo uočiti da ostvareni dobiti i gubici ne menjaju stalni kapital već čine promenjivu komponentu kapitala. Kao što je rečeno, promenjivi deo kapitala zavisi od poslovanja društva i odluka o tome kako se raspoređuje dobit. Uprava privrednog društva donosi odluku o raspodeli dobitka i upućuje je na verifikaciju godišnjoj skupštini akcionara zajedno sa godišnjim finansijskim izveštajima.

Raspodela ostvarenog periodičnog rezultata (dobitka) sadrži (Službeni glasnik RS, 2011):

- ♦ pokrće gubitka iz prethodnih godina,
- ♦ deo dobitka za akcionare (dividende),
- ♦ deo dobitka koji se unosi u rezerve i
- ♦ iznos neraspoređenog dobitka.

Posle donošenja odluke o isplati dividende akcionar kome ona treba da bude isplaćena postaje **poverilac društva** za iznos pripadajuće dividende.

Dividende se mogu plaćati u novcu i u akcijama ili drugim hartijama od vrednosti akcionarskog društva ili akcijama tog društva u drugim društvima, kao i u drugoj imovini. Ovi oblici plaćanja dividendi poznati su i u svetskoj praksi i dele se na: dividende u gotovini (*Cash Dividends*), dividende u stvarima (*Property Dividends*) i dividende u sopstvenim akcijama (*Stock Dividends*). Najveći broj kompanija plaća gotovinske dividende. Naravno, neke kompanije kao *Microsoft* poznate su po tome što ne plaćaju dividende ni u jednom od tri oblika. Ova kompanija ceo dobitak ulaže u razvoj privrednog društva, a akcionare stimulise i zadržava kroz porast cene akcija (kapitalni dobiti). Plaćanje dividende u sopstvenim akcijama ili kroz otuđivanje imovine društva ne smatra se pozitivnim signalom, već takvu pojavu akcionari tumače kao problematičnu i menadžeri retko pribegavaju plaćanju dividendi u naturi ili kroz akcije sopstvene kompanije.

Zakon o privrednim društvima Republike Srbije insistira na **ograničenjima u vezi raspodele** dobitka ostvarenog u tekućoj poslovnoj godini. Otvoreno akcionarsko društvo tokom poslovne godine može plaćati dividende pod uslovom da se (1) iz privremenih i za tu namenu sačinjenih računa vidi da su raspoloživa sredstva dovoljna za plaćanje i 2) iznos koji se isplaćuje ne pređe ukupnu dobit od kraja poslednje poslovne godine uvećan za neraspoređenu dobit i iznose iz rezervi, a umanjen za utvrđene gubitke i iznos koji se mora uneti u rezerve, u skladu sa posebnim zakonom, osnivačkim aktom ili statutom društva.

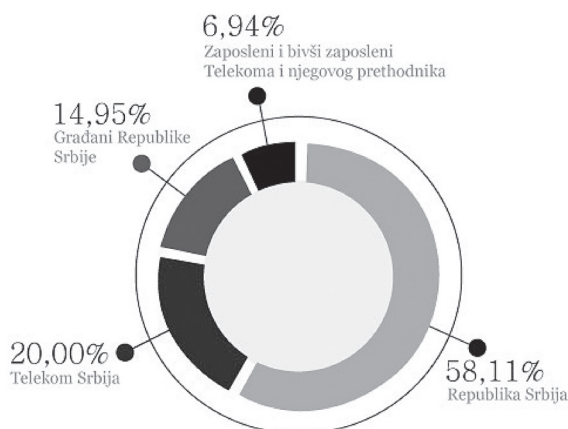
Analiza sopstvenog kapitala obuhvata sledeće:

- ♦ klasifikaciju i distinkciju između različitih klasa akcija (redovne, preferencijalne),
- ♦ istraživanje i analizu specijalnih prava uz akcije (pravo na prioritetnu naplatu dividende, pravo preče kupovine, varanti za kupovinu akcija, opcije na akcije) i prioriteta u likvidaciji,

- ♦ analiza otkupljenih sopstvenih akcija koje nisu poništene i koje će kasnije biti reemitovane,
- ♦ analiza distribucije dividendi u obliku sopstvenih akcija,
- ♦ analiza *split-off* transakcija (2:1)
- ♦ analiza zakonskih restrikcija u emisiji i distribuciji akcija i
- ♦ analiza zakonskih restrikcija u raspodeli dobitka.

Sledeći primer jasno prikazuje strukturu kapitala privrednog društva Telekom Srbije.

Prikaz 44. Prikaz vlasničke strukture Telekom Srbije a.d.(Telekom Srbije, 2013)



U vlasničkoj strukturi Telekoma Srbija, vlasništvo Republike Srbije je 58,11%, vlasništvo Telekom Srbija je 20%, Građani Republike Srbije 14,95% i zaposleni 6,94%. Većinski vlasnik ovog privrednog društva je Republika Srbija. Zadatak finansijskog analitičara je da kroz analizu strukture vlasništva utvrdi rizike koji za privredno društvo proizlaze. U strukturi vlasništva gde dominira državni kapital, problem promene vlasnika i prodaje vlasničkog udela od strane države može biti izražen i uticati na rezultate i zaključke analize (neefikasno upravljanje troškovima, neadekvatne interne kontrole i slično).

Prikaz 45. Prikaz strukture kapitala iz konsolidovanog finansijskog izveštaja Telekom Srbija a.d. za 2011. godinu (Agencija za privredne registre, 2013)

PASIVA			
Kapital vlasnika Matičnog pravnog lica	25		
Osnovni kapital		82,512,552	82,512,552
Ostali kapital		8,588	8,588
Rezerve		1,593,442	1,325,288
Rezerve po osnovu preračuna valute		13,506,300	14,016,786
Neraspoređeni dobitak		44,549,405	36,726,417
		142,170,287	134,589,631
Nekontrolni interes		19,052,318	19,619,923
		161,222,605	154,209,554

Iz prethodne ilustracije možemo videti da pozicija sopstvenog kapitala ovog privrednog društva iznosi 161.222.605 hiljada dinara u 2011. Najveća stavka je osnovni kapital koji iznosi 82.512.552 hiljada dinara. Pozicija osnovnog kapitala je nepromenjivi deo kapitala, jer do njegovog povećanja dolazi usled dokapitalizacije, koje u ovom konkretnom slučaju nije bilo. Pored ove pozicije, promenjivi deo kapitala je pozicija neraspoređenog dobitka koja iznosi 44.549.405 hiljada dinara u 2011. godini. Ova pozicija sopstvenog kapitala menja svoju vrednost shodno iznosima ostvarenog dobitka u tekućem obračunskom periodu koji je usmeren u neraspoređeni dobitak. Ostale promenjive pozicije su rezerve po osnovu preračuna valute i rezerve, koje ćemo objasniti u nastavku.

Rezerve po osnovu preračuna finansijskih izveštaja prikazanih u drugoj funkcionalnoj valuti, odnosno valuti prikazivanja, iskazuju se rezerve po osnovu efekata preračuna u drugu funkcionalnu valutu, odnosno valutu prikazivanja i koji se uključuju u finansijske izveštaje izveštajnog pravnog lica i preduzetnika. Ova pozicija kod privrednog društva Telekom Srbija, a.d. u 2011. godini iznosila je 13.506.300 hiljada dinara. Ovde je reč, pre svega, o preračunu finansijskih izveštaja Telekoma Republike Srpske sa konvertibilnih maraka u dinare, koji su izveštajna valuta matičnog privrednog društva Telekom Srbije. Na poziciji Rezerve, koja iznosi 11.593.442 hiljade dinara iskazuje se emisija premija (kapitalne rezerve) i rezerve iz dobiti (zakonske, statutarne i druge).

Zadatak finansijskog analitičara je da analizirajući, kako računovodstvene politike vezane za sopstveni kapital, tako i obelodanjene iznose, utvrde da li je i na kojoj poziciji kapitala došlo do promene, vodeći računa da se pozicija nepromenjivog dela kapitala, odnosno osnovnog kapitala, veoma retko menja kod privrednih društava, jer uprava, po pravilu, nije za dokapitalizaciju kojom se zadire i menja vlasnička struktura, što ugrožava njenu upravljačku poziciju.

Sledeća tabela prikazuje da je u periodu od 2007-2012. godine u SAD-u obim emitovanja korporativnih obveznica (obaveze) prevazišao obim novih emisija akcija korporacija.

Tabela 28. Aktivnosti emitovanja obveznica i akcija korporacija u SAD-u u periodu od 2007-2012 godine (iznosi u milijardama US \$)(SIFMA Invested in America, 2013)

U.S. CORPORATE UNDERWRITING ACTIV

Year	Straight Corporate Debt	Convertible Debt	Asset-Backed Debt	Non-Agency MBS	TOTAL DEBT	Common Stock	Preferred Stock	TOTAL EQUITY
2007	1.128,3	76,4	509,7	773,9	2.488,2	187,5	60,0	247,5
2008	707,2	42,0	140,2	45,1	933,8	164,7	77,9	242,6
2009	901,9	33,0	150,9	32,4	1.118,2	254,6	9,6	264,2
2010	1.062,7	29,1	107,5	19,0	1.218,4	239,5	22,2	261,7
2011	1.012,1	20,7	124,8	22,9	1.180,5	185,1	13,3	198,4
2012	1.360,1	19,7	199,4	39,3	1.618,5	244,5	34,4	278,9

U 2007. godini američke korporacije emitovale su US \$2.488,2 milijardi obveznica i drugih poverilačkih hartija od vrednosti i US \$247,5 milijardi akcija, odnosno različitih vlasničkih hartija od vrednosti. Obim emisije obveznica je 10 puta veći od obima emisije akcija. U godinama krize kao što je bila 2008. i 2009. obim emisije obveznica je bio nešto manji, 933,8 i 1.118,2 milijarde US \$ respektivno.

U 2012. godini obim emisije obveznica bio je US\$1.618,5 milijardi, dok je obim emisije akcija bio US\$278,9 milijardi ili 5 puta manji od emisije obveznica. Ovo potvrđuje prethodno navedenu tezu da menadžeri zbog promene strukture vlasništva, koja najčešće ugrožava i menadžersku poziciju, češće pribegavaju emisiji obveznica ili dužničkih hartija od vrednosti, koje ne zadiru u menadžerska prava upravljanja i donošenje poslovnih odluka.

7. KORPORATIVNO IZVEŠTAVANJE O NEFINANSIJSKIM INFORMACIJAMA – INFORMATIVNA VS. TRANSFORMATIVNA ULOGA

Kao što se može primetiti, informacije koje su u domenu finansijskog izveštavanja primarno su finansijskog karaktera (vrednost imovine, kapitala, obaveza, prihoda i rashoda). Međutim, da bi finansijski izveštaji mogli pošteno i fer informisati korisnike o finansijskom položaju nekog privrednog društva, potrebno je da sadrže i nefinansijske informacije o dugoročnoj poziciji privrednog društva u okruženju u kojem posluje (Eccles & Saltzman, 2011). Za razliku od finansijskog izveštavanja, od početka 90-tih godina XX veka, sve više se diskutuje i o izveštavanju o održivom razvoju, ekološkom izveštavanju, izveštavanju o korporativnoj društvenoj odgovornosti i slično. Svi ovi termini odnose se na izveštavanje koje uključuje nefinansijske informacije.

Većina privrednih društava u svetu priprema neku vrstu izveštaja o održivom razvoju (KPMG, 2013). Da bi odgovorili na pitanje kada se i kako korporativno izveštavanje podelilo na ova dva dela – finansijsko izveštavanje i nefinansijsko izveštavanje o održivom razvoju, potrebno je da rasvetlimo koje su uloge koje korporativno izveštavanje ima i na koji način se te uloge operacionalizuju kroz objavljivanje informacija.

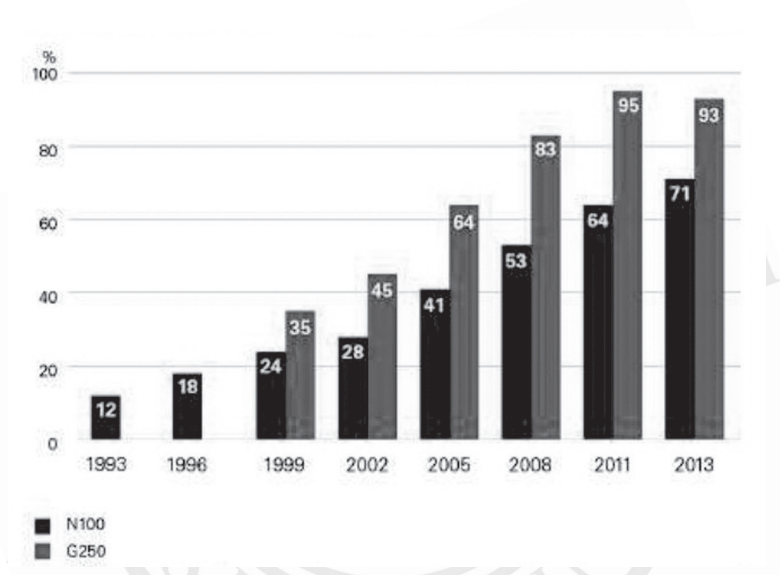
Korporativno izveštavanje ima dve uloge – informativnu i transformativnu (Eccles, Ioannou & Serafeim, 2014). Preduzetnici i privredna društva koje učestvuju u privrednom životu donose poslovne odluke na osnovu informacija. Informativna uloga korporativnog izveštavanja odnosi se na informisanje korisnika kao što su investitori, banke, državni organi, kupci i dobavljači o finansijskom položaju i uspešnosti poslovanja, kao i ostvarenim novčanim tokovima privrednog društva u određenom obračunskom periodu. Na osnovu ovih informacija korisnici donose optimalne poslovne odluke, odnosno ulaze u poslovne transakcije razmene dobara i usluga, dobijanja kredita ili transakcije emisije i prodaje akcija i drugih finansijskih instrumenata. Finansijsko izveštavanje kroz mehanizme priznavanja i vrednovanja bilansnih pozicija prema MSFI/MRS ili nekoj drugoj osnovi, kroz sistem Međunarodnih standarda revizije, sistem internih kontrola ispunjava ovu ulogu.

Kritičari finansijskog izveštavanja međutim, osporavaju da je ova uloga u potpunosti ispunjena (Francis, J., Schipper, K., 1999), odnosno smatraju da je finansijsko izveštavanje izgubilo svoju relevantnost za donosiocima odluka. Pomenuti autori su dokazali da je relevantnost informacija o dobitku opala, dok je istovremeno, vrednost informacija iz bilansa stanja o knjigovodstvenoj vrednosti aktive i pasive, porasla. U domenu kvaliteta dobitka za informisanje investitora, smatra se da korporativno izveštavanje danas nije adekvatno doprinelo ostvarenju ove funkcije, jer i dalje postoji upravljanje dobitkom (*earnings management*) koje uprave privrednih društava aktivno koriste radi uticanja na poslovne odluke investitora u pravcu ulaganja u privredno društvo koje u datom momentu nije najbolja investiciona alternativa (Healy, Walen, 1999, Marai, A., Pavlović, V., 2014).

Za razliku od informativne, transformativna funkcija korporativnog izveštavanja odnosi se na činjenicu da korisnici informacija aktivno učestvuju u procesu izveštavanja, kako bi promenom sistema izveštavanja upravljali na sopstvenu korist. Kao jedan od čestih primera za transformativnu ulogu navodi se uključivanje Globalne inicijative o izveštavanju (*Global Reporting Initiative*, GRI) kao nevladine organizacije u proces izveštavanja kompanija o održivom razvoju. Kao rezultat ovih napora nastali su GRI pravila izveštavanja o održivom razvoju, a danas većina globalnih privrednih društava upotrebljava skup najnovijih principa poznatih pod nazivom GRI 4. Osim Globalne inicijative, u ovaj proces uključuju se AccountAbility organizacija koja je donela internacionalne standard pod nazivom *AA1000 Accountability Principles Standard* u 2008. godine koji predstavlja okvir izveštavanja o održivom razvoju. Članovi ove organizacije su pravna lica iz Severne Amerike, Evropske unije, Srednjeg istoka, Severne Afrike, La-

tinske Amerike i druge. Pored toga, *International Integrated Reporting Council* (IIRC) u 2013. godini, donosi okvir za integrisano izveštavanje, čiji je zadatak da se poveže finansijsko i nefinansijsko izveštavanje u jednu celinu kroz prikazivanje strategije uvećanja vrednosti privrednog duštva. Rezultati napora nevladinih organizacija i tela da se uključe u proces korporativnog izveštavanja kroz transformativnu funkciju su prikazani na sledećoj slici.

Grafik 9. Rast izveštavanja o korporativnoj odgovornosti od 1993. godine (% pravnih lica koja prikazuju izveštaj o društvenoj odgovornosti)



Izvor: KPMG (2013) *Survey of Corporate Responsibility Reporting*, str. 22

Transformativna funkcija se operacionalizuje kroz objavljivanje nefinansijskih informacija, primarno informacija o zaštiti društvene sredine, socijalnom okruženju i korporativnom upravljanju. Ovo izveštavanje je poznato i pod nazivom **Izveštavanje o životnoj sredini, socijalnom okruženju i korporativnom upravljanju** (*Environmental, social and governance reporting*, ESG) ili **Izveštavanje o društvenoj odgovornosti** (*Corporate responsibility reporting*, CR). Prema grafiku prikazanom iznad, možemo uočiti da trend objavljivanja nefinansijskih informacija raste od 1993. godine, kada je svega 12 % pravnih lica od ukupno 100 iz uzorka objavilo ove informacije, do 2013. kada je 71 % izvršilo objavljivanje ESG informacija. Za razliku od finansijskog izveštavanja koje je regulisano različitim regulativama, izveštavanje o održivom razvoju, odnosno ESG izveštavanje, nije regulisano i informacije se objavljuju na dobrovoljnoj osnovi, što otežava njihovu komparaciju u prostoru i vremenu, kao i proverljivost, odnosno kontrolu.

Iako su organizacije koje su se dobrovoljno uključile u sistem izveštavanja doprinele podizanju nivoa kvaliteta, njihovi naponi nisu urodili transparentnošću niti uporedivošću tih informacija. Sve veći broj organizacija koje okupljaju investitore zahtevalo je da se države uključe u regulaciju nefinansijskog dela korporativnog izveštavanja, uzimajući u obzir činjenicu da je istraživanje KPMG-a iz 2013. godine pokazalo da preko 93% pravnih lica iz globalnog uzorka od 250 pravnih lica već prikazuje ESG izveštaj, dok 51% istih ESG izveštaj prikazuje uz redovne finansijske izveštaje. Uključivanje državne regulative bi za cilj imalo povećanje transparentnosti informacija, njihovu standardizaciju i time omogućilo povećanje napomena o nefinansijskim informacijama i posledično veći pritisak investitora (Eccles, Ioannou, & Serafeim, 2014).

Transformativna funkcija korporativnog izveštavanja izvršila je pritisak na regulatore da se uključe u ovaj proces i donesu rešenja kojima bi sistem izveštavanja o nefinansijskim informacijama bio doveden na približni nivo kvaliteta koji imaju informacije iz finansijskih izveštaja. Nedostatak mehanizama regulacije ESG izveštavanja i brojni problemi koje su investitori percipirali kada je reč o nefinansijskim informacijama pred Evropski parlament su postavili zahteve da nefinansijske informacije uđu u regulisane tokove. Kao rezultat ovih napora nastala je i Direktiva 2014/95/EU koja će biti predmet naših narednih izlaganja. Direktiva EU 2014/95/EU doneta je u oktobru 2014. godine i predstavlja amandman na Direktivu 2013/34/EU koja se odnosi na finansijske izveštaje, konsolidovane finansijske izveštaje i povezane izveštaje za određene vrste pravnih lica.

The screenshot displays the EUR-Lex website, which provides access to European Union law. The interface includes a search bar at the top, navigation links, and a sidebar with quick links. The main content area features a search results section titled "The European Semester 2017" and a "Recently published" section listing various legislative acts.

Search Interface:

- Search bar: "Quick search: Insert free text, CELEX number or descriptors. Use "" for exact matches."
- Search button: "SEARCH"
- Advanced search link: "Need more search options? Use the Advanced search"

Find results by:

Document number	CELEX number	Type
Year	Number	☒ All ☐ Regulation ☐ Directive ☐ Decision ☐ EU court case ☐ COM and JOIN documents ☐ SEC or SWD documents

Recently published:

- 10/01/2017:** Commission Implementing Regulation (EU) 2017/44 of 10 January 2017 amending Council Regulation (EC) No 1210/2003 concerning certain specific restrictions on economic and financial relations with Iraq
- 10/01/2017:** Commission Implementing Regulation (EU) 2017/45 of 10 January 2017 establishing the standard import values for determining the entry price of certain fruit and vegetables
- 12/12/2016:** Council Decision (EU) 2017/43 of 12 December 2016 on the position to be adopted, on behalf of the European Union, in the Association Committee in Trade configuration established by the Association Agreement between the European Union and the European Atomic Energy Community and their Member States, of the one part, and Ukraine, of the other part, in relation to the update of Annexes XXI-A to XXI-P on regulatory approximation in the area of public procurement



3	3	429,10	4	120,33	5	14,59
33		729,86		381,56		532,04
						24



913,49

3



- 1 June 2008
- 1 July 2008
- 1 August 2008
- 1 September 2008



Finansijska analiza

IV deo

U ovom poglavlju razmotrićemo:

- ✓ Na koji način se vrši analiza finansijskih izveštaja i koji instrumenti se mogu koristiti u toj analizi;
- ✓ Na koji način finansijski analitičar može izvršiti horizontalnu i vertikalnu analizu najvažnijih finansijskih izveštaja;
- ✓ Osnovne finansijske pokazatelje koji se koriste u praksi, kao i način na koji se oni računaju i njihovo značenje;
- ✓ Neto obrtni fond i njegovu ulogu u upravljanju poslovanjem privrednog društva;
- ✓ Pojam finansijskog leveridža i načine finansiranja poslovanja privrednih društava;
- ✓ Prestanak poslovanja privrednih društava i instrumente predviđanja prestanka poslovanja privrednih društava.

Da podsetimo, analiza finansijskih izveštaja bavi se kvantifikovanjem i istraživanjem odnosa i veza koji postoje između pozicija bilansa stanja, bilansa uspeha i izveštaja o tokovima gotovine, na način da se omogući ispravna ocena finansijskog položaja, uspešnosti i likvidnosti poslovanja. Da bi se ovaj zadatak obavio, finansijskom analitičaru na raspolaganju stoje određeni instrumenti ili tehnike analize.

U analizi finansijskih izveštaja koriste se sledeći instrumenti:

- ♦ horizontalna analiza,
- ♦ vertikalna analiza,
- ♦ analiza osnovnih finansijskih indikatora (pokazatelja),
- ♦ analiza pomoću neto obrtnog fonda i
- ♦ analiza *leverage*-a.

Svi pomenuti instrumenti predmet su razmatranja u ovom poglavlju.

1. HORIZONTALNA ANALIZA

Horizontalna analiza predstavlja poređenje bilansnih pozicija u bilansu stanja tekućeg i prethodnog izveštajnog perioda, kao i pozicija bilansu uspeha tekućeg i prethodnog izveštajnog perioda. Reč je, praktično, o **komparativnoj (uporednoj) analizi** promena između tekućeg i prethodnog izveštajnog perioda.

Prvi korak u ovoj analizi je da se izračuna razlika između iznosa pozicija između tekućeg i prethodnog perioda, na sledeći način:

$$\text{RAZLIKA (U APSOLUTNOM IZNOSU)} = \text{TEKUĆI PERIOD} - \text{PRETHODNI PERIOD}$$

Drugi korak ove analize je izražavanje te razlike u % na sledeći način:

$$(\text{Razlika} / \text{Prethodni period}) \times 100$$

Primer:

AKTIVA	2017	2016	Promena	Promena u %
Obrtna sredstva (gotovina, potraživanja, zalihe)	37.200	25.600	11.600	45,3%
Stalna sredstva (nekretnine, postrojenja i oprema, nematerijalna sredstva, dugoročni plasmani)	218.928	194.400	24.528	12,6%
Ukupna sredstva:	256.128	220.000	36.128	16,42%
PASIVA	2017	2016	Promena	Promena u %
Kratkoročne obaveze	22.400	6.400	16.000	250 %
Dugoročne obaveze	70.000	80.000	(10.000)	(12,5%)
Akcijski kapital	163.728	133.600	30.128	22,55 %
Ukupno pasiva:	256.128	220.000	36.128	16,42 %

Ukupno povećanje aktive i pasive je jednako 16.42% zbog toga što postoji jednakost osnovne bilansne jednačine : Aktiva = Obaveze + Kapital ili Aktiva = Pasiva.

U ovom primeru došlo je do povećanja obrtnih sredstava i dugoročnih sredstava, do povećanja kratkoročnih obaveza, smanjenja dugoročnih obaveza i povećanja akcijskog kapitala. Ovde se posebno ističe značajno povećanje kratkoročnih obaveza (250%) što nije povoljno, jer se ove obaveze moraju servisirati u kratkom roku, što može ugroziti likvidnost privrednog društva. Ovakva činjenica navodi na razmišljanje da ovo privredno društvo nema dovoljno sredstava da servira kratkoročne obaveze, već ih odlaže i one se kumuliraju neplaćene u bilansu stanja. Smanjenje dugoročnih obaveza govori o tome da privredno društvo servira dugove, tj. da otplaćuje svoje dugoročne obaveze (na primer, dugoročni kredit od banke se vraća u ratama koje se nazivaju anuiteti).

Povećanje akcijskog kapitala govori o tome da je privrednog društvo emitovalo dodatne akcije i da je nastojalo da prikupi kapital od vlasnika (akcionara).

Povećanje sredstava, i to značajno povećanje dugoročnih sredstava govori o tome da ovo privredno društvo ulaže u rast i razvoj, odnosno u nabavku nove nekretnine, postrojenja i opreme. Oko 45% povećanja ovih sredstava znači visok rast. Povećanje tekućih sredstava nije značajno i iznosi svega 12,6%.

2. VERTIKALNA ANALIZA

Vertikalna analiza bilansa stanja i bilansa uspeha je značajna zato što se u ovoj analizi određene bilansne pozicije iskazuju kao 100%, a onda se sve ostale pozicije iskazuju kao % od te osnovne pozicije. Ovde je reč o **strukturnoj analizi finansijskih izveštaja**, odnosno o sagledavanju odnosa više pozicija u odnosu na jednu koja se tretira kao 100%.

Najčešće se kao 100% tretiraju ukupna aktiva i pasiva u bilansu stanja i prihodi od prodaje u bilansu uspeha.

Ovako iskazani finansijski izveštaji nazivaju se **Common Size**.

Primer:

BILANS USPEHA	2017	2017 (u % od prihoda)	2016	2016 (u % od prihoda)
Neto prihod od prodaje	424.000	100%	368.000	100%
Nabavna vrednost prodate robe	254.400	60%	239.200	65%
Bruto dobitak	169.600	40%	128.800	35%
Troškovi prodaje	106.000	25%	73.600	20%
Opšti troškovi	50.880	12%	36.800	10%
Neto dobitak	12.720	3%	18.400	5%

Na osnovu prethodnih podataka možemo zaključiti da je u strukturi prihoda povećano učešće sledećih troškova: troškovi prodaje i opšti troškovi. Smanjeno je učešće neto dobitka u ukupnim prihodima sa 5% na 3%, što je indikacija opadanja prinostne snage privrednog društva. Smanjeno je učešće nabavne vrednosti prodate robe u strukturi ukupnih prihoda od prodaje sa 65% na 60% u 2017. godine (ovo je rezultat opadanja cena te robe na tržištu ili efikasnosti nabavne službe koja je robu nabavljala pod povoljnijim uslovima i nižim cenama).

Primer:

AKTIVA	2017	u %
Obrtna sredstva (gotovina, potraživanja, zalihe)	37.200	15%
Stalna sredstva (nekretnine, postrojenja i oprema, nematerijalna sredstva, dugoročni plasmani)	218.928	85%
Ukupna sredstva:	256.128	100%
PASIVA	2017	u %
Kratkoročne obaveze	92.400	36%
Akcijski kapital	163.728	64%
Ukupna pasiva:	256.128	100%

Na osnovu vertikalne analize bilansa stanja možemo zaključiti nešto više o strukturi sredstava (aktive) i izvora finansiranja (pasive) bilansa stanja. U strukturi aktive dominiraju stalna sredstva sa 85%, dok u strukturi pasive dominira akcijski kapital sa 64% učešća u izvorima finansiranja. Na osnovu ovakve strukture možemo zaključiti da je veliki deo stalnih sredstava finansiran iz sopstvenog kapitala, ali da je jedan deo finansiran i iz kratkoročnih izvora, što se ne može smatrati adekvatnim.

Naime, ovde se vidi da *nije usklađena ročna struktura sredstava i izvora finansiranja*. Stalna sredstva prema zlatnom bilansnom pravilu u užem smislu²³ moraju biti finansirana iz dugoročnih izvora u potpunosti (dugoročne izvore čini sopstveni kapital i dugoročni pozajmljeni kapital). U ovoj promeni nema dugoročnog pozajmljenog kapitala, pa je deo stalnih sredstava finansiran iz kratkoročnih kredita.

3. ANALIZA POMOĆU FINANSIJSKIH POKAZATELJA

Kada govorimo o analizi finansijskih izveštaja, ona se, u suštini, poistovećuje sa analizom pomoću finansijskih pokazatelja (koeficijenata, indikatora).²⁴ Pokazatelji su odnosi između dve veličine izražen u prostoј matematičkoј formuli. Pokazatelji imaju svoju vrednost samo ako su pravilno interpretirani. Interpretacija pokazatelja se obavlja uvek u odnosu na neko pravilo, standard ili normu.

U analizi finansijskih izveštaja, primarno u analizi pomoću pokazatelja koriste se sledeći standardi za poređenje i interpretaciju:

- ♦ mentalni standardi samog analitičara koji odražavaju njegovo iskustvo o tome šta se smatra normalnim pokazateljem, a šta ne,
- ♦ poređenje sa prosekom grane u kojoj kompanija posluje,
- ♦ poređenje sa istorijskim pokazateljima iste kompanije (prethodna godina),
- ♦ poređenje sa pokazateljima koji su uneti u planove kompanije,
- ♦ utvrđeni standardi (uobičajeni u literaturi).

Sa analitičke tačke gledišta klasifikacija pokazatelja obavlja se prema relevantnim aspektima poslovanja koji interesuje analitičara:

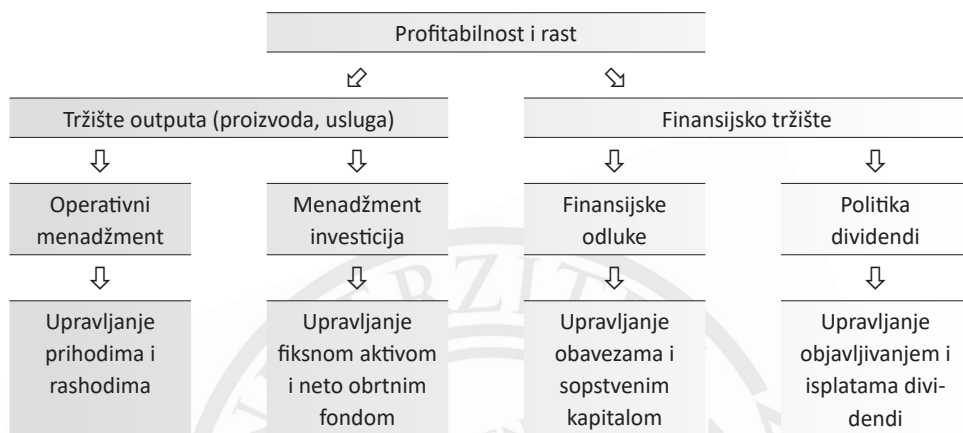
- a) pokazatelji likvidnosti,
- b) pokazatelji poslovne aktivnosti,

23 Bilansno pravilo finansiranja u užem smislu, zahteva da stalna sredstva budu u celini finansirana iz dugoročnih izvora finansiranja (sopstveni kapital + dugoročni pozajmljeni kapital), dok se obrtna imovina mora finansirati iz kratkoročnog kapitala. Smisao ovog pravila nalazi se u naglašavanju sigurnosti poverilaca (zaštita od rizika). Bilansno pravilo u širem smislu zahteva da i deo zaliha bude finansiran iz dugoročnih izvora finansiranja.

24 Retko koristimo termin *ratio* jer ovaj termin znači razum, dok *ratio* na engl. znači odnos dve veličine.

- c) pokazatelji rentabilnosti,
- d) pokazatelji finansijske strukture i
- e) pokazatelji tržišne vrednosti.

Prikaz 46. Pokretači rasta i profitabilnosti privrednog društva



Izvor: (Palepu, Healy, Bernard, & Peek, 2007)

Analiza pomoću pokazatelja profitabilnosti treba da pomogne finansijskom analitičaru da proceni efektivnost politika privrednog društva u svakom od područja (operativni menadžment, menadžment investicija, finansijske odluke i politika dividendi). U tom smislu pokazatelji profitabilnosti su vezani za operativni menadžment, pokazatelji likvidnosti i poslovne aktivnosti za menadžment investicija, pokazatelji likvidnosti i finansijske strukture za finansijske odluke).

3.1. Pokazatelji likvidnosti²⁵

Pokazatelji likvidnosti imaju za cilj da prikažu sposobnost privrednog društva da servisira dospele obaveze plaćanja, uz održavanje potrebne strukture sredstava i očuvanje dobrog kreditnog boniteta.

Najvažniji su sledeći pokazatelji:

Pokazatelj opšte likvidnosti = Obrtna sredstva / Kratkoročne obaveze

²⁵ U ovom delu udžbenika ukratko ćemo objasniti kako se računaju finansijski pokazatelji, dok ćemo u poslednjem delu prikazati njihovo računanje na primeru jednog privrednog društva.

Normala ili standard za ovaj pokazatelj je 2:1, ali u tumačenju treba biti oprezan. Ovde je potrebno ispitati strukturu obrtnih sredstava i utvrđivanje koeficijenata obrta pojedinačnih obrtnih sredstava (zalihe, potraživanja i gotovina).

Pokazatelj reducirane (rigorozne) likvidnosti = Likvidna sredstva (Gotovina, potraživanja, kratkoročni plasmani) / Kratkoročne obaveze

Ovaj pokazatelj se naziva *Acid Test*. Ako privredno društvo ima odnos 1:1 načelno se smatra da je stanje njegove tekuće likvidnosti relativno zadovoljavajuće.

Još jedan od pokazatelja likvidnosti koji se koristi u praksi jeste i odnos gotovine sa kratkoročnim obavezama.

Pokazatelj likvidnosti = Gotovina i ekvivalenti / Kratkoročne obaveze

Ovo je najstrožiji test likvidnosti i svakako da treba biti veoma oprezan prilikom njegovog tumačenja, jer je poznato da se sredstva privrednog društva češće drže u ekvivalentima ili u drugim finansijskim instrumentima koji nose prinosa nego u obliku gotovine. Uostalom privredna društva koja imaju visok pokazatelj likvidnosti verovatno sredstva koja čuvaju u obliku imovine mogu plasirati po određenim kamatnim stopama i povećati profitabilnost. Među pokazateljima likvidnosti posebno mesto pripada i neto obrtnim sredstvima u apsolutnom iznosu, koja se dobijaju prema sledećoj formuli :

Neto obrtna sredstva (Net working capital) = Obrtna sredstva – Kratkoročne obaveze

Privredno društvo koje ima veći iznos neto obrtnih sredstava automatski obezbeđuje i veći stepen likvidnosti. Ovaj pokazatelj je posebno značajan za kratkoročne poverioce, koji ga pažljivo prate i analiziraju jer je on indikator kratkoročne likvidnosti i sposobnosti vraćanja dugova. Neto obrtna sredstva omogućavaju zaduživanje privrednog društva na kratak rok. Banka, koja može biti kratkoročni poverilac (kad odobrava kratkoročne kredite) na ovaj način želi da oceni mogući stepen rizika sa kojim ulaže sredstva.

3.2. Pokazatelji poslovne aktivnosti

Privredno društvo ulaže u stalna i obrtna sredstva sa namerom da ih koristi efikasno, što znači da sa malim ulaganjima ostvari što veći obim poslovne aktivnosti. Finansijski pokazatelji aktivnosti povezuju informacije iz bilansa stanja i bilansa uspeha. Ovi pokazatelji obuhvataju odnose između prihoda i troškova iz bilansa uspeha dovodeći ih u vezu sa odgovarajućim pozicijama iz bilansa stanja.

U ove pokazatelje ubrajamo sledeće:

Koeficijent obrta kupaca = Prihodi od prodaje / Prosečan saldo kupaca

Prosečan saldo kupaca = Saldo kupaca na kraju perioda + saldo kupaca na početku perioda / 2

Prosečan period naplate potraživanja = 365 / Koeficijent obrta kupaca

Još jedna formula za obračun prosečnog perioda naplate potraživanja koja uzima u obzir efekta poreza na dodatu vrednost i koja predstavlja sažetak obe prethodne formule prikazana je u sledećem obrascu, koji ćemo koristiti i u primeru datom u poslednjem poglavlju ovog udžbenika;

Period naplate potraživanja = Potraživanja po osnovu prodaje na kraju perioda / Prihodi od prodaje x 365 / 1,18²⁶

Period naplate potraživanja treba analizirati u kontekstu kreditnih uslova odobrenih kupcima. Ako uobičajeni kreditni period iznosi 30 dana, prosečan period naplate treba da bude oko 30 dana. Duži period znači nezadovoljavajuću naplatu potraživanja od kupaca u toku godine. Ovi instrumenti služe za utvrđivanje likvidnosti kompanije.

Koeficijent obrta dobavljača = Vrednost godišnjih nabavki robe i materijala na kredit / Prosečan saldo dobavljača u toku godine

Iznos u brojiocu se mora dobiti indirektno iz podataka iz računovodstva. Treba ga analizirati u kontekstu kreditnih uslova koje dobavljači odobravaju konkrentnom privrednom društvu.

Period plaćanja obaveza prema dobavljačima se dobija i prema formuli koju ćemo koristiti i u našem primeru:

Period plaćanja obaveza = Obaveze iz poslovanja (stanje na kraju godine) / Obaveze iz poslovanja potražni promet bez početnog stanja x 365

26 Opšta stopa PDV-a u Republici Srbiji u 2012.godine bila je 18% i zato se množi sa 1,18. Nakon promene ove stope na 20% od oktobra 2012.godine, može se množiti sa koeficijentom preračuna od 1,185

Koeficijent obrta zaliha = Cena koštanja realizovanih proizvoda / Prosečan saldo zaliha

Prosečno vreme trajanja jednog obrta = 365/ Koeficijent obrta

Zalihe u proizvodnim privrednim društvima predstavljaju izuzetno značajan segment obrtnih sredstava i upravljanje zalihama znači njihov što brži obrt. Za zalihe i njihovu prodaju vezana je pozicija iz bilansa uspeha pod nazivom *Cena koštanja realizovanih proizvoda*. Međutim, u našim bilansnim obrascima, kao što smo ih prethodno prikazali, ne možemo pronaći ovu poziciju zbog primene metode ukupnih troškova u obračunu rezultata u celini. Ova pozicija se može pronaći u bilansima stanja trgovinskih privrednih društava kao pozicija Nabavna vrednost prodate robe.

Koeficijent obrta robe (trgovina) = Nabavna vrednost prodate robe / Prosečan saldo zaliha robe

Prosečan saldo zaliha robe = Saldo robe na početku godine + Saldo robe na kraju godine / 2

Ovaj pokazatelj govori o tome koliko puta u toku godine se zalihe konvertuju u gotovinu. Brži obrt znači brže pretvaranje zaliha u gotovinu, što se smatra povoljnim.

U našem primeru koristićemo sledeću formulu radi obračuna perioda konverzije zaliha:

Period konverzije zaliha = (Zalihe materijala + Zalihe nedovršene proizvodnje + Zalihe robe + Zalihe gotovih proizvoda) / Obaveze iz poslovanja potražni promet bez početnog stanja x 365 / 1,18

Sumiranjem sva tri prethodna pokazatelja dobijamo ciklus gotovine ili gotovinski jaz (*cash cycle gap*):

Period naplate potraživanja + Period konverzije zaliha – Period plaćanja obaveza

Ukoliko je gotovinski ciklus negativan privredno društvo nema potrebe da dodatnim zaduživanjem kod poslovnih banaka, a ukoliko je jaz pozitivan privredno društvo može tražiti kratkoročni kredit radi premošćavanja ovog jaza u periodu koliko iznosi jaz.

Koeficijent obrta ukupnih obrtnih (tekućih) sredstava = Ukupni poslovni rashodi iz bilansa uspeha / Prosečna obrtna sredstva

Prosečna obrtna sredstva = Obrtna sredstva na početku + Obrtna sredstva na kraju godine / 2

Koeficijent obrta stalnih sredstava = Neto prihodi od prodaje / Prosečna stalna sredstva.

Kao standard za poređenje koristi se prosečna vrednost za granu u kojoj firma posluje. Nedovoljan koeficijent obrta uzima se kao pokazatelj predimenzioniranosti stalnih sredstava koja se nedovoljno efikasno koriste.

Koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava = Neto prihodi od prodaje / Ukupna poslovna sredstva (sadašnja vrednost)

Uopšteni indikator poslovne aktivnosti firme i ne postoji unapred definisana normala za njegovu upotrebu. Analitičar vrednost ovog pokazatelja upoređuje sa drugim pokazateljima privrednih društava iz grane u kojoj analizirano društvo posluje.

3.3. Pokazatelji finansijske strukture

Ukupna sredstva u aktivi finansiraju se iz obaveza ili sopstvenog kapitala. Struktura pasive može biti komponovana na različite načine kako bi odgovarala individualnim potrebama privrednog društva i njegovoj strukturi aktive. U komponovanju pasive treba voditi računa o tome da su zadovoljeni uslovi zlatnog bilansnog pravila u užem ili u širem smislu. Komponovanje pasive, odnosno odnos između sopstvenih i pozajmljenih izvora finansiranja (obaveza) naziva se **finansijskom strukturom**.

Indikatori ili pokazatelji finansijske strukture su stoga nezaobilazno sredstvo kojim se analitičar služi da bi procenio finansijski položaj kompanije.

Odnos pozajmljenih prema ukupnim izvorima finansiranja = Pozajmljeni izvori (dugoročne i kratkoročne obaveze) / Ukupna Aktiva

Ovaj pokazatelj je različit među privrednim društvima i ne postoji neka unapred data normala ili standard. Stoga ga treba porediti sa prethodnom istorijom privrednog društva, kada je reč o učešću pozajmljenih izvora, kao i sa prosekom u grani u kojoj ono posluje, ali se praktično kao dozvoljena granica smatra 0,5 ili 50% finansiranja iz pozajmljenih izvora

U našem primeru za pokazatelj zaduženosti uzeli smo sledeću formulu.

Pokazatelj zaduženosti = Dugoročna rezervisanja i obaveze + odložena poreska sredstva / Poslovna imovina

Odnos obaveza i sopstvenog kapitala (debt/equity ratio) = Dugoročne obaveze i rezervisanja / Sopstveni kapital

Ovim pokazateljem se izražava stepen dejstva *leverage*-a, kojim se pokušavaju izmeriti efekti finansiranja iz pozajmljenih izvora na rentabilnost ili stopu prinosa sopstvenog kapitala. O *leverage*-u će biti više reči u našim narednim izlaganjima. U tabelama koje slede prikazane su vrednosti ovog pokazatelja u SAD-u i u Evropi za određene vremenske periode.

Tabela 29. Debt-to-Equity Ratio u periodu od 1990-94. godine u SAD-u

Delatnosti	1990	1991	1992	1993	1994
Standard and Poor 400 industrijske kompanije	21	21	20	19	20
Avio industrija	14	14	12	14	13
TV, Mediji	53	53	53	47	45
Kompjuterski sistemi	10	11	9	10	11
Elektronska industrija	9	10	9	7	6
Hardveri i druga oprema	38	38	32	31	27

Izvor: (Higgins R., 1998)

Tabela 30. Kretanje Debt-to-Equity Ratio pokazatelja u posmatranom periodu u privrednim društvima u Evropi²⁷

Godina	Broj privrednih društava	Debt to Equity prosečne vrednosti
2009	4.788	173,32%
2010	4.818	124,84%
2011	5.204	127,44%
2012	6.022	229,14%
2013	6.073	189,88%

27 Podaci prikazani u ovoj tabeli i u tabeli koja sledi, a koje se odnose na područje Evrope, izračunati su na osnovu javnih podataka koji su preuzeti sa internet sajta profesora Aswath-a Damodaran-a: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html?pagewanted=all
U tabeli su prikazane prosečne vrednosti za 4,730 privrednih društava.

Kao još jedan od mogućih pokazatelja finansijske strukture koji smo izračunali i u primeru u poslednjem poglavlju ovog udžbenika je i sledeći pokazatelj

Pokazatelj kamatonosne zaduženosti = Dugoročni krediti + Ostale dugoročne obaveze + Kratkoročne finansijske obaveze / Poslovna imovina

U prethodnom pokazatelju stavili smo u odnos obaveze na koje je potrebno platiti kamatu sa poslovnom imovinom, odnosno isključene su nekamatonosne obaveze (dobavljači ili obaveze iz poslovanja).

Koeficijent pokrića kamate = Poslovni dobitak (*EBIT*) / Rashodi kamate

Finansiranje iz dugoročnih kredita ili emisijom obveznica prouzrokuje da kompanija ima fiksne periodične rashode na ime kamate, kao fiksnu obavezu koju mora podmiriti. Ovi izdaci za kamatu padaju na teret poslovnog dobitka. Ovaj pokazatelj se upoređuje sa njegovom vrednošću za tu kompaniju u prethodnim godinama. Teško je reći koliko bi to pokriće realno trebalo da iznosi jer ne postoji neki prihvaćeni standard.

3.4. Pokazatelji rentabilnosti (uspešnosti)

Poslovni dobitak, kao razlika poslovnih prihoda i rashoda, predstavlja prirast koji je ostvaren na angažovana poslovna sredstva koja su korišćena za obavljanje delatnosti. Nepobitna povezanost bilansa stanja i bilansa uspeha omogućila je da se svaki prihod predstavlja kao povećanje aktive ili smanjenje pasive, dok se rashodi tumače kao smanjenja aktive i povećanje pasive. Iz ovih odnosa proizlazi da prihodi i rashodi i njihova razlika (dobitak ili gubitak) proističu iz anagažovanja sredstava i izvora finansiranja, aktive i pasive. Ako su sredstva i izvori efikasno korišćeni privredno društvo ostvaruje dobitak, u protivnom ostvaruje gubitak. U tom smislu iznos dobitka ili gubitka nije toliko značajan za analizu (koristi se kod horizontalne analize), dok je daleko značajnije staviti taj dobitak u odnos sa sredstvima koja su angažovana u njegovom stvaranju. Pokazatelji rentabilnosti su relativni odnosi dve pozicije gde je u brojiocu dobitak, a u imeniocu neka forma sredstava privrednog društva. Na ovaj način dobijamo nekoliko bitnih pokazatelja rentabilnosti:

Stopa prinosa na poslovna sredstva ili imovinu (Return on assets, ROA) = Poslovni dobitak / Prosečna poslovna aktiva

Prosečna poslovna aktiva = Poslovna sredstva na početku + Poslovna sredstva na kraju godine /2

Tabela 31. Kretanje vrednosti pokazatelja profitabilnosti u privrednim društvima u Evropi²⁸

Godina	Broj privrednih društava	ROE medijana	Stopa neto dobiti -medijana	EBITDA medijana u €
2008	4.167	10,20%	4,93%	-
2009	4.788	2,38%	1,53%	6.200.944
2010	4.818	5,78%	3,08%	5.376.810
2011	5.204	6,60%	3,16%	3.644.113
2012	6.022	4,86%	2,47%	2.509.244

Drugi način da se izrazi prethodno pomenuta stopa prinosa je sledeći:

Stopa prinosa na poslovna sredstva = Stopa poslovnog dobitka ili poslovna margina x Koeficijent obrta poslovnih sredstava

Stopa poslovnog dobitka ili poslovna margina = poslovni dobitak / poslovni prihodi

Koeficijent obrta poslovnih sredstava = poslovni prihodi / Prosečno anagažovana poslovna sredstva

Maksimiziranje stope prinosa na poslovna sredstva moguće je kroz dve varijante:

- ♦ povećanjem stope neto dobitka ili / i
- ♦ povećanjem obrta poslovnih sredstava.

Stopa prinosa na sopstveni kapital (Return on equity, ROE) = Neto dobitak / Prosečni sopstveni kapital

Stopa prinosa na sopstveni kapital proizvod je dve veličine:

- ♦ stope neto dobitka i
- ♦ koeficijenta obrta sopstvenih sredstava

Stopa prinosa na sopstveni kapital = Stopa neto dobitka ili neto margina x Koeficijent obrta aktive koja je finansirana iz sopstvenog kapitala (sopstvena sredstva)

28 Više informacija: Aswath-a Damodaran-a:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html?pagewanted=all

Neto margina = Neto dobitak / Poslovni prihodi

Koeficijent obrta sopstvenih sredstava = Poslovni prihodi / Prosečan sopstveni kapital

Aktiva koja je finansirana iz sopstvenog kapitala (sopstvena sredstva) dobija se kada se od ukupne aktive oduzmu obaveze koje privredno društvo ima prema trećim licima.

Tabela 32. Kretanje ROE u posmatranom periodu Republici Srbiji

Pokazatelji	Oblast istraživanja (najveći gradovi)			
	Beograd	Novi Sad	Niš	Ostatak države
	Medijana	Medijana	Medijana	Medijana
ROE 2008	19,89%	18,38%	12,52%	12,84%
ROE 2011	7,88%	8,12%	5,67%	6,55%
ROE promena %	-11%	-09%	-7%	-6%
Promena prihoda %	-15%	-19%	-12%	-9%

Izvor: (Stanisic, Radojevic, Mizdrakovic, & Stanic, 2012)

Maksimiziranje stope prinosa na sopstveni kapital dobija se maksimiziranjem stope poslovnog dobitka i / ili maksimiziranjem koeficijenta obrta aktive koja je finansirana iz sopstvenog kapitala (sopstvena sredstva).

Još jedna od značajnih formula u analizi rentabilnosti je i formula stope prinosa na investirani kapital ili (ROIC, return on invested capital):

Stopa prinosa na investirani kapital = $\text{EBIT} \times (1 - \text{stopa poreza}) / \text{Kapital} + \text{Dugoročne obaveze} + \text{Kratkoročne finansijske obaveze} - \text{Višak gotovine}$

Ovde se u obzir uzima dobitak nakon odbitka dela na ime poreza na dobit u brojiocu, dok je u imeniocu kapital i neto obaveze. Neto obaveze podrazumevaju dugoročne i kratkoročne obaveze umanjene za iznos gotovine.

Autori su u okviru primera u poslednjem poglavlju koristili i sledeću formulu:

Stopa prinosa u primarnoj poslovnoj delatnosti = Poslovni rezultat / Poslovna imovina - Dugoročni finansijski plasmani – Kratkoročni finansijski plasmani

U ovoj stopi prinosa autori naglašavaju da se prinos treba računati na onaj deo imovine koji potiče iz poslovne aktivnosti i zato u imeniocu isključuju dejstvo finansijskih aktivnosti, odnosno imovinu u obliku dugoročnih i kratkoročnih plasmana.

S obzirom na to da su stope prinosa izuzetno značajne za analizu, razvijen je sistem pokazatelja koji omogućava sagledavanje relacija između stopa prinosa i drugih finansijskih pokazatelja. Ovaj sistem pokazatelja koji se često koristi u praksi naziva se *Du Pont* sistem analize.

Stopa prinosa na sopstvena sredstva se sastoji od proizvoda sledećih komponenti:

Stopa prinosa na sopstvena sredstva (tradicionalni pristup)

STOPA PRINOSA NA UKUPNA SREDSTVA, ROA	X	MULTIPLIKATOR SOPSTVENOG KAPITALA	X	KOEFICIJENT FINANSIJSKE STRUKTURE KAPITALA
---	---	---	---	---

Stopa prinosa na ukupna sredstva je proizvod stope neto dobitka (Neto dobitak / Poslovni prihodi) i koeficijenta obrta ukupnih sredstava (Neto dobitak / Prosečna ukupna sredstva). To znači da je veća stopa prinosa na ukupna sredstva ostvarena kroz povećanje stope neto dobitka ili kroz povećanje koeficijenta obrta ukupnih poslovnih sredstava.

Ova stopa se može iskazati na sledeći način:

Stopa prinosa na ukupna sredstva = Stopa neto dobitka x Koeficijent obrta ukupnih sredstava

Stopa prinosa na ukupna sredstva pokazuje koliko dinara neto dobitka je ostvarilo privredno društvo na svakih 100 dinara angažovanih ukupnih sredstava. Ovo je koeficijent kojim se procenjuje rentabilnost privrednog društva. Ova stopa bi se mogla ocenjivati poređenjem sa prosekom grane delatnosti ili sa stopama ostvarenim u prethodnim poslovnim godinama.

Multiplikator sopstvenog kapitala je odnos neto dobitka privrednog društva sa neto dobitkom uvećanim za kamatu i dobija se na sledeći način:

$$\text{Multiplikator sopstvenog kapitala} = \text{Neto dobitak} / \text{Neto dobitak} + (\text{Kamata} \times (1 - \text{Stopa poreza})).$$

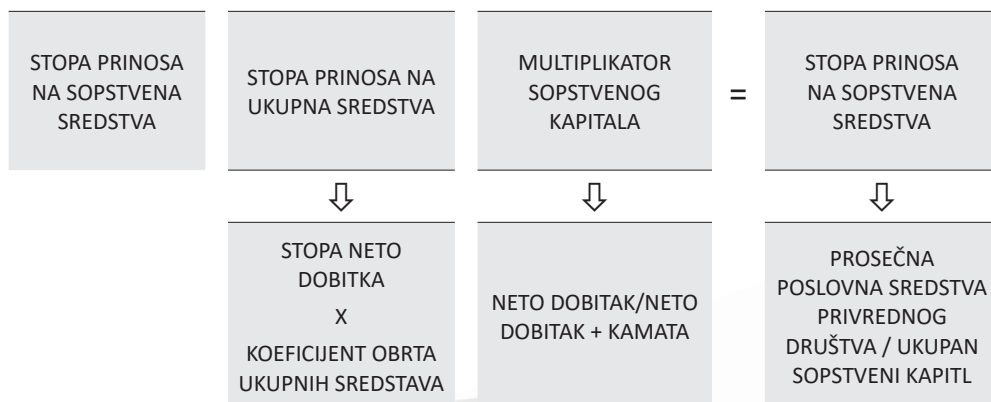
Ovaj multiplikator pokazuje koliko dinara neto dobitka će ostati kao potencijalni prinos za obične akcionare u odnosu na ukupan prinos za sve stejkholdere (akcionare i kreditore). Naravno, neće ceo neto dobitak biti raspodeljen akcionarima u vidu dividendi, već će deo dobiti biti zadržan. Međutim, ovaj multiplikator uzima u obzir ceo neto dobitak, jer na njega, *de facto*, imaju pravo obični akcionari. Visok iznos multiplikatora govori o tome da akcionari primaju značajne iznose prinosa na svoja ulaganja. Ovo se može ostvariti ili kada privredno društvo ne koristi pozajmljene izvore finansiranja (nema kamate) ili kada ih veoma efikasno koristi (visok iznos kamate, ali veći iznos neto dobitka koji služi za pokriće kamate). S obzirom da je kamata fiksni trošak finansiranja privrednog društva koja se odbija od poreske osnovice, ona se mora nadoknaditi pre nego što se ostvari deo dobitka koji privrednom društvu (vlasnicima) ostaje na slobodnom raspolaganju.

Koeficijent finansijske strukture je odnos prosečnih poslovnih sredstava i prosečnog sopstvenog kapitala koji se dobija primenom sledećeg obrasca:

$$\text{Koeficijent finansijske strukture} = \frac{\text{Prosečna poslovna imovina (stalna i obrtna)}}{\text{Prosečni sopstveni kapital}}$$

Ovaj koeficijent pokazuje koliko na svaki dinar sopstvenog kapitala ima angažovanih prosečnih obrtnih i stalnih sredstava. Koeficijent pokazuje stepen zaduženosti ili leveridž privrednog društva. On meri u kojem je stepenu kompanija oslonjena na pozajmljene izvore finansiranja (dugoročne i kratkoročne obaveze). Racio je veći od 1 kada je učešće obaveza značajno u finansijskoj strukturi privrednog društva.

Proizvod sve tri komponente - stope prinosa na ukupna sredstva, multiplikatora sopstvenog kapitala i koeficijenta finansijske strukture, daje stopu prinosa na sopstvena sredstva. Ova stopa je deo proširene Du Pont formule i to njezine savremenije varijante. Proširenu Du Pont formulu možemo ilustrovati sledećom slikom:

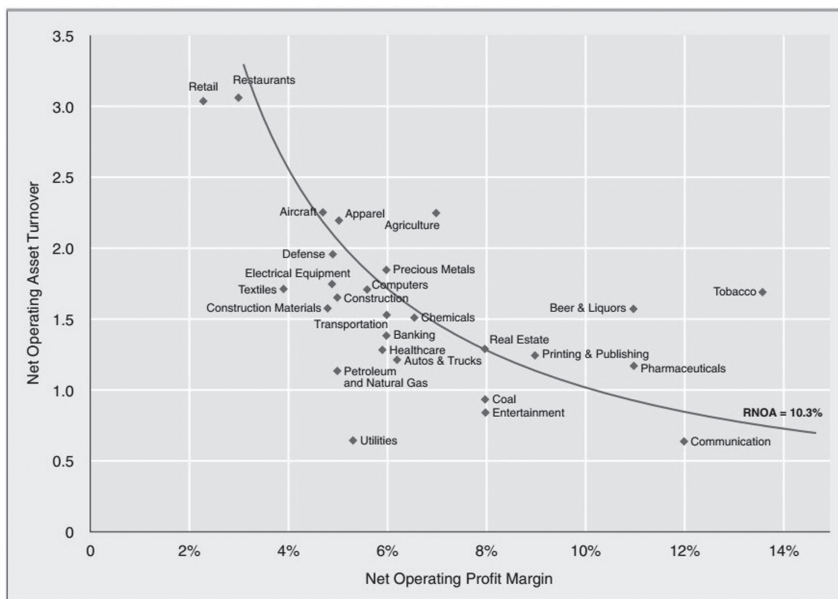


U prethodnoj ilustraciji prikazana je tradicionalna varijanta *Du Pont* formule. Kao što se iz prikaza može videti, *Du Pont* formula posmatra koeficijente rentabilnosti i koeficijente solventnosti kao deo jedinstvenog paketa za analizu finansijskog položaja i rentabilnosti privrednog društva. U tom paketu, svaki pojedinačan racio ima svoje mesto i ulogu kao deo međuzavisnog seta i u tom smislu se jedino i može interpretirati. U okviru ove formule vidljivo je da se stopa prinosa na ukupna sredstva pojačava sa dejstvom leveridža ili zaduženosti (zato što su ukupna sredstva finansirana iz sopstvenog ali i iz pozajmljenog kapitala), kao i dejstvom multiplikatora kapitala (koji prikazuje efekat pokrića kamate na pozajmljeni kapital sa ostvarenim dobitkom iz ukupne aktivnosti).

Ovde se postavlja pitanje zašto je stopa prinosa na sopstveni kapital (u primeru na sledećoj slici reč je o prinosu na neto poslovnu aktivu, *return on net operating assets*, RNOA) ponekad između različitih firmi na potpuno istom nivou, dok se stopa dobitka, koeficijent obrta dramatično razlikuju²⁹?

29 Više informacija na: <http://faculty.babson.edu/halsey/acc7500/DuPont%20analysis%20%96%20operating%20method.pdf>

Grafik 10. Stopa poslovnog dobitka za privredna društva iz različitih delatnosti



Izvor: Više informacija na: <http://faculty.babson.edu/halsey/acc7500/DuPont%20analysis%20%96%20operating%20method.pdf>

Na prethodnom grafiku je prikazano da privredna društva iz oblasti proizvodnje kompjutera imaju stopu poslovnog dobitka oko 6%, a koeficijent obrta oko 2.50 što daje ukupnu stopu prinosa na neto poslovna sredstva nešto malo više od 13 %. Istovremeno, privredna društva iz oblasti farmaceutske industrije imaju visoku stopu poslovnog dobitka oko 13%, ali nizak koeficijent obrta neto poslovnih sredstava oko 1.50 pri čemu je prinos na neto poslovnu aktivu oko proseka (13%).

Sledeća tabela prikazuje kako se razlikuje ROE kod privrednih društava iz oblasti proizvodnje, ali koje pripadaju različitim sektorima. Struktura ROE prikazana je kroz tri međuzavisna elementa: stopa dobitka, koeficijent obrta ukupne aktive i finansijski leveridž.

Tabela 33. Prikaz kretanja pokazatelja profitabilnosti za odabrana privredna društva

Privredno društvo	Stopa prinosa na sopstveni kapital, ROE	Stopa dobitka, profit margin	Koeficijent obrta ukupne aktive (ROA)	Finansijski leveridž
<i>Exxon Mobile</i>	16	5,3	1,33	2,26
<i>Nike</i>	20,4	8,4	1,51	2,60
<i>Hewlett Packard</i>	20,6	7,7	1,29	2,06
<i>Tiffany</i>	14,8	4,9	1,23	2,48

Iz prethodne tabele vidimo da kompanije koje imaju veći koeficijent obrta ukupne aktive imaju i veću zaduženost, finansijski leveridž. Tako na primer, *Nike* je kompanija koja ima najveći obrt ukupne aktive (1,51) i najveći finansijski leveridž (2,60), što daje ROE na nivou od 20%. *Hewlett Packard* ima ROE takođe 20%, ali je zaduženost daleko niža (2,06), kao i koeficijent obrta nego što je kod *Nike*.

Poslovni ROA je mera sposobnosti privrednog društva da uposli poslovnu aktivu i da iz nje izvuče dobitak. Raspon ili spread je doprinos koji ima finansiranje iz obaveza dakle, zaduživanjem. Ovaj spread je pozitivan sve dok je poslovni ROA veći od troškova finansiranja (kamate). Privredna društva koje se zadužuju, ali ne mogu da efikasno uposle svoja sredstva osećaju negativan efekat finansijskog leveridža i to je vidljivo kroz opadanje ROE. Efekat zaduživanja zavisi od toga koliko je privredno društvo zaduženo u odnosu prema sopstvenom kapitalu, pa je odatle, u formulu uključen i iznos (neto obaveze / sopstveni kapital) koji oslikava veličinu dejstva finansijskog leveridža.

3.5. Pokazatelji tržišne vrednosti

Pokazatelji tržišne vrednosti su pokazatelji kojima se koriste investitori prilikom ulaganja ograničenih novčanih sredstava. U ove pokazatelje se ubrajaju:

- ♦ neto dobitak po akciji,
- ♦ *Earnings per Share* (EPS),
- ♦ odnos tržišne cene i dobitka po akciji,
- ♦ pokazatelj plaćanja dividende,
- ♦ dividendna stopa i
- ♦ knjigovodstvena vrednost po akciji.

Neto dobitak po akciji (*Earnings per Share*, EPS) izračunava se kao relativni odnos neto dobitka ostvarenog u toku poslovne godine i broja emitovanih običnih akcija, kao što je prikazano:

$$\text{Neto dobitak po akciji} = \text{Neto dobitak} / \text{broj emitovanih običnih akcija}$$

On pokazuje koji deo dobitka se može raspodeliti akcionarima u vidu dividendi ili delom akumulirati, što zavisi od veličine ostvarenog dobitka i politike raspodele. Broj običnih akcija je zapravo, broj emitovanih i prodatih akcija odnosno onih koje su u rukama vlasnika. Ovde se ne uzimaju trezorske akcije (*Treasury Shares*) koje se ne nalaze u prometu već ih je privredno društvo otkupilo da bi ih poništilo ili naknadno emitovalo. Ovaj pokazatelj meri uspešnost poslovanja privrednog društva i veoma je značajan indikator u investicionoj analizi za potencijalne investitore.

Odnos tržišne cene po akciji i neto dobitka po akciji (*Price-Earnings Ratio*, P/E) dobija se primenom sledeće formule:

Odnos tržišne cene i neto dobitka po akciji = Tržišna cena / Neto dobitak po akciji

Ovo je važan indikator za buduće ulagače kapitala i ako je on veći to znači da akcionari imaju velika očekivanja od ovog privrednog društva. Veći P/E ukazuje na budući rast neto dobitka, što znači da ulagači imaju poverenje u privredno društvo. Tržišna vrednost akcija se može dobiti ako se poznaje vrednost ovog pokazatelja i dobitka po akciji. Ako je dobitak po akciji 50 novčanih jedinica, a P/E 4, tada se očekivana tržišna cena akcija te kompanije u budućnosti kreće oko $50 \times 4 = 200$ n.j.

Pokazatelj plaćanja dividende (*Dividend Payout Ratio*), dobija se kao odnos sledećih veličina:

Pokazatelj plaćanja dividende = Isplaćena dividenda po akciji prethodne četiri godine / Neto dobitak po akciji (zbir prethodne četiri godine)

Raspodela neto dobitka na dividendu i zadržani dobitak deo je politike raspodele koja se razlikuje od privrednog društva do privrednog društva. Na primer, brzorastuća privrednog društva ceo dobitak usmeravaju u privredno društvo (*Microsoft*), dok stabilne firme kao *General Electric* veliki deo dobitka vraćaju akcionarima u vidu dividendi (oko 30%).

Dividendna stopa se dobija iz sledećeg odnosa:

Dividenda stopa = Dividenda po akciji / Tržišna cena po akciji,

Ova stopa pokazuje tekući prinos koji akcionar ostvaruje u procentu u odnosu na tržišnu vrednost akcija, posebno je značajan za ulagače koji preferiraju stabilne dividende u odnosu na povećanje kapitalnog dobitka (porasta cene akcija).

Knjigovodstvena vrednost po akciji se dobija deljenjem sopstvenog kapitala sa brojem emitovanih običnih akcija:

Knjigovodstvena vrednost po akciji = Sopstveni kapital / broj emitovani običnih akcija

Ako bi došlo do likvidacije privrednog društva, kada se podmire svi poverioci, običnim akcionarima bi ostale akcije u vrednosti ovog pokazatelja. Ovaj pokazatelj se koristi kod određivanja likvidacione vrednosti, koja predstavlja stvarni iznos koji će primiti obični akcionari privrednog društva ako dođe do njegovog zatvaranja. Ako

Razlike u tržišnoj i knjigovodstvenoj vrednosti kompanija u SAD-u (Higgins R., 1998)

Kompanija	Knjigovodstvena vrednost	Tržišna vrednost
Wal-Mart Stores	14.756	46.761
Analog Devices	656	2.848
Coca-Cola	5.392	92.983

se zanemare troškovi postupka stečaja ovo bi mogla da bude minimalna vrednost po akciji. Ovom pokazatelju se zamera što u brojiocu polazi od knjigovodstvene vrednosti privrednog društva koja odstupa od tržišne vrednosti privrednog društva i koja nije realna zbog primene principa istorijskih troškova u vrednovanju imovine i ne uzimanja u obzir potencijalnih dobitaka koji se mogu ostvariti od korišćenja sredstava.

Tržišna vrednost po akciji se dobija kada se tržišna cena pomnoži sa ukupnim brojem akcija u prometu na finansijskom tržištu:

Tržišna vrednost firme (tržišna kapitalizacija) = Broj emitovanih akcija u prometu x Tržišna cena po akciji.

3.6. Ostali pokazatelji

U okviru ove heterogene kategorije svrstali smo pokazatelje čija vrednost u analizi nije primarna, ali se mogu upotrebiti za donošenje odgovarajućih zaključaka, kao što su:

Efektivna poreska stopa = Poreski rashod perioda / Dobitak pre oporezivanja

Kamatna stopa = Rashodi kamata / (Dugoročni krediti + Ostale dugoročne obaveze + Kratkoročne finansijske obaveze) + (Dugoročni krediti prethodne godine + Ostale dugoročne obaveze prethodne godine + Kratkoročne finansijske obaveze prethodne godine) / 2

Kapital investiran u primarnu poslovnu delatnost po zaposlenom = (poslovna imovina - Dugoročni finansijski plasmani - Kratkoročni finansijski plasmani - Višak gotovine) / Broj zaposlenih

Prosečna neto zarada = Obaveze za neto zarade i naknade zarada (potražni promet bez početnog stanja) / Prosečan broj zaposlenih na osnovu stanja krajem svakog meseca (ceo broj) / 12 x 100

Implicirana stopa rasta = ROE x (1 - stopa isplate dividendi)

Održiva stopa rasta = (Neto margina x (1- Stopa isplate dividendi) x (1+ Pokazatelj odnosa obaveza prema kapitalu)) / Poslovna imovina / Poslovni prihodi – (Neto margina x (1- Stopa isplate dividendi) x (1+ Pokazatelj odnosa obaveza prema kapitalu))

4. CASH FLOW ANALIZA

Izveštaj o tokovima gotovine je važan predmet analize s obzirom na činjenicu da je danas mogućnost manipulacije računovodstvenim pravilima obračuna rezultata i prihoda i rashoda značajna, što je umanjilo efikasnost bilansa uspeha kao predmeta analize i povećalo uticaj izveštaja o novčanim tokovima. Ovaj izveštaj je regulisan MRS 7- Izveštaj o novčanim tokovima i čini obavezan finansijski izveštaj.

Dve su osnove metode koje se koriste u njegovoj pripremi:

- ♦ direktna metoda i
- ♦ indirektna metoda.

U nastavku izlaganja obradićemo osnovne delove ovog izveštaja i *Cash Flow* analizu kao značajnu tehniku analize finansijskih izveštaja.

Izveštaj o novčanim tokovima se definiše kao izvedeni finansijski izveštaj u kojem su prikazani prilivi i odlivi gotovine po osnovu poslovne, investicione i finansijske aktivnosti u toku obračunskog perioda.

4.1. Aktivnosti privrednog društva i novčani tokovi

Komiteta za MRS (International Accounting Standards Board, IASB) je izdao standard **MRS 7- Izveštaj o novčanim tokovima**, koji je počeo da važi za finansijske izveštaje od 1994. godine, a naziv mu je bio promenjen septembra 2007. godine.

Izveštaj o novčanim tokovima je *obavezan finansijski izveštaj* i deo je godišnjeg zaključka, koji pored ovog izveštaja obuhvata bilans stanja, bilans uspeha, napomene i izveštaj o promenama na kapitalu.

Izveštaj o novčanim tokovima se odnosi na *obračunski period (periodičan izveštaj)* u kojem su prikazane promene u novčanim tokovima (gotovini i gotovinskim ekvivalentima) uzrokovane promenama u pozicijama aktive i pasive.

Gotovina predstavlja gotovinu u blagajni, depozite po viđenju i kratkoročne depozite u poslovnim bankama, dok **gotovinske ekvivalente** čine kratkoročna, visoko likvidna ulaganja koja se brzo pretvaraju u gotovinu bez značajnijeg rizika konverzije. U gotovinske ekvivalente ubrajamo komercijalne zapise, obveznice, menice, čekove i akcije državnog trezora (trezorske hartije od vrednosti) kojima je rok dospeća do 3 meseca.

Gotovinski ekvivalenti se usled brze konverzije i niskog rizika, kao i niskih troškova konverzije smatraju sastavnim delom gotovine privrednog društva. U većini država sa razvijenim finansijskim tržištima ulaganja u gotovinske ekvivalente su veća od stanja gotovine na tekućim računima i u blagajni. Razlog leži u činjenici da ulaganja u ekvivalente gotovine (komercijalni zapisi, trezorske obveznice i dr.) donose viši prinos od kamate na deponovana novčana sredstva u poslovnim bankama. Promene u gotovini i ekvivalentima gotovine u toku obračunskog perioda mogu se sagledati iz izveštaja o novčanim tokovima.

Izveštaj o novčanim tokovima ima tri dela:

- a) tokovi gotovine iz poslovne aktivnosti,
- b) tokovi gotovine iz investicione aktivnosti i
- c) tokovi gotovine iz finansijske aktivnosti.

Specifičnost poslovne aktivnosti je u tome što se uzimanje i vraćanje glavnice kredita tretira kao finansijska aktivnost, a naplata ili isplata kamate kao poslovna aktivnost.

a) Poslovne aktivnosti privrednog društva čine glavne transakcije iz kojih proizlaze poslovni prihodi i rashodi. U ove aktivnosti ubrajamo: prodaju gotovih proizvoda, usluga i robe na eksternom tržištu, plaćanje obaveza prema dobavljačima po osnovu nabavke materijala, robe, transakcije plaćanja različitih troškova poslovanja (isplata proizvodnih i neproizvodnih usluga, isplate troškova zarada i drugih poslovnih rashoda) i plaćanja drugih obaveza (za poreze i doprinose i drugo). Pored pomenutih, transakcije **isplate kamata** na pozajmljene izvore finansiranja (kamate na kredite, kamate na obveznice), kao i **naplata kamate** na plasirana novčana sredstva, kamate na obveznice drugih privrednog društva i slične transakcije čine poslovnu aktivnost privrednog društva.

Iz pomenutih poslovnih transakcija proizlaze pozitivni novčani tokovi koji se nazivaju primanja gotovine i negativni novčani tokovi koji se nazivaju izdavanja gotovine. Razlika primanja i izdavanja gotovine predstavlja **neto novčane tokove iz poslovne aktivnosti**. Novčani tokovi koji se javljaju u okviru poslovne aktivnosti utiču na bilans uspeha, odnosno povezani su sa utvrđivanjem prihoda i rashoda i determinisanjem neto dobitka.

Neto novčani tokovi od poslovne aktivnosti se upoređuju sa ostvarenim neto dobitkom iz bilansa uspeha. Između ove dve vrednosti retko stoji znak jednakosti. Razlog za to je u primeni različitih osnova za računovodstveni obračun.

Neto dobitak se obračunava kao razlika prihoda i rashoda u obračunskom periodu zasnovanih na poštovanju principa realizacije i „matching-a”. Ova osnova za obračun dobitka se naziva **tokovima rentabilnosti (Accrual Basis of Accounting)**.

Utvrđivanje **neto novčanog toka iz poslovne aktivnosti** zasniva se na **novčanim tokovima (Cash Basis of Accounting)**. Sastavljanje izveštaja o novčanim tokovima respektuje praćenje kretanja gotovine, odnosno respektuje osnovu novčanih tokova (*Cash Basis*).

Nastanak izveštaja o novčanim tokovima zasniva se na konverziji ili prevođenju tokova rentabilnosti (prihoda i rashoda) na novčane tokove (primanja i izdavanja gotovine).

Prikazivanje novčanih tokova iz poslovne aktivnosti privrednog društva ostvaruje se primenom dva metoda: a) direktan i b) indirektan metod.

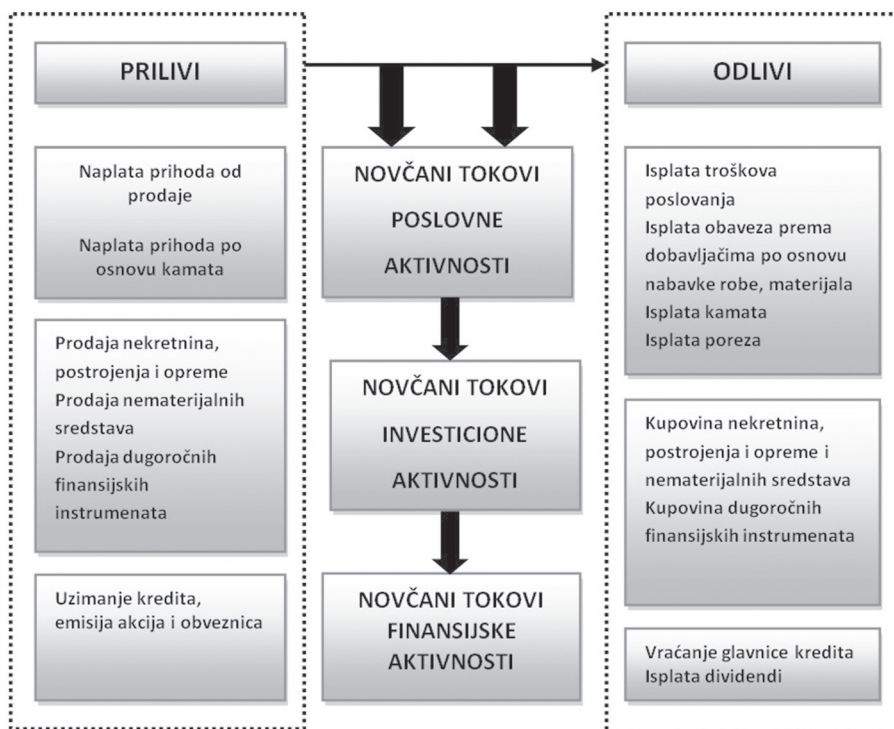
b) Investiciona aktivnost se odnosi na vrednovanje i selekciju ulaganja čiji je rok duži od jedne poslovne godine, odnosno ulaganja čiji se efekti očekuju u dugoročnom vremenskom periodu. Ovakvu vrstu transakcija čine nabavka nekretnina, postrojenja i opreme, nematerijalnih sredstava i prodaja nekretnina postrojenja i opreme, kao i prodaja nematerijalnih sredstava. Pored pomenutog, investicionu aktivnost čine ulaganja u dugoročne finansijske instrumente (akcije, obveznice), kao i aktivnosti prodaje tih instrumenata na finansijskom tržištu. Iz investicionih aktivnosti proizlaze primanja i izdavanja gotovine, a njihova razlika se naziva **neto novčani tok iz investicione aktivnosti**.

c) Finansijsku aktivnost čine transakcije privrednog društva kojima se determinišu odnosi sa njegovim partnerima koji obezbeđuju izvore finansiranja (kreditorima i akcionarima). Ove aktivnosti za posledicu imaju promenu veličine i strukture izvora finansiranja, odnosno sopstvenog i pozajmljenog kapitala. Odnosi privrednog društva sa vlasnicima kapitala (akcionari, ortaci, članovi društva) i poveriocima (banke, finansijske institucije, imaoci obveznica i sl.) kreiraju novčana primanja (uzimanje kredita, emisija obveznica, emisija akcija) i novčana izdavanja (isplate dividendi, povraćaj glavnice kredita, povraćaj nominalnog duga po osnovu obveznica). Ovde treba primetiti da se **isplate kamate na pozajmljene izvore finansiranja tretiraju sastavnim delom poslovne aktivnosti**.

Razlika primanja i izdavanja gotovine u ovom segmentu izveštaja o novčanim tokovima naziva se **neto novčani tok iz finansijske aktivnosti**.

U cilju boljeg razumevanja izveštaja o novčanim tokovima poslužićemo se jednom kratkom ilustracijom

Izveštaj o novčanim tokovima treba da prikaže novčane tokove u toku jednog obračunskog perioda, klasifikovanih prema poslovnim, investicionim i aktivnostima finansiranja. Navedena klasifikacija prema aktivnostima obezbeđuje informacije koje korisnicima omogućavaju da ocene uticaj tih aktivnosti na finansijski položaj i promene u gotovini i gotovinskim ekvivalentima u toku obračunskog perioda.



U tom smislu, izveštaj o novčanim tokovima predstavlja neophodnu informacionu podršku osnovnim izveštajima - bilansu stanja i bilansu uspeha. *Cash Flow* kao suma dobitka, amortizacije i drugih troškova koji ne prouzrokuju izlaz gotovine koristi se kao instrument finansijske analize. U praksi je prikladno sredstvo za procenu finansijske i prinosne snage privrednog subjekta (Barjaktarović, 2009). Izveštaj o novčanim tokovima odgovara na sledeća pitanja finansijskog analitičara:

- ♦ Koliko novca je generisano ili upotrebljeno u poslovnim aktivnostima,
- ♦ Koje troškove smo platili u obračunskom periodu,
- ♦ Kako su isplaćene dividende,
- ♦ Koji su izvori vraćanja kredita, otkupa akcija,
- ♦ Kako su plaćena investiciona ulaganja,
- ♦ Zašto je novčani tok manji od profita ili dobitka,
- ♦ Za kakve namene je iskorišćen novac iz finansijske aktivnosti.

4.2. Analiza izveštaja o novčanim tokovima

Izveštaj o novčanim tokovima, kao pregled primanja i izdavanja gotovine u obračunskom periodu razvrstanih prema ključnim aktivnostima, predstavlja značajan finansijski izveštaj koji dopunjava informacije sadržane u osnovnim izveštajima - bilansu stanja i bilansu uspeha. **Osnovni cilj računovodstvenog izveštavanja u ovom segmentu** je da se korisnicima omogućući sticanje uvida u sposobnost privrednog društva da generiše novčane tokove povezane sa njihovim ulaganjima.

Akcionari i potencijalni investitori su zainteresovani za novčane tokove od dividendi na akcije, dok su kreditori zainteresovani za novčane tokove povezane sa kreditnim aranžmanima (kamate). Menadžeri su, takođe, zainteresovani za novčane tokove, jer od usklađenosti primanja i izdavanja gotovine zavisi finansijska i operativna fleksibilnost privrednog društva. Izveštaj o novčanim tokovima služi korisnicima da procene promene neto imovine, njegovu finansijsku strukturu, likvidnost i solventnost, kao i sposobnost privrednog društva da se prilagođava promenljivim zahtevima poslovnog okruženja.

Izveštaj o novčanim tokovima predstavlja i **služi menadžerima, investorima i kreditorima kao analitičko sredstvo da bi** (Kulić, 2002):

- ♦ utvrdili iznos gotovine koja je obezbeđena iz poslovanja tokom perioda,
- ♦ procenili sposobnost privrednog društva da ispunjava sve svoje obaveze onako kako dospevaju, kao i sposobnost plaćanja dividendi akcionarima,
- ♦ utvrdili iznos ulaganja u nove nekretnine, postrojenja i opremu tokom perioda,
- ♦ utvrdili obim finansiranja potrebnog za proširenje ulaganja u dugoročna sredstva ili nastavak poslovanja i
- ♦ procenili sposobnost da se ostvaruje pozitivan tok gotovine u budućim periodima.

Izveštaj o novčanim tokovima je značajan kako za tekuće planiranje potreba za gotovinom, tako i za poslovno odlučivanje i kontrolu buduće poslovne aktivnosti .

Analiza novčanih tokova se još naziva i **procenom solventnosti**. **Solventnost** je sposobnost da se dugoročno pokrivaju sve dospele obaveze plaćanja u rokovima njihovog dospeća. To znači da je procena solventnosti značajan segment analize novčanih tokova i sastoji se od analize ključnih pozicija iz ovog izveštaja koji se odnosi na poslovne, investicione i finansijske aktivnosti.

Procena solventnosti odnosi se na procenu **vremenske usklađenosti priliva i odliva** gotovine iz pomenutih aktivnosti i to ne samo unutar pojedinačnih aktivnosti, već i između aktivnosti koje generišu gotovinu. Procena solventnosti ili analiza novčanog toka sastoji se iz tri područja:

- ♦ poslovne performanse,
- ♦ finansijska fleksibilnost i
- ♦ procena likvidnosti.

Poslovne performanse odnose se na sposobnost privrednog društva da raste i razvija se kroz poslovne aktivnosti. Privredno društvo koje najveće prilive gotovine ostvaruje od prodaje gotovih proizvoda, robe i usluga i uspeva da njima pokriva sve odlive od aktivnosti plaćanja troškova sadržanih u prodatim gotovim proizvodima ili nabavnoj vrednosti prodate robe, kao i ostalih troškova perioda (troškovi marketinga ili prodaje, troškovi istraživanja, troškovi opšteg upravljanja i administracije) je društvo čije su poslovne performanse na zavidnom nivou. Procena poslovnih aktivnosti najvažniji je deo analize novčanih tokova. Tokovi iz poslovne aktivnosti moraju biti pozitivni, jer je jedino to adekvatan signal investitorima i kreditorima da osnovna delatnost može da generiše gotovinu.

Finansijska fleksibilnost odnosi se na procenu sposobnosti da se generiše gotovina iz drugih izvora koji nisu deo poslovne aktivnosti. U pitanju je sposobnost privrednog društva da se kreditno zadužuje, da emituje obveznice ili da na finansijskom tržištu emituje akcije. Finansijska fleksibilnost se postiže i kroz sposobnost privrednog društva da prodaje aktivu (sredstva) kojima raspolaže. U sredstva koja se mogu prodavati ubrajamo nekretnine, postrojenja, opremu, zemljište, nematerijalna sredstva i finansijske instrumente. Društvo koje može da odgovori potrebama za gotovinom kroz ove oblike aktivnosti smatra se finansijski fleksibilnim.

Likvidnost je deo finansijske fleksibilnosti i definiše se kao kratkoročni aspekt posmatranja novčanih tokova. Likvidnost je sposobnost da se aktiva transformiše u gotovinu. Tekuća sredstva ili kako se još nazivaju visoko likvidna sredstva doprinose finansijskoj fleksibilnosti, jer se u kratkom roku mogu konvertovati u gotovinu i služiti za pokriće dospelih obaveza plaćanja. Procena likvidnosti se može videti i kroz analizu pozicija aktive bilansa stanja. Ukoliko dominira tekuća imovina (obrtna imovina) u odnosu na dugoročna sredstva, privredno društvo se u načelu može smatrati likvidnim. Naravno, konačna procena likvidnosti zavisi i od odgovarajućih finansijskih koeficijenata, koji su predstavljeni kao koeficijenti za procenu likvidnosti (a), utvrđivanje neto obrtnih sredstava (b) i specifični koeficijenti koji se odnose na izveštaj o novčanim tokovima (c). Svi koeficijenti objašnjeni su detaljnije u nastavku izlaganja.

Pored pokazatelja likvidnosti, koji su objašnjeni u delu o finansijskim pokazateljima, analiza novčanih tokova se dopunjava i sa analizom **specifičnih finansijskih koeficijenata** koji se odnose na pozicije iz izveštaja o novčanim tokovima. U tom smislu, govorimo o sledećim finansijskim koeficijentima: odnos neto novčanog toka i neto dobitka, učešće neto novčanog toka u prihodima od prodaje, odnos neto novčanog toka i ukupnih sredstava i utvrđivanje slobodnog novčanog toka.

$$\text{Odnos neto novčanog toka i neto dobitka} = \frac{\text{Neto novčani tok iz poslovne aktivnosti}}{\text{Neto dobitak}}$$

Ovaj koeficijent pokazuje koliko je privredno društvo sposobno da generiše neto novčanih tokova³⁰ iz poslovne aktivnosti na svaki dinar neto dobitka ostvarenog u tekućem obračunskom periodu. Pokazatelj se naziva i „kvalitet dobitka“. Ako je ovaj odnos viši u odnosu na prosek grane ili u odnosu na prethodne poslovne godine, to znači da je privredno društvo sposobno da „izvlači“ gotovinu iz poslovne delatnosti. Suština ovog finansijskog pokazatelja je da se koristi i za detekciju postojanja kreativnog računovodstva. Ukoliko je ovaj odnos jednak 1 ili veći od 1, nema osnova za postojanje kreativnog računovodstva. Ali ako je niži od 1, postoji opravdana sumnja u primenu kreativnih računovodstvenih politika u tom obračunskom periodu. U tom smislu treba postavljati i dodatna pitanja: da li je ova promena proizvod promene u računovodstvenim procenama ili računovodstvenim politikama i da li su promene jednokratne ili stalne.

Učešće neto novčanog toka u prihodima od prodaje = Neto novčani tok iz poslovne aktivnosti / Neto prihodi od prodaje

Ovaj koeficijent pokazuje koliko je društvo ostvarilo neto novčanog toka iz poslovne aktivnosti na svaki dinar neto prihoda od prodaje. Koeficijent je merilo sposobnosti aktivnosti prodaje da generiše novčane tokove. To dalje znači da veći koeficijent znači veću sposobnost prodaje u generisanju priliva gotovine iz poslovne aktivnosti. Od 5-10% se smatra odličnim iznosom, mada postoje delatnosti u kojima ova vrednost ide i do 40% (telekomunikacije). Ove vrste delatnosti su u praksi poznate i pod nazivom *Cash Cows*.

Odnos neto novčanog toka i ukupnih sredstava = Neto novčani tok iz poslovne aktivnosti / Prosečna ukupna sredstva privrednog društva

Ovaj koeficijent pokazuje koliko je privredno društvo ostvarilo neto novčanih tokova iz poslovne aktivnosti na svaki dinar prosečno uloženih ukupnih sredstava. Ovaj koeficijent je merilo sposobnosti sredstava (imovine) da generiše gotovinu.

Slobodan novčani tok (Free Cash Flow) = Neto novčani tok iz poslovne aktivnosti – Dividende – Neto Ulaganja u dugoročna (stalna) sredstva

Neto ulaganja u dugoročna (stalna) sredstva = Prilivi od prodaje stalnih sredstava – Odlivi po osnovu nabavke stalnih sredstava

30 Neto novčani tok je razlika između primanja i izdavanja gotovine. Neto novčani tok može se javiti kao neto priliv ili neto odliv gotovine u obračunskom periodu.

Slobodan novčani tok (*Free Cash Flow*) je značajno merilo uspešnosti kojeg investitori veoma rado koriste u analizi atraktivnosti akcija na finansijskim tržištima. Ovaj novčani tok se definiše kao merilo ostatka gotovine iz poslovnih aktivnosti kada se isplate dividende i kada se izvrše ulaganja u rast.

Osim pomenutog u praksi korporativnih finansija često se računaju i sledeća dva pokazatelja:

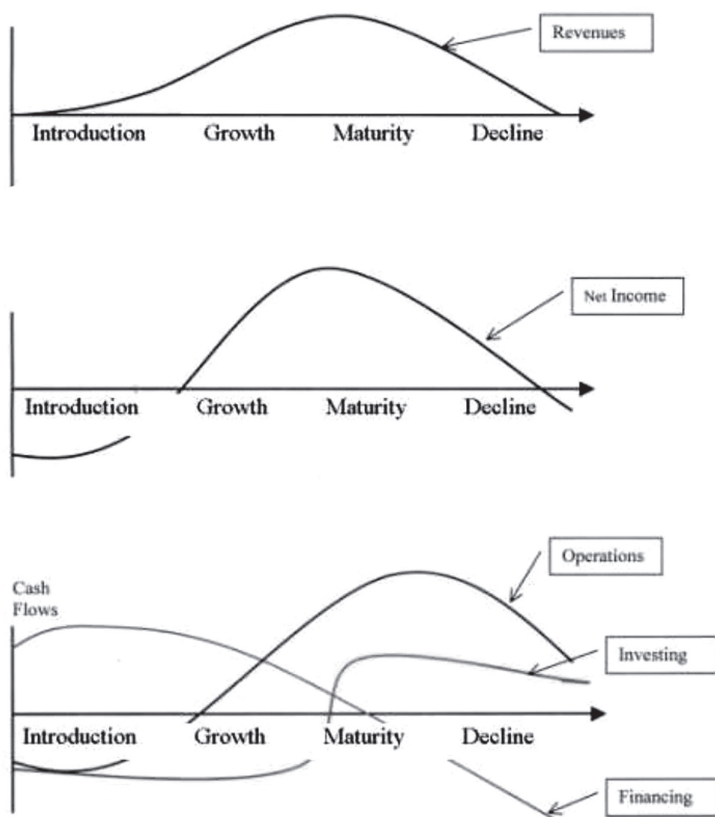
Gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala = Gotovina na kraju perioda - Gotovina na početku perioda + Isplaćene dividende + Otkup sopstvenih akcija – Uvećanje osnovnog kapitala

Gotovinski tok raspoloživ vlasnicima i poveriocima = gotovinski tok koji pripada vlasnicima – dugoročni i kratkoročni krediti (Neto priliv) + Plaćene kamate x (1 - stopa poreza na dobit)

Analiza novčanog toka može se koristiti da bi se odgovorilo na čitav niz pitanja koji odražavaju dinamiku novčanih tokova kao što su sledeća (Palepu, Healy, Bernard, & Peek, 2007):

- a) Koliko su jake interne mogućnosti kreiranja novčanih tokova? Da li su novčani tokovi iz poslovnih aktivnosti pozitivni ili negativni? Da li je to zato što privredno društvo raste ili ima poteškoće u upravljanju neto obrtnim kapitalom?
- b) Da li privredno društvo ima mogućnosti da servisira svoje finansijske obaveze, kao što su obaveze za kamate, iz neto novčanog toka iz poslovne aktivnosti?
- c) Da li je privredno društvo investiralo u rast i razvoj? Da li su ta ulaganja konzistentna sa poslovnom politikom i ciljevima? Da li koristi interni *Cash Flow* da finansira rast ili se oslanja na eksterne izvore finansiranja?
- d) Da li se isplaćuju dividende iz internog slobodnog novčanog toka ili se oslanja na eksterne izvore finansiranja? Da li je politika dividendi održiva s obzirom na novčane tokove?
- e) Na koje eksterne izvore finansiranja se ovo društvo oslanja i da li je to konzistentno sa sveukupnom poslovnom strategijom?
- f) Da li ima privredno društvo ima slobodan novčani tok koji preostaje nakon kapitalnih ulaganja? Da li menadžment raspolaže planom kako da zaposli taj slobodan novčani tok?

Na izvore generisanja novčanih tokova uticaj ima i faza životnog ciklusa u kojoj se privredno društvo nalazi. Sledeće ilustracije upravo to prikazuju.



Izvor: Preuzeto sa: web.chapman.edu/asbe/faculty/bdehning/.../April%2022%20Student.ppt

Privredna društva koja su u fazi saturacije generišu mnogo više novca iz poslovnih aktivnosti, nego ona koja su u fazi rasta. Ova poslednja investiraju u istraživanje i razvoj, promociju ili ulažu u nekretnine, postrojenja i opremu i stoga češće imaju negativne novčane tokove iz poslovnih i investicionih aktivnosti, a pozitivne novčane tokove iz finansijske aktivnosti. Povećanje ili smanjenje neto obrtnih sredstava zavisi, takođe, od faze u životnom ciklusu, odnosno sektora u celini. Tako, ona privredna društva koja su u fazi saturacije investiraju velika sredstva u potraživanja od kupaca, zalihe i obaveze prema dobavljačima. Neto investicije u obrtna sredstva zavise od kreditne politike dobavljača (mogućnost prolongiranja isplate obaveza), politike naplate potraživanja od kupaca (mogućnost naplate i rokovi prodaje) i očekivanog rasta prodaje (zalihe). Interpretacija neto novčanog toka iz poslovne aktivnosti nakon uzimanja u obzir promena u neto obrtnim sredstvima zavisi i od politike prodaje, kreditne politike dobavljača, strategije rasta. U fazi opadanja ili izlaska sa tržišta novčani tokovi se generišu iz poslovne aktivnosti, kao i iz investicione aktivnosti (kroz dezinvestiranje

ili prodaju sredstava) i oni najčešće služe za otplatu kredita (zato su novčani tokovi iz finansijske aktivnosti negativni).

Posle izvršenih neophodnih analiza izveštaja o novčanim tokovima može se definisati **profil novčanih tokova**. S obzirom na ostvarene rezultate u segmentima poslovne, finansijske i investicione aktivnosti moguće je privredna društva podeliti na osam profila (videti sledeću tabelu).

Tabela 34. Profil privrednog društva s obzirom na ostvarene neto novčane tokove

PROFIL	NETO NOVČANI TOK OD POSLOVNE AKTIVNOSTI	NETO NOVČANI TOK INVESTICIONE AKTIVNOSTI	NETO NOVČANI TOK FINANSIJSKE AKTIVNOSTI
1	+	+	+
2	+	-	+
3	+	+	-
4	+	-	-
5	-	+	+
6	-	-	+
7	-	+	-
8	-	-	-

U prvom profilu privredno društvo generiše pozitivne novčane tokove iz sve tri aktivnosti. Ovo je slučaj društva koje ostvaruje prilive iz poslovne, investicione i finansijske aktivnosti najverovatnije iz razloga nekih većih ulaganja u dugoročna sredstva u budućem obračunskom periodu.

U drugom profilu privredno društvo finansira rast (kupovinu dugoročne imovine) kroz poslovne aktivnosti ili kroz emisije akcija, obveznica i uzimanje kredita. Zato je u ovom profilu novčani tok iz investicione aktivnosti negativan, dok su izvori gotovine iz poslovne i finansijske aktivnosti pozitivni.

U trećem profilu privredno društvo koristi pozitivan novčani tok iz poslovne i investicione aktivnosti za isplatu dividendi i za pokriće glavnica dospelih dugoročnih obaveza. Zato je finansijski tok negativan, dok su ostala dva pozitivna.

U četvrtom profilu, negativni su investicioni i finansijski novčani tokovi, dok je pozitivan tok iz poslovne aktivnosti. Ovo je slučaj privrednog društva koje iz poslovne aktivnosti finansira rast (kupovinu dugoročnih sredstava, odnosno investicionu aktivnost) i finansira otplate dividendi i glavnice dugova (finansijska aktivnost). Karakteristično je za društva koja su dugo godina prisutna na tržištu i imaju stabilnu proizvodnju i prodaju.

U petom profilu, privredno društvo je najverovatnije u teškoćama vezanim za prodajni ciklus (opadanje tražnje za proizvodima) pa je neto novčani tok iz poslovne aktivnosti negativan. Da bi to nadomestilo, društvo intenzivira priliv gotovine iz investicione aktivnosti (prodaja dugoročnih sredstava) i finansijske aktivnosti (emisije akcija, obveznica, uzimanje kredita).

U šestom profilu, privredno društvo generiše novčane tokove iz finansijske aktivnosti (emisija akcija, obveznica) i njima pokriva negativne novčane tokove iz poslovne i investicione aktivnosti. Ovo društvo ulaže u svoj rast i razvoj očekujući da će to doprineti pozitivnim novčanim tokovima iz poslovne aktivnosti. Naravno, privredno društvo se ne može neograničeno zaduživati kod svojih poverilaca da bi finansiralo rast i razvoj, niti ne može neograničeno izdavati akcije, ako svojim vlasnicima ne obećava dobre performanse i zarade u budućnosti. Ovaj profil likvidnosti može se smatrati dosta rizičnim.

U sedmom profilu privredno društvo prodaje dugoročna sredstva da bi iz tih priliva finansiralo otplatu kredita u finansijskoj aktivnosti, isplatu dividendi i da bi finansiralo svoju poslovnu aktivnost. U sedmom profilu novčanih tokova jedino investicione aktivnosti generišu gotovinu, dok ostale aktivnosti konzumiraju gotovinu. Ovo je profil koji ukazuje na *prisustvo hronične nelikvidnosti i značajan rizik otvaranja stečajnog postupka*.

U osmom profilu novčani tokovi iz svih aktivnosti su negativni. Ovo privredno društvo je pred stečajem, jer pokazuje nesinhronizovanost priliva i odliva gotovine iz sve tri aktivnosti - poslovne, investicione i finansijske aktivnosti.

Analiza izveštaja o novčanim tokovima primenom pomenutih koeficijenata i utvrđivanjem profila novčanog toka data je u sledećem hipotetičkom primeru.

PRIMER:

Dat je sledeći izveštaj o novčanim tokovima firme Delta X:

IZVEŠTAJ O NOVČANIM TOKOVIMA – DIREKTAN METOD	
NOVČANI TOKOVI IZ POSLOVNE AKTIVNOSTI	IZNOSI
1. Naplata potraživanja od kupaca	9.285,00
2. Naplaćeni ostali prihodi	0,00
3. Isplate po osnovu cene koštanja prodatih gotovih proizvoda	6.750,00
4. Isplate po osnovu ostalih troškova perioda	1.600,00
5. Isplate po osnovu kamate	0,00
6. Isplate po osnovu poreza na dobitak	0,00
Neto novčani tok iz poslovne aktivnosti (1+2-3-4-5)	935
NOVČANI TOKOVI IZ INVESTICIONE AKTIVNOSTI	
1. Prilivi gotovine po osnovu prodaje nekretnina, postrojenja i opreme	
2. Prilivi po osnovu prodaje nematerijalnih sredstava	
3. Prilivi po osnovu prodaje dugoročnih finansijskih instrumenata	
4. Odlivi po osnovu nabavke nekretnina, postrojenja i opreme	750,00
5. Odlivi po osnovu nabavke dugoročnih finansijskih instrumenata	
Neto novčani tokovi iz investicione aktivnosti (1+2+3-4-5)	339

NOVČANI TOKOVI IZ FINANSIJSKE AKTIVNOSTI	
1. Prilivi od kredita	50,00
2. Prilivi od emisije i prodaje akcija	0,00
3. Prilivi od emisije i prodaje obveznica	300,00
4. Isplate dividendi	0,00
5. Isplate glavnice na dugoročne i kratkoročne kredite	514,50
Neto novčani tok iz finansijske aktivnosti (1+2+3-4-5)	164,50
Neto povećanje (smanjenje) gotovine u obračunskom periodu	175,00
Gotovina i ekvivalenti na početku perioda	1.100,00
Gotovina i ekvivalenti na kraju perioda	1.275,00

Analiza izveštaja:

Privredno društvo „Delta X” je u toku obračunskog perioda ostvarilo neto novčane prilive gotovine iz poslovne aktivnosti u iznosu od 935 din, dok je istovremeno ostvarilo negativne neto novčane tokove (neto odlive) gotovine iz investicione aktivnosti u iznosu od 339 din i finansijske aktivnosti u iznosu od 164,5 din.

Sumiranjem neto priliva i odliva gotovine po osnovu sve tri aktivnosti dobija se iznos neto promene gotovine i gotovinskih ekvivalenata u obračunskom periodu u iznosu od 175 din.

Profil novčanog toka kojem ovo društvo pripada je *Profil 4 iz prethodne klasifikacije*. Ovo privredno društvo je ostvarilo pozitivan novčani tok iz poslovne aktivnosti, a negativne novčane tokove iz finansijske i investicione aktivnosti. To znači da osnovna delatnost generiše novčane tokove, dok iste tokove konzumiraju finansijska i investiciona aktivnost. Negativni novčani tokovi iz investicione aktivnosti nastali su zbog kupovine dodatne opreme koja je finansirana iz novčanog toka poslovne aktivnosti, dok su negativni novčani tokovi iz finansijske aktivnosti nastali kao posledica otplate glavnice duga i odliva po osnovu isplaćenih dividendi. Dividende su isplaćene iz pozitivnog toka koji je ostvaren u poslovnoj aktivnosti, a drugim delom su dividende isplaćene iz uzetih kredita i priliva od dodatne emisije obveznica.

Da bi se nešto više reklo o finansijskoj fleksibilnosti i likvidnosti ovog društva potrebno je prethodnu analizu dopuniti sa sledećim finansijskim koeficijentima:

$$\text{Odnos neto novčanog toka i neto dobitka} = 935 / 1.139,5 = 0,82$$

Na svaki dinar neto dobitka društvo je ostvarilo 0,82 din neto novčanog toka iz poslovne aktivnosti. To znači da poslovne aktivnosti generišu gotovinu

Učešće neto novčanog toka u prihodima od prodaje = $935 / 10.000 = 0,0935$ ili 9,35%

Na svaki dinar neto prihoda od prodaje privredno društvo je ostvarilo 0.0935 din neto novčanog toka iz poslovne aktivnosti ili na svakih 100 dinara prihoda ostvareno je 0,09 din neto novčanih tokova iz poslovne aktivnosti. Ukoliko su neto novčani tokovi negativni, ceo pokazatelj je negativan, što ovde nije slučaj. Ovde je reč o privrednom društvu koje je sposobno da generiše pozitivne novčane tokove iz prihoda.

Odnos neto novčanog toka i ukupnih sredstava privrednog društva =
 $935 / (9.575 + 8.500) / 2 = 935 / 9037,5 = 0,10$

Na svaki dinar prosečnih ukupnih sredstava ili prosečne aktive privredno društvo je ostvarilo 0,10 din neto novčanog toka iz poslovne aktivnosti.

Slobodan novčani tok (free cash flow) = $935 - 514,5 - 339 = 81,5$

Slobodan novčani tok iznosi 81,5 dinara.

U nastavku dajemo primer kompanije *SouthWest Airlines* koja posluje u oblasti pružanja usluga avio prevoza putnika i čiji profil novčanih tokova u poslovnoj aktivnosti je pozitivna u obe posmatrane godine, ali se osnovni generatori novca menjaju.

Primer

Objasnite osnovne izvore generisanja gotovine u kompaniji *SouthWest Airlines* u poslovnoj aktivnosti:

Izveštaj o novčanim tokovima – poslovna aktivnost	2011	2010
Neto dobitak	178	459
Amortizacija	715	628
Smanjenje (povećanje) potraživanja	-26	-26
Smanjenje (povećanje) ostalih obrtnih sredstava	65	49
Povećanje (smanjenje) obaveza prema dobavljačima	253	193
Ostale promene u kratk obavezama, neto	200	258
Neto novčani tok iz poslovne aktivnosti	1.385	1.561

Izvor: Ovaj i primeri izveštaja koji slede su preuzeto sa:
<http://finance.yahoo.com/q/cf?s=LUV+Cash+Flow&annual>

Sa kakvim mogućim problemima se suočava ova kompanija kada posmatrate izvore promena na obrtnim sredstvima i kratkoročnim obavezama i dobavljačima?

Primer

Investicione aktivnosti kompanije SouthWest Airlines

Izveštaj o novčanim tokovima	2011	2010
Kupovina nekretnina, postrojenja i opreme	-968	-493
Kupovina akcija i udela drugih kompanija	-5.362	-5.624
Gotovina od prodaje udela i akcija drugih kompanija	5.314	4.852
Ostale promene u investicionim aktivnostima, neto	-35	
Neto odliv iz aktivnosti investiranja	-1.022	-1.265

Kakvi su novčani tokovi u investicionoj aktivnosti ove kompanije (pozitivni ili negativni) i zašto? Prokomentarišite fazu životnog ciklusa ove kompanije na bazi njezine investicione aktivnosti.

Primer

Izveštaj o novčanim tokovima SouthWest Airlines – finansijska aktivnost

Izveštaj o novčanim tokovima – finansijska aktivnost	2011	2010
Emisija i prodaja obveznica	-	-
Emisija i prodaja akcija	39	55
Isplata obaveza po dugoročnim kreditima	-540	-155
Otkupljene sopstvene akcije	-225	
Isplata dividendi	-14	-13
Ostale promene u finansijskim aktivnostima	-26	-36
Neto odliv iz finansijske aktivnosti	-766	-149

Prokomentarišite novčane tokove ove kompanije u finansijskoj aktivnosti. Koji su osnovni izvori ili kakva je bila upotreba gotovine u ovim tokovima?

5. STEČAJ I PREDVIĐANJE OTVARANJA STEČAJNOG POSTUPKA

5.1. Pravni, ekonomski aspekti stečaja i statistički podaci

Iako se privredna društva osnivaju sa ciljem da posluju neograničeno, u stvarnosti, 95% malih pravnih lica prestane sa poslovanjem već u prvih pet godina poslovanja (Bradley & Cowdery, 2004). Uzrok prestanka poslovanja privrednih društava je u 40% slučajeva eksterne prirode (uslovi poslovanja na tržištu), u 30% slučajeva finansijske prirode (nedostatak finansijskih sredstava), dok preostali procenat pripada uglavnom neadekvatnom upravljanju privrednog društva (Sullivan, Warren, & Westbrook, 1998).

Ukoliko privredno društvo duži vremenski period loše posluje, može doći u situaciju da mora prekinuti dalje poslovanje. Vlasnik privrednog društva može dobrovoljno obustaviti poslovanje, što predstavlja **likvidaciju** privrednog društva. Pored toga, nad privrednim društvom se može otvoriti i stečajni postupak. Likvidacija i stečaj imaju slične ciljeve, kao što je oslobađanje uložених sredstava i njihova alokacija u možda profitabilniju delatnost, uz maksimalno moguće namirenje obaveza stečajnih/likvidacionih poverilaca. Na taj način, sprečava se dalji gubitak vrednosti u vidu uništavanja uloženog kapitala i povećava verovatnoća naplate potraživanja stečajnih poverilaca. Stoga, stečaj i likvidacija ne bi trebalo u svim situacijama da imaju negativan prizvuk.

Stečaj je proces namirenja potraživanja stečajnih poverilaca prodajom imovine stečajnog dužnika, čime stečajni dužnik prestaje da postoji kao privredno društvo.

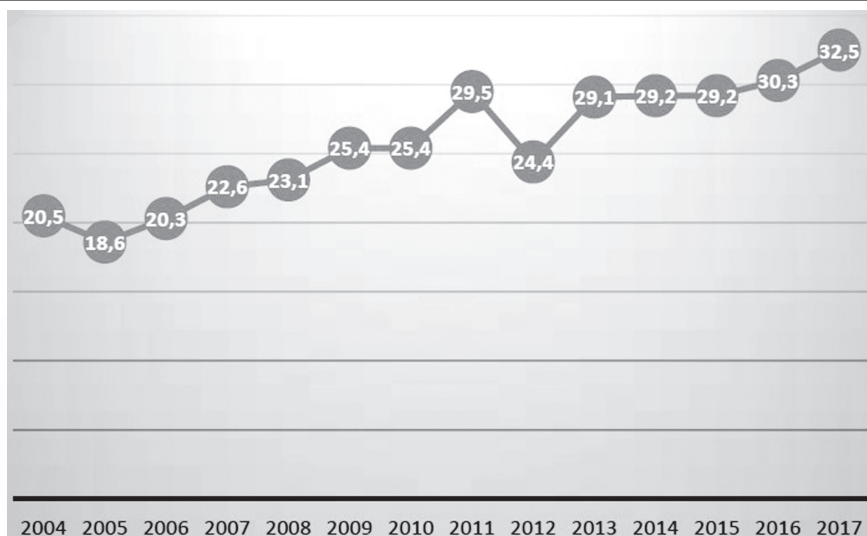
Tabela 35. Deset stečajnih dužnika sa najvećom vrednošću privrednog društva u istoriji SAD

No	Naziv privrednog društva	Vrednost privrednog društva u milionima dolara	Godina otvaranja postupka
1	<i>Lehman Brothers Holdings</i>	691.000	2008
2	<i>Washington Mutual</i>	327.900	2008
3	<i>WorldCom</i>	103.900	2002
4	<i>General Motors</i>	91.000	2009
5	<i>CIT (bank holding company)</i>	71.000	2009
6	<i>Enron</i>	65.500	2001
7	<i>Conseco</i>	61.000	2002
8	<i>Chrysler</i>	39.000	2009
9	<i>Thornburg Mortgage</i>	36.500	2009
10	<i>Pacific Gas and Electric Co.</i>	36.000	2001

Izvor: (CNN Money, 2009)

Osnovna razlika između stečaja i likvidacije je u tome što je privredno društvo kod likvidacije u stanju da izmiri sve obaveze (postoji solventnost), dok kod stečaja postoji velika verovatnoća da neće svi stečajni poverioci biti izmireni (insolventnost stečajnog dužnika).

Prikaz 49. Prikaz hronološkog kretanja visine naplate potraživanja stečajnih poverilaca u Republici Srbiji u procentima



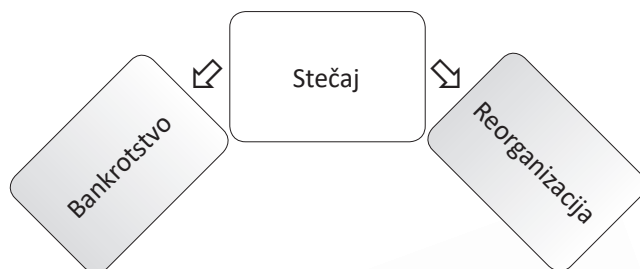
Izvor: Prilagođeno iz (World Bank, 2016)

Ekonomski gledano, privredni subjekt može biti **nerentabilan** (neuspešan) duži vremenski period, a da pritom nisu ispunjeni zakonski razlozi za otvaranje stečajnog postupka. To je situacija kada je prinos na uloženi kapital manji nego što iznose troškovi finansiranja kapitala ili kada su prihodi niži od rashoda. Privredni subjekt koji je duže vreme nelikvidan, odnosno koji duži vremenski period ne može da odgovori na dospele obaveze je nesolventan. **Nesolventnost** podrazumeva situaciju kada privredno društvo ima veće obaveze od poslovne imovine, što bi trebalo da bude uslov za otvaranje stečajnog postupka.

Kao što smo pomenuli, da bi bio otvoren stečajni postupak moraju biti ispunjeni određeni zakonski uslovi. Prema trenutno važećem Zakonu o stečaju Republike Srbije glavni razlozi jesu **nesposobnost plaćanja** (potpuno obustavljanje plaćanja sa tekućeg računa privrednog društva u periodu dužem od 30 dana) ili **prezaduženost** (nesolventnost kako smo je prethodno definisali). U prvom slučaju stečajni postupak se automatski otvara, dok se drugi razlog u praksi teže primenjuje, pa je za očekivati da postoji veliki broj privrednih društava u praksi koji su prezaduženi, ali i dalje posluju. Prema istraživanju koje smo sprovedi, a koje je uključivalo finansijske izveštaje skoro 54.000 privrednih

društava iz Republike Srbije u periodu 2008-2011. godina, primetili smo da skoro trećina privrednih društava ima negativnu poziciju sopstvenog kapitala.

Prikaz 50. Oblici stečajnog postupka



Stečajni postupak se može sprovesti kao bankrotstvo ili kao reorganizacija privrednog društva. **Bankrotstvo** u suštini predstavlja isto što i likvidaciju privrednog subjekta, ali se ne sprovodi dobrovoljno i privredni subjekt nije solventan. Da bi **reorganizacija** bila sprovedena, stečajni poverioci moraju imati poverenja da će stečajni dužnik moći da popravi svoje „zdravlje“ u budućnosti, ali se time i odriču celokupnog ili dela potraživanja koje će naplatiti u postupku. Stečajni dužnik sastavlja **plan reorganizacije** koji stečajni poverioci prihvataju, čime se otvara reorganizacija privrednog društva. Stečajni dužnik mora postupati prema planu reorganizacije, u suprotnom, stečajni poverioci mogu postupak reorganizacije pretvoriti u bankrotstvo.

U Republici Srbiji je reorganizacija tek nedavno (2004. godine) uvedena kao mogućnost i za sada se veoma retko koristi u praksi. Prethodno nije posledica nepoverenja stečajnih poverilaca da će stečajni dužnik biti „spašen“, već činjenice da se stečajni postupci u našoj državi uglavnom otvaraju onda kada je bankrotstvo jedina solucija. Osnovni cilj reorganizacije stečajnog dužnika jeste očuvanje vrednosti koju kontinuirano poslovanje stečajnog dužnika može imati u budućnosti.

Nakon otvaranja stečajnog postupka, dalje upravljanje poslovanjem stečajnog dužnika vrši stečajni upravnik, koji se bira korišćenjem računara, slučajnim izborom. Prethodna uprava privrednog društva više ne vrši tu funkciju. **Stečajni upravnik** ima obavezu da dovrši poslovne aktivnosti koje su započete, očuva imovinu stečajnog dužnika, izvrši njenu prodaju i izmiri obaveze prema stečajnim poveriocima. Stečajni upravnik prilikom preuzimanja poslovanja privrednog društva vrši popis imovine i sastavlja specijalni bilans – stečajni bilans stanja, koji se sastavlja prema likvidacionim vrednostima imovine stečajnog dužnika. **Likvidacione vrednosti** imovine stečajnog dužnika su gotovo uvek daleko niže u odnosu na knjigovodstvene (istorijske) vrednosti, jer prodaja imovine u tom slučaju ima karakter hitnosti, ne duže od 6 meseci. Ukoliko se stečajni postupak ne završi u toku jedne kalendarske godine, stečajni dužnik sastavlja redovne finansijske izveštaje, vrši reviziju tih izveštaja, kao i ostala privredna društva čije je poslovanje redovno.

Tabela 36. Deset stečajnih dužnika sa najvećom poslovnom imovinom koji su otvorili stečajni postupak u 2009. godini

No	Naziv privrednog društva	Vrednost poslovne imovine u hiljadama evra
1	Velefarm AD Holding	173.270
2	Velefarm VFB DOO	172.067
3	Privredno društvo za puteve Niš AD	87.473
4	Beko AD	55.441
5	Univerzal trgovina DOO	50.165
6	Alpos DOO	50.126
7	FPM Beograf AD	48.204
8	Jugoremedija	35.088
9	Minel-Trafo AD	32.056
10	Nicola S DOO	23.787

Pod uticajem svetske ekonomske krize broj otvorenih stečajnih postupaka se značajno povećao od 2008. godine, kako u Sjedinjenim Američkim Državama (SAD), tako i u Evropskoj uniji (EU). Kada bi uporedili 2006. godinu kao poslednju godinu „blagostanja“ sa 2010. ili 2011. godinom, kao godinama u kojima se uticaj krize naročito osetio u evropskim državama, u svim državama je povećan broj otvorenih stečajnih postupaka (u nekim dva ili nekoliko puta: Danska, Holandija, Irska, Portugalija, Italija i Španija), osim u Republici Nemačkoj, u kojoj je njihov broj čak i smanjen (Mizdraković, 2012). U Republici Srbiji je u 2012. godini otvoreno blizu hiljadu stečajnih postupaka, dok je do avgusta meseca 2013. godine otvoreno samo 83 stečajna postupka (Agencija za licenciranje stečajnih upravnika, 2016).

Za investitore i vlasnike privrednih društava od značaja je mogućnost predviđanja prestanka poslovanja privrednog društva, čime mogu izbeći neprofitabilna i neosnovana investiranja dodatne količine kapitala u poslovanje tog privrednog društva. Najvažnije je odrediti kritičan momenat kada bi trebalo prekinuti dalje poslovanje. To bi trebalo da bude trenutak kada vrednost sopstvenog kapitala postaje negativna, posmatrana računovodstveno i ekonomski. Sopstveni kapital manji od nule, posmatran računovodstveno, je situacija kada su obaveze veće od imovine privrednog društva. Ekonomski posmatrano, to je slučaj kada su budući neto novčani tokovi od

Prosečno trajanje stečajnog postupka u Republici Srbiji je skoro 3 godine, tačnije 2 godine, 8 meseci i 23 dana (Agencija za licenciranje stečajnih upravnika, 2016).

poslovanja privrednog društva manji od obaveza (što je vrednost privrednog društva). Ukoliko sopstveni kapital sa oba aspekta nije negativan, nad privrednim društvom će ili suviše rano ili suviše kasno biti otvoren stečajni postupak.

Tabela 37. Kretanje otvaranja stečajnih postupaka u pravnim licima u SAD i u EU po godinama

Godina	EU	SAD
2001	-	992.069
2002	150.828	1.062.729
2003	153.307	1.157.243
2004	155.709	1.134.554
2005	154.510	1.323.749
2006	141.448	815.547
2007	130.910	467.819
2008	149.675	654.241
2009	178.235	950.308
2010	175.677	1.107.446
2011	172.697	1.003.624

5.2. Predviđanje otvaranja stečajnog postupka

Imajući u vidu negativne posledice koje stečajni postupak može imati, od presudne je važnosti biti u mogućnosti da predvidimo kada će postupak biti otvoren. Za predviđanje se mogu upotrebiti razni pokazatelji (instrumenti), kao što su kreditni rejting, finansijski izveštaji i pokazatelji, cena hartija od vrednosti i ostali. Međutim, najčešće korišćeni su finansijski izveštaji i finansijski pokazatelji, koji se na osnovu njih računaju. Pojedini pokazatelji, naročito oni koji se odnose na likvidnost privrednog društva, imaju visoku moć predviđanja otvaranja stečajnog postupka (na primer opšti ili brzi pokazatelj likvidnosti).

Sa druge strane, primećeno je da izvedeni pokazatelji koji se sastoje od više finansijskih pokazatelja, koji se sabiraju u odgovarajućoj srazmeri, daju mnogo pouzdaniju verovatnoću odlaska u stečaj, nego ako samo koristi jedan pokazatelj. Najpoznatiji takav izvedeni pokazatelj je Z-score, koji je rezultat rada poznatog profesora Edvarda Altmana³¹.

31 U narednom poglavlju prikazan je način računanja ovih modela i rezultati predviđanja za Republiku Srbiju.

Taj pokazatelj je izveden na osnovu podataka velikog broja privrednih društava koji su poslovali na tlu SAD-a. Stoga, za očekivati je da najbolje rezultate predviđanja daje upravo za privredna društva koja posluju na tom tržištu. Kada je u pitanju Republika Srbija, jedan sličan pokazatelj je izveden na osnovu finansijskih izveštaja privrednih društava koja posluju na domaćem tržištu. Taj pokazatelj se dobija primenom sledeće formule (Stanišić, Mizdraković, & Knežević, *Corporate Bankruptcy Prediction in the Republic of Serbia*, 2013):

$$M = -0,00039 X_1 + 0,003786 X_2 + 0,997167 X_3 - 1,900213 X_4$$

Gde je,

X_1 – EBITDA³²,

X_2 – Apsolutni broj zaposlenih,

X_3 – Pokazatelj zaduženosti,

X_4 – Odnos prihoda od prodaje i poslovne imovine³³.

Implicirana verovatnoća stečaja može se dobiti računanjem u Excel-u, na sledeći način: M model implicirana verovatnoća stečaja = $\text{EXP}(M) / (1 + \text{EXP}(M))$. Dobijena implicirana verovatnoća stečaja ne sme biti veća od 50% jer bi to ukazivalo da će nad posmatranim privrednim društvom biti otvoren stečajni postupak u naredne dve godine.

Dosadašnja istraživanja (*Altman, Beaver, Shumway*) pokazala su da se na osnovu analize finansijskih izveštaja i izračunatih finansijskih pokazatelja može relativno pouzdano predvideti otvaranje stečajnog postupka u periodu od jedne do dve godine pre otvaranja postupka. Nakon tog perioda, svako predviđanje se svodi na verovatnoću koja je jednaka slučajnosti.

U poslednjem poglavlju ovog udžbenika ćemo kroz primer analize finansijskih izveštaja jednog privrednog društva nabrojati najpoznatije modele predviđanja otvaranja stečajnog postupka i kako se računaju na konkretnom primeru privrednog društva.

32 Apsolutna vrednost izražena u evrima.

33 Način računanja ovih pokazatelja prikazan je u prethodnom i u narednom poglavlju udžbenika.

File Edit View History Bookmarks Tools Help

Почетна | ALSU x +

alss.gov.rs

Search

Последње освежавање базе података: 10.01.2017 - 14:54 | Тиринлица | Latinica | English



Агенција за лиценцирање стечајних управника

Јавни информативни портал за промовисање транспарентности у вођењу стечајних поступака



Агенција за
Лиценцирање
Стечајних
Управника



IAIR
International
Association of
Insolvency
Regulators

Почетна Агенција Стечајни управник Надзор Развој професије Стечај ЕРС Документа Линкови

Контакт Мапа сајта Штампа

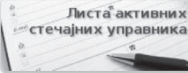
Претрага

Претрага

Све весте

Вести (144)

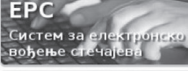
Извештаји са догађаја и обука (28)



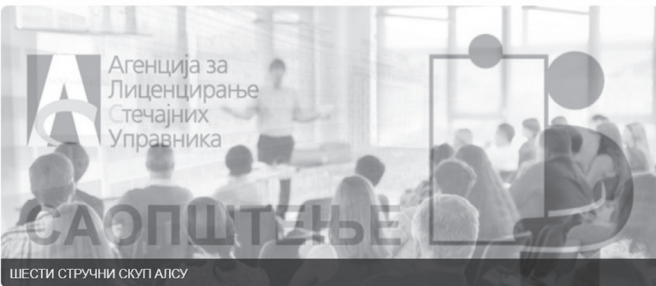
Листа активних стечајних управника



Стручни испит



ЕРС
Систем за електронско вођење стечајева



Агенција за
Лиценцирање
Стечајних
Управника

САОПШЋЕЊЕ

ШЕСТИ СТРУЧНИ СКУП АЛСУ

СТЕЧАЈНИ ПОСТУПЦИ	ОГЛАШАВАЊЕ ПРОДАЈА	ВЕСТИ
Датум отварања: 29.12.2016 ULTIMA RATIO BEAUTY Место: Београд Суд: Привредни суд у Београду Делатност: Делатност неге и одржавања тела Матични број: 20905905	Датум продаје: 23.02.2017 ТРГОПРОДУКТ - У СТЕЧАЈУ Имовину која се продаје погледајте детаљније у тексту огласа. Јавно отварање понуда... Место: Панчево, Метод продаје: јавно прикупљање понуда. Процењена вредност: 0.00	Датум: 10.01.2017 Материјал са семинара „ПЛАН РЕОРГАНИЗАЦИЈЕ И УНАПРЕД ПРИПРЕМЉЕН ПЛАН РЕОРГАНИЗАЦИЈЕ – ИЗМЕНЕ У ЗАКОНУ” – Београд, 22. децембар 2016. године У организацији Агенције за



UNIVERZITET
PRIVATNI
AKREDITOVANI
UNIVERZITET
SINGIDUNUM

Primer analize finansijskih izveštaja

V deo



U ovom poglavlju prikazaćemo:

- ✓ Detaljan primer analize finansijskih izveštaja odabranog privrednog društva;
- ✓ Način na koji se vrši priprema finansijskih izveštaja privrednog društva za analizu;
- ✓ Analizu konkurencije i tržišni položaj posmatranog privrednog društva;
- ✓ Osnovne zaključke analize računovodstvenih politika koje je posmatrano privredno društvo koristilo pri sastavljanju finansijskih izveštaja i finansijskom izveštavanju;
- ✓ Komentare i analizu izračunatih osnovnih finansijskih pokazatelja za odabrano privredno društvo.

1. PRIMER ANALIZE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA PRIVREDNOG DRUŠTVA DELHAIZE

U narednom tekstu ćemo postupno izložiti proces analize finansijskih izveštaja na primeru privrednog društva *Delhaize*. Obračun vrednosti većine pokazatelja je ilustrovan korišćenjem podataka iz finansijskih izveštaja *Delhaize*-a za 2014. godinu. Ipak, imajući u vidu da, počevši sa 2014. godinom, statistički izveštaji (aneksi) nisu javno dostupni na sajtu Agencije za privredne registre, obračun pokazatelja za koje su neophodni podaci iz statističkog izveštaja je ilustrovan korišćenjem finansijskih izveštaja za 2013. godinu, što je naznačeno u napomeni uz njihov naziv. Takođe su naznačeni pokazatelji za čiji su obračun neophodni podaci o tržišnoj kapitalizaciji koji se, pod uslovom da se akcijama društva trguje na berzi, mogu pronaći na zvaničnoj internet prezentaciji Beogradske berze (<http://www.belex.rs/>). Kako *Delhaize* nije akcionarsko društvo, obračun ovih pokazatelja ilustrovali smo korišćenjem podataka iz transakcije otkupa kapitala iz 2011. godine i odgovarajućih finansijskih izveštaja.

2. OSNOVNI PODACI O PRIVREDNOM DRUŠTVU

Cilj ove sekcije je izlaganje nefinansijskih informacija za koje analitičar smatra da značajno doprinose postizanju prethodno utvrđene svrhe analize. Takva definicija će ograničiti okvir uvodnog dela na zaista neophodne stavke.

Iznećemo preporučene elemente uvodnog dela analize koji se lako mogu pronaći na internet stranici Agencije za privredne registre (<http://www.apr.gov.rs/>), zvaničnoj internet prezentaciji društva i u ostalim javno dostupnim izvorima:

- ◆ Poslovno ime i skraćeni naziv društva:
Delhaize Serbia d.o.o. Beograd – skraćeno i u daljem tekstu *Delhaize*
- ◆ Adresa sedišta društva:
Jurija Gagarina 14, Beograd
- ◆ Podaci na osnovu kojih se nedvosmisleno može identifikovati privredno društvo:
Matični broj – 17569171
- ◆ Delatnost koju obavlja društvo:
Trgovina na malo u nespecijalizovanim prodavnicama, pretežno hranom, pićima i duvanom – šifra delatnosti 4711
- ◆ Bitni detalji iz prošlosti, hronološki navedeni:
Privredno društvo je počelo sa radom 1. maja 2004. godine (prvi Maxi otvoren 2000. godine) u okviru Delta M Grupe pod nazivom Delta Maxi d.o.o.

Kupovinom većinskog udela u C Marketu, Pekabeti, Zvezdari i TP Srbija, društvo stiče dominantnu poziciju u oblasti maloprodaje.

27. jula 2011. godine, Hamslade Trading Limited 932,5 miliona evra prodaje 100% kapitala društva *Lion Retail Holding S.A.R.L.*

- ♦ Bitniji detalji za razumevanje trenutne finansijske situacije:

Maxi supermarketi prostiru se na površini od 400 do 2.000 kvadratnih metara i u zavisnosti od veličine objekta asortiman čini od 5.000 do 12.000 domaćih i inostranih proizvoda.

Prodaju se trajni prehrambeni proizvodi, sveže namirnice, kozmetički i higijenski program, proizvodi kućne galanterije, mali kućni aparati, sezonski program.

U toku 2012., 2013. i 2014. godine su otuđeni objekti u Albaniji, Crnoj Gori, Bugarskoj i Bosni i Hercegovini.

Krajem 2014. godine otvoren je distributivni centar u Staroj Pazovi površine 70.000 m² u koji je uloženo 50 miliona evra.

3. PRIPREMA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA ZA ANALIZU

Pre otpočinjanja analize, potrebno je izvršiti odgovarajuće pripremne radnje u koje spadaju:

1. analiza delatnosti i utvrđivanje kontrolnih grupa,
2. preračunavanje finansijskih izveštaja u stabilnu novčanu jedinicu i
3. analiza i korekcija stavki finansijskih izveštaja.

U daljem tekstu ćemo, korak po korak, objasniti pomenute radnje.

3.1. Analiza delatnosti i utvrđivanje kontrolnih grupa

U skladu sa utvrđenim ciljevima analize, biraju se pokazatelji koji odgovaraju na relevantna pitanja i izračunavaju se njihove vrednosti. Vrednosti pokazatelja, same po sebi, nisu dovoljne za izvođenje zaključaka o finansijskom položaju privrednog društva. Potrebno ih je uporediti sa vrednostima pokazatelja uporedivih društava, i ponekada, kao dopunu prethodnog, sa teorijski i iskustveno utvrđenim poželjnim vrednostima pokazatelja. Takve vrednosti se zovu referentne vrednosti.

Referentne vrednosti koje su relevantne za analizu finansijskih izveštaja će se razlikovati od slučaja do slučaja.

Razlike su odraz:

1. različitih pravnih regulativa – različite stope poreza i doprinosa, zakonski utvrđeni rokovi plaćanja, trgovinski nameti i sl.,
2. lokalnog poslovnog ambijenta – veličina tržišta, regionalna razvijenost i državne intervencije vezane za istu, razvijenost finansijskog tržišta, stabilnost valute i sl.,
3. vremenskog perioda posmatranja – delovanja globalne ili lokalne finansijske krize, kretanja vrednosti sirovina, karakterističan godišnjih prinos kultura u poljoprivredi i brojnih drugih faktora.

Stoga je potrebno formirati kontrolnu grupu uporedivih društava, čime se vrednosti pokazatelja postavljaju u kontekst okruženja i perioda u kome društvo posluje.

Za potrebe analize finansijskih izveštaja za 2014. godinu, formirali smo kontrolnu grupu koja se sastoji od ukupno 3.597 srednjih i velikih privrednih društava. Nazvali smo je šira referentna grupa. Referentne vrednosti dobijene na osnovu analize ovog uzorka mogu se koristiti kao polazna tačka u analizi svakog srednjeg ili velikog privrednog društva koje je poslovalo u Republici Srbiji 2014. godine. Jedini izuzetak su društva čija je primarna delatnost finansijska, jer imaju drugačiju propisanu formu izveštavanja.

Za srednja i velika privredna društva smo se odlučili zbog toga što su njihovi finansijski izveštaji, za razliku od finansijskih izveštaja malih društava:

1. u detaljnoj formi javno dostupni na internet stranici Agencije za privredne registre,³⁴
2. zakonskom obavezom bili predmet nezavisne revizije finansijskih izveštaja,
3. zbog svog značaja zanimljiviji za analitičare.

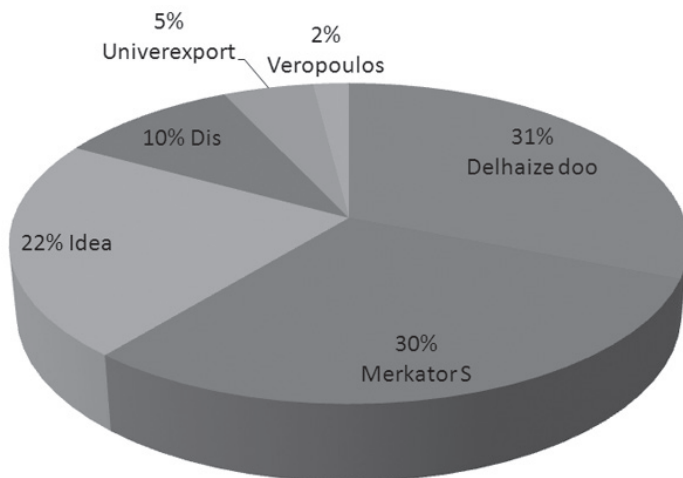
Pored šire referentne grupe, za svaku analizu koju započinjemo potrebno je formirati još jednu kontrolnu grupu. Nju treba da sačinjava manji broj društava koja imaju dovoljno zajedničkih karakteristika sa društvom koje je predmet finansijske analize. Vrednost finansijskih pokazatelja, kao što je to ranije napomenuto, je dobrim delom uslovljena delatnošću kojom se bavi privredno društvo. Da bismo uzeli u obzir specifičnosti poslovanja u okvirima posmatrane delatnosti, definišemo užu referentnu grupu.

Ipak, registrovana delatnost društva često ne odražava u potpunosti suštinu poslovanja. Umesto prostog oslanjanja na registrovanu delatnost, korisno je upoznati tržište na kome svoja dobra i usluge nudi društvo čije izveštaje želimo da analiziramo, kao i tržišna učešća pojedinih učesnika na njemu.

Da bismo se uverili da imamo dovoljno uporedivih društava koje možemo uključiti u užu referentnu grupu, počinjemo od analize strukture tržišnog učešća. U našem primeru *Delhaize*-a, kao tržišnu ponudu smo definisali pružanje usluga maloprodaje proizvoda široke potrošnje na teritoriji Republike Srbije.

34 <http://www.apr.gov.rs/>

Grafik 11. Grafički prikaz tržišnog učešća maloprodajnih lanaca na teritoriji Republike Srbije



Za tržište kojim dominira mali broj društava koja imaju visoka učešća u ukupnoj prodaji kažemo da je koncentrisano. Sa druge strane, ukoliko su tržišna učešća mala, i približno jednako raspoređena, kažemo da se radi o konkurentskom tržištu.

Pokazatelj tržišne koncentracije koji ćemo obraditi je Herfindal-Hiršman (*Herfindahl – Hirschman*) indeks (HHI). Vrednost indeksa se izračunava tako što se saberu pojedinačni iznosi tržišnih učešća podignuti na kvadrat.

Primer kalkulacije:³⁵

Tabela 38. Kalkulacija Herfindal-Hiršman indeksa

Naziv privrednog društva	Poslovni prihodi u 2014. godini	Tržišni učešće	Kvadrat tržišnog učešća
Delhaize doo	619.579,81 €	31,05%	9,64%
Merkator S	599.832,41 €	30,06%	9,04%
Idea	431.304,96 €	21,62%	4,67%
Dis	197.153,80 €	9,88%	0,98%
Univerexport	110.927,38 €	5,56%	0,31%
Veropoulos	36.417,96 €	1,83%	0,03%
Zbir:	1.995.216,32 €	100,00%	24,67%

³⁵ Za obračun HHI indeksa nije neophodno uključiti sva privredna društva, već samo najznačajnija (ona koja imaju preko 1% prometa ukupne delatnosti). Svrha primera je prikaz metodologije obračuna HHI i ostavljamo mogućnost da su neka značajna trgovinska društva previdom ili zbog drugih razloga isključena iz obračuna.

Na osnovu izračunatih vrednosti, tržište se klasifikuje kao:

- ♦ Nekonzentrisano – HHI je ispod 15%
- ♦ Umereno koncentrisano – HHI je između 15% i 25%
- ♦ Visoko koncentrisano – HHI je iznad 25% (*U.S. Department of Justice and the Federal Trade Commission*, 2010).

Kao što možemo videti, tržište maloprodaje na teritoriji Srbije je na samoj granici između umereno koncentrisanog i visoko koncentrisanog ($HHI=24,67\%$), i imamo sasvim dovoljan broj uporedivih društava za definisanje uže referentne grupe bez napuštanja njegovih okvira. Ipak, potrebno je suziti izbor na svega nekoliko.

Ukoliko u okviru delatnosti nemamo dovoljno privrednih društava, ili ih ima previše da bi se sva uzela u razmatranje, u zavisnosti od cilja analize, pod zajedničkim karakteristikama pored delatnosti (ili konkretnog tržišta) smatramo i:

- ♦ pripadnost istoj industrijskoj grani,
- ♦ izloženost istim vrstama rizika,
- ♦ kategorizacija veličine društva,
- ♦ kvalitet usluga i proizvoda, a ponekad i
- ♦ lokaciju.

Kao jedan od jednostavnih kriterijuma koji može pomoći u sužavanju izbora kandidata je odgovor na pitanje: *Da li značajan broj potrošača privrednog društva čije finansijske izveštaje analiziramo pri donošenju odluke o potrošnji u obzir uzima i ponudu privrednog društva koje želimo da uključimo u užu referentnu grupu?*

Ukoliko je odgovor potvrđan, dobri su izgledi (postoje izuzeci) da imaju dovoljno zajedničkih karakteristika da bi se mogla porediti u okviru analize i možemo ih uključiti u užu referentnu grupu.

U našem primeru, u užu referentnu grupu smo uključili pet maloprodajnih lanaca.

To su:³⁶

1. Merkator S
2. Idea
3. Dis
4. Univerexport
5. Veropoulos

Ujedno smatramo da ovi maloprodajni lanci predstavljaju realnu alternativu *Delhaize-u*. Nakon definisanja kontrolnih grupa, u okviru svakog finansijskog pokazatelja ćemo davati karakteristične vrednosti za društava koja im pripadaju.

36 Takode je kriterijum bio da maloprodaja čini najveći deo poslovanja društva, kako bi smo bili sigurni da finansijski izveštaji sadrže podatke relevantne za analizu.

3.2. Preračunavanje finansijskih izveštaja u stabilnu novčanu jedinicu

Inflacija u Republici Srbiji, kao što je to bio slučaj u 2012. godini, neretko prelazi 10%. Iz tog razloga preporučujemo da se finansijski izveštaji pre analize preračunaju u stabilnu novčanu jedinicu.

Dok prethodna stavka ne pravi veliku razliku kod takozvanih racio brojeva (bitno je samo da su brojilac i imenilac u istoj novčanoj jedinici), pokazatelji koji se iskazuju u apsolutnim novčanim vrednostima vas lako mogu dovesti u zabludu. Tako je nominalan rast prihoda od prodaje izraženih u dinarima nekog privrednog društva od 12,2% u 2012. godini uistinu značio realan rast prihoda (izražen u količini prodatih proizvoda i usluga, a ne u novcu) od 0% (NBS, 2013a). Preračunavanjem bilansnih vrednosti u evro nije u potpunosti rešen problem stabilnosti novčane jedinice (prosečna inflacija u evro zoni u 2012. godini je iznosila 2,6%), ali je time značajno umanjen i može se lakše uzeti u obzir pri interpretaciji vrednosti pokazatelja.

Drugi razlog preračunavanja u evro je činjenica da je većina kredita i polovina depozita privrednih društava ugovoreno u evrima.³⁷ Nabavne vrednosti sirovina koje se uvoze se takođe značajnim delom vezuju za strane valute. Pored toga, značajan deo zarada, pribavljanja nekretnina i ostalih vrsta ugovora se neformalno pregovara u evrima. Svi navedeni faktori zajedno čine projekciju gotovinskih tokova iz aktivnosti operacija, finansiranja i investiranja, koja je često nastavak analize finansijskih izveštaja, pouzdanijom kada se radi u evrima. U našem primeru smo sve dinarske vrednosti preračunali u evro po srednjem kursu na dan 31.12.2014. godine koji je iznosio 120,9583 dinara za 1 evro.

3.3. Analiza i korekcija stavki aktive

Podrazumeva analizu oblika imovine u kojima privredno društvo drži sredstva poverena od strane njenih finansijera i eventualnu korekciju njihovih vrednosti. Analiza strukture poslovne imovine je prilika da se stekne utisak o načinu organizacije poslovanja, najbitnijim imovinskim delovima, kao i rizičnosti investicija van osnovne delatnosti.

Istovremeno, knjigovodstvena vrednost poslovne imovine je usled primene različitih računovodstvenih politika često precenjena ili potcenjena u odnosu na tržišnu. Analiza strukture imovine ima za cilj da otkrije i koriguje vrednost imovine za skrivene dobitke ili gubitke. Prema tome, svrha ove sekcije je sticanje uvida u imovinske delove privrednog društva i eventualna korekcija njihove vrednosti na realnu vrednost.

37 Takozvana „dinarizacija“, merena učešćem dinarskih plasmana u ukupnim plasmanima koji su odobreni privredi je u poslednjem tromesečju 2014. godine iznosila 33,7%. U istom periodu je učešće dinarskih depozita u ukupnim depozitima privrede iznosilo 53,8% (NBS, 2014)

Kako nisu sve pozicije podjednake važnosti, racionalnost nalaže da se u okviru finansij-ske analize pozicijama pridaje značaj srazmerno njihovoj vrednosti. Pritom je korisno definisati kriterijum za utvrđivanje stavki koje zahtevaju detaljnu analizu. Na primer, to može biti procentualno učešće određene imovinske pozicije u vrednosti poslovne imovine.

U sledećoj tabeli je dat pregled strukture imovine, pri čemu su prikazane samo pozicije koje učestvuju sa jedan i više procenata u vrednosti ukupne poslovne imovine; ove stavke će biti detaljnije obrađene u daljoj analizi.

Tabela 39. Struktura imovine Delhaize-a na kraju 2014. godine

Bilans stanja sa stanjem na dan 31.12.2014. godine			
	AKTIVA	Tekuća godina	Procentat
Stalna imovina	B. STALNA IMOVINA (0003+0010+0019+0024+0034)	296,762.74 €	53.90%
	I. NEMATERIJALNA IMOVINA (0004+0005+0006+0007+0008+0009)	31,946.06 €	5.80%
	4. Ostala nematerijalna imovina	27,682.80 €	5.03%
	II. NEKRETNINE, POSTROJENJA I OPREMA (0011+0012+0013+0014+0015+0016+0017+0018)	230,955.72 €	41.95%
	2. Građevinski objekti	166,744.42 €	30.28%
	3. Postrojenja i oprema	35,357.84 €	6.42%
	4. Investicione nekretnine	6,046.43 €	1.10%
	7. Ulaganja na tuđim nekretninama, postrojenjima i opremi	10,317.60 €	1.87%
	IV. DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI (0025+0026+0027+0028+0029+0030+0031+0032+0033)	33,786.61 €	6.14%
	1. Učešća u kapitalu zavisnih pravnih lica	32,210.85 €	5.85%
Obrtna imovina	V. ODLOŽENA PORESKA SREDSTVA	10,652.68 €	1.93%
	G. OBRтна IMOVINA (0044+0051+0059+0060+0061+0062+0068+0069+0070)	243,191.16 €	44.17%
	I. ZALIHE (0045+0046+0047+0048+0049+0050)	50,171.09 €	9.11%
	4. Roba	47,731.57 €	8.67%
	II. POTRAŽIVANJA PO OSNOVU PRODAJE (0052+0053+0054+0055+0056+0057+0058)	79,991.67 €	14.53%
	1. Kupci u zemlji - matična i zavisna pravna lica	68,458.21 €	12.43%
	5. Kupci u zemlji	10,862.55 €	1.97%
	VI. KRATKOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI (0063+0064+0065+0066+0067)	10,343.29 €	1.88%
	5. Ostali kratkoročni finansijski plasmani	10,320.14 €	1.87%
	VII. GOTOVINSKI EKVIVALENTI I GOTOVINA	100,885.76 €	18.32%
	D. UKUPNA AKTIVA = POSLOVNA IMOVINA (0001+0002+0042+0043)	550,606.57 €	100.00%

U nastavku teksta ćemo izložiti informacije koje su neophodne za razumevanje pozicija koje smo označili kao materijalno značajne u poslovnoj imovini. Većina tih informacija je dostupna u napomenama uz finansijske izveštaje.³⁸

Nematerijalna imovina³⁹

ima vrednost od 31.946,06 hiljada evra. Najveći deo (oko 87%) se odnosi na pravo korišćenja gradskog građevinskog zemljišta. Pored toga, nematerijalnu imovinu čine i licence i softveri (oko 6%), nematerijalna imovina u pripremi (oko 2%) i gudvil (oko 5%). Računovodstvena politika *Delhaize*-a predviđa amortizaciju nematerijalne imovine u roku od pet godina, uz korišćenje amortizacione stope od 20%.

38 Takođe dostupne na internet stranici Agencije za privredne registre (APR, 2015)

39 Formalno, nematerijalna ulaganja su ulaganja u određeno nemonetarno sredstvo bez fizičkog sadržaja, koje služi za proizvodnju ili isporuku robe ili usluga, za iznajmljivanje drugim licima ili se koristi u administrativne svrhe (Sl. glasnik RS 95, 2014). Obuhvataju ulaganja u razvoj, koncesije, patente, licence, gudvil i sl.

Nekretnine, postrojenja, oprema i biološka sredstva⁴⁰

Imaju vrednost od 230.956 hiljada evra i najvećim delom se odnose na:

1. Zemljište

- ◆ nabavne vrednosti – 4.479,09 hiljade evra
- ◆ otpisane vrednosti – 0,00 hiljada evra
- ◆ sadašnje vrednosti – 4.479,09 hiljada evra

2. Građevinske objekte

- ◆ nabavne vrednosti – 181.580,60 hiljada evra
- ◆ otpisane vrednosti – 14.836,18 hiljada evra
- ◆ sadašnje vrednosti – 166.744,42 hiljada evra

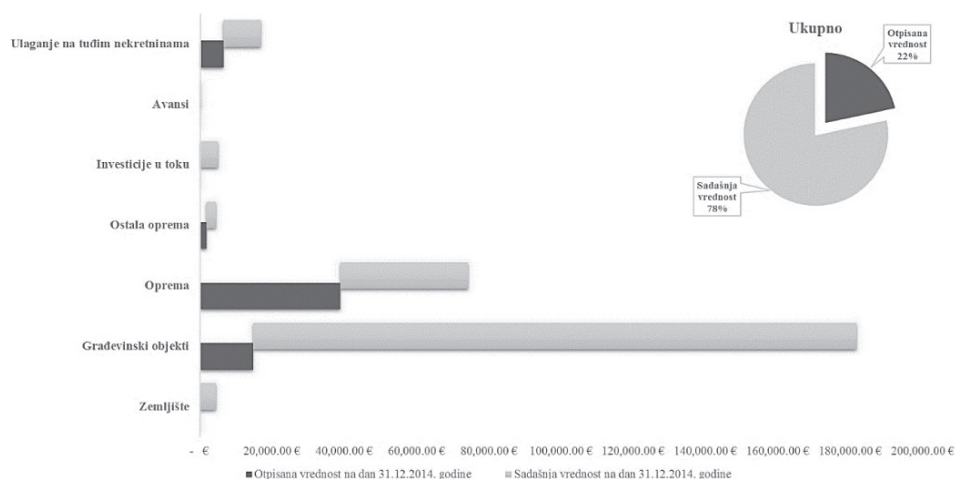
3. Ulaganja na tuđim nekretninama

- ◆ nabavne vrednosti – 16.862,27 hiljade evra
- ◆ otpisane vrednosti – 6.544,67 hiljada evra
- ◆ sadašnje vrednosti – 10.317,60 hiljade evra

Građevinski objekti se, u skladu sa računovodstvenom politikom, vrednuju po fer vrednosti koja se naknadno koriguje za iznos amortizacije i eventualno obezvređenje.

Sledi grafički prikaz vrednosti pozicija nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava sa stepenom njihove otpisanosti.

Ilustracija 1 - Stepen otpisanosti stalne imovine *Delhaize*-a na kraju 2014. godine



40 Formalno, nekretnine, postrojenja, oprema i biološka sredstva obuhvataju zemljišta, šume i višegodišnje zasade, osnovno stado, građevinske objekte, investicione nekretnine, postrojenja i opremu u vlasništvu pravnog lica, postrojenja i opremu uzetu u finansijski lizing, alat i inventar sa kalkulativnim otpisom i ostale nekretnine, postrojenja, opremu, i biološka sredstva, uključujući stanove, stambene zgrade i odmarališta koja ispunjavaju uslov za priznavanje po MRS, kao i ulaganja za pribavljanje nekretnina, postrojenja opreme i bioloških sredstava (Sl. glasnik RS 95, 2014)

Stepen otpisanosti nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava *Delhaize*-a na kraju 2014. godine iznosi 22%.

Učešća u kapitalu⁴¹

je pozicija koja je pretrpela značajne promene u 2014. godini. Prodati su udeli u *Delhaize* BH doo i *Picadilly* ad Varna, a učešća u TP Srbija ad i Zvezdara ad su u potpunosti otpisana.

Tabela 40. Učešća u kapitalu *Delhaize*-a na dan 31.12.2014. godine

Naziv društva	Učešća	Stanje na 31.12.2014.
Delhaize BH doo, Banja Luka	52,50%	0 (prodato u toku 2014.)
Picadilly ad Varna, Bugarska	4,53%	0 (prodato u toku 2014.)
TP Srbija ad, Kragujevac	100,00%	0 (otpisano)
C Market ad, Beograd	75,42%	32.210,85 €
TP Stadel doo, Kragujevac	100,00%	0 (otpisano)
Zvezdara ad, Beograd	17,52%	0 (otpisano)
Ukupno		32.210,85 €

Odložena poreska sredstva⁴²

se odnose na prenosive poreske gubitke i prenosive poreske kredite i vrednovana su u iznosu do kojeg će verovatno postojati oporezivi dobitak od kojeg se odložena poreska sredstva mogu iskoristiti (APR, 2015).

Zalihe⁴³

u iznosu od 50.171 hiljada evra, se uglavnom odnose na robu koja se vrednuje po nabavnoj ili neto prodajnoj vrednosti, zavisno od toga koja je niža.

41 Formalno, učešća u kapitalu obuhvataju učešća u kapitalu i druge hartije od vrednosti raspoložive za prodaju, kredite i zajmove sa rokom dospeća preko godinu dana od dana činidbe, odnosno od dana bilansa, dugoročne hartije od vrednosti koje se drže do dospeća, otkupljene sopstvene akcije i ostale dugoročne plasmani (Sl. glasnik RS 95, 2014)

42 Odložena poreska sredstva se priznaju za sve odbitne privremene razlike i poreske gubitke i kredite, koji se mogu prenositi u naredne fiskalne periode, do stepena do kojeg će verovatno postojati oporezivi dobitak od kojeg se odložena poreska sredstva mogu iskoristiti.

43 Formalno, zalihe najvećim delom uključuju imovinu koja je raspoloživa za prodaju (roba, gotovi proizvodi), imovinu koja se nalazi u procesu proizvodnje (nedovršena proizvodnja), i sredstva koja se potroše u procesu proizvodnje (materijal za proizvodnju, sirovine, gorivo, energija, sitan alat i inventar i sl.)

Potraživanja⁴⁴

se najvećim delom odnose na potraživanja na osnovu prodaje koja iznose 79.992 hiljade evra. Vrednost dospelih, a neispravljenih potraživanja od kupaca iznosi 39.720 hiljada evra; od toga je oko 75% u docnji do 90 dana. Rukovodstvo smatra da će ova potraživanja biti naplaćena. Prosečan period naplate se u 2014. godini sa 21 dana povećao na 35 dana.

Kratkoročni finansijski plasmani⁴⁵

Delhaize-a se odnose na:

- ♦ čekove sa rokom dospeća preko 90 dana: 10.274,12 hiljada evra i
- ♦ plasmane povezanim licima na period do godinu dana: 23,15 hiljada evra.

Gotovina i gotovinski ekvivalenti⁴⁶

na dan 31.12.2014. godine u *Delhaize*-u iznosi 100.885,76 hiljada evra. Od toga je 90.913,92 hiljada evra oročeno na kratak period.

Nakon završene analize treba popisati stavke koje zahtevaju korekciju po pitanju vrednosti (latentne rezerve ili gubici u zalihama, nenaplativa potraživanja, izvodljivost korišćenja poreskih kredita), stavke koje zbog svoje prirode (pravni rizik, tržišni rizik, tehnološki rizik i sl.) mogu dovesti u pitanje nastavak poslovanja privrednog društva (sporni vlasnički odnosi, visoko rizične hartije od vrednosti ili učešća u kapitalu, nova tehnologija pribavljena akvizicijom), kao i stavke koje se ne nalaze u poslovnoj imovini, a ispunjavaju uslove priznavanja (otpisana oprema), izvršiti njihovu dodatnu analizu i navesti ih u krajnjem izveštaju o analizi finansijskih izveštaja.

44 Formalno, potraživanja su iznosi za koje se očekuje da će biti naplaćeni u periodu od godinu dana, najčešće kao rezultat prodaje dobara i usluga sa odloženim plaćanjem.

45 Formalno, kratkoročni finansijski plasmani obuhvataju kredite i zajmove, hartije od vrednosti i ostale kratkoročne plasmane sa rokom dospeća, odnosno prodaje do godinu dana od dana činidbe, odnosno od dana bilansa (Sl. glasnik RS 95, 2014)

46 Formalno, stavka gotovina i gotovinski ekvivalenti obuhvata neposredno unovčive hartije od vrednosti, depozite po viđenju, gotovinu, plemenite metale, i predmete od plemenitih metala (Sl. glasnik RS 95, 2014)

3.4. Analiza i korekcija stavki pasive

podrazumeva analizu izvora finansiranja, kao i eventualne korekcije njihovih vrednosti. Ovde ćemo se pridržavati istog pravila materijalnosti koje smo primenili pri analizi aktive.

Tabela 41. Struktura izvora finansiranja *Delhaize*-a na kraju 2014. godine

Bilans stanja sa stanjem na dan 31.12.2014. godine			
PASIVA		Tekuća godina	Procenat
Sopstveni izvori	A. KAPITAL (0402+0411-0412+0413+0414+0415-0416+0417+0420-0421) ≥ 0 = (0071-0424-0441-0442)	358,920.82 €	65.19%
	I. OSNOVNI KAPITAL (0403+0404+0405+ 0406+0407+0408+0409+0410)	451,184.78 €	81.94%
	2. Udeli društava s ograničenom odgovornošću	451,184.78 €	81.94%
	V. REVALORIZACIONE REZERVE PO OSNOVU REVALORIZACIJE NEMATERIJALNE IMOVINE, NEKRETNOSTI, POSTROJENJA I OPREME	36,666.68 €	6.66%
	VIII. NERASPOREĐENI DOBITAK (0418+0419)	60,809.18 €	11.04%
	1. Neraspoređeni dobitak ranijih godina	36,046.93 €	6.55%
	2. Neraspoređeni dobitak tekuće godine	24,762.25 €	4.50%
	X. GUBITAK (0422+0423)	190,693.59 €	34.63%
	1. Gubitak ranijih godina	190,693.59 €	34.63%
	B. DUGOROČNA REZERVISANJA I OBAVEZE (0425+0432)	10,194.09 €	1.85%
Pozajmljeni izvori	I. DUGOROČNA REZERVISANJA (0426+0427+0428+0429+0430+0431)	10,120.03 €	1.84%
	5. Rezervisanja za troškove sudskih sporova	7,785.88 €	1.41%
	G. KRATKOROČNE OBAVEZE (0443+0450+0451+0459+0460+0461+0462)	181,491.66 €	32.96%
	III. OBAVEZE IZ POSLOVANJA (0452+0453+0454+0455+0456+0457+0458)	172,429.42 €	31.32%
	5. Dobavljači u zemlji	94,430.39 €	17.15%
	6. Dobavljači u inostranstvu	11,621.57 €	2.11%
	7. Ostale obaveze iz poslovanja	66,377.46 €	12.06%
D. UKUPNA PASIVA (0424+0442+0441+0401-0463) ≥ 0		550,606.57 €	100.00%

Osnovni kapital

iznosi 451.184,78 hiljada evra i odnosi se na udele društva sa ograničenom odgovornošću koji pripadaju *Lion Retail Holding S.A.R.L.* Luksemburg.

Revalorizacione rezerve

iznose 36.666,68 hiljada evra, i odnose se na pozitivne efekte procene vrednosti.

Neraspoređeni dobitak

u iznosu od 60.809,18 hiljada evra odnosi se na akumulaciju pozitivnog rezultata, ostvarenu pre svega tokom 2013. i 2014. godine.

Gubitak

u iznosu 190.693,59 hiljada evra je nastao 2011. i 2012. godine usled usklađivanja vrednosti, pre svega građevinskih objekata i učešća u kapitalu zavisnih lica.

Rezervisanja⁴⁷

u iznosu od 10.120,03 hiljada evra se odnose na očekivane obaveze na osnovu procenjenih negativnih ishoda sudskih sporova (7.785,88), a manjim delom na očekivane troškove legalizacije građevinskih objekata i otpremnine zaposlenih.

Dobavljači

iznose 106.051,95 hiljade evra.

Ostale obaveze iz poslovanja

se odnose na obaveze za obračunate a neisplaćene zarade zaposlenih, otprilike u visini jednog mesečnog fonda zarada.

Nakon završene analize ove sekcije treba popisati stavke koje zahtevaju korekciju po pitanju vrednosti (obaveze prema dobavljačima, poreske obaveze, pasivna vremenska razgraničenja), stavke koje zbog svoje prirode (pravni rizik, tržišni rizik, tehnološki rizik i sl.) mogu dovesti u pitanje nastavak poslovanja privrednog društva (rezervisanja za otpremnine, značajni krediti sa ugovorenim valutnim klauzulama i varijabilnim kamatnim stopama, rezervisanja za popravke u garantnom roku), kao i stavke koje se ne nalaze u izvorima finansiranja, a ispunjavaju uslove priznavanja (sporni krediti), izvršiti njihovu dodatnu analizu i navesti ih u krajnjem izveštaju o analizi finansijskih izveštaja.

3.5. Analiza i korekcija bilansa uspeha

predstavlja analizu prihoda i rashoda nastalih u toku posmatranog perioda po vrstama, i njihovu eventualnu korekciju. Kao i ranije, prvo utvrđujemo prioritete analize.

Tabela 42. Struktura rezultata *Delhaize*-a u 2014. godini

Bilans uspeha u periodu od 01.01.2014. do 31.12.2014. godine			
PRIHODI IZ REDOVNOG POSLOVANJA		Tekuća godina	Procenat
Poslovni rezultat	A. POSLOVNI PRIHODI (1002+1009+1016+1017)	619.579,81 €	100,00%
	I. PRIHODI OD PRODAJE ROBE (1003+1004+1005+1006+1007+1008)	613.383,97 €	99,00%
	1. Prihodi od prodaje robe mašinskim i zavisnim pravnim licima na domaćem tržištu	101.001,01 €	16,30%
	5. Prihodi od prodaje robe na domaćem tržištu	510.022,07 €	82,32%
	B. POSLOVNI RASHODI (1019+1020+1021+1022+1023+1024+1025+1026+1027+1028+1029) ≥ 0	592.324,86 €	95,60%
	I. NABAVNA VREDNOST PRODATE ROBE	484.222,03 €	78,15%
	V. TROŠKOVI MATERIJALA	6.284,46 €	1,01%
	VI. TROŠKOVI GORIVA I ENERGIE	8.999,28 €	1,45%
	VII. TROŠKOVI ZARADA, NAKNADA ZARADA I OSTALI LIČNI RASHODI	43.366,64 €	7,00%
	VIII. TROŠKOVI PROIZVODNIH USLUGA	20.720,81 €	3,34%
Negovinski rezultat	IX. TROŠKOVI AMORTIZACIJE	13.329,98 €	2,15%
	XI. NEMATERIJALNI TROŠKOVI	15.590,74 €	2,52%
	V. POSLOVNI DOBITAK (1001-1018) ≥ 0	27.254,95 €	4,40%
	K. OSTALI RASHODI	17.086,77 €	2,76%
	L. DOBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA (1030-1031+1048-1049+1050-1051+1052-1053)	16.304,43 €	2,63%
	NJ. DOBITAK PRE OPOREZIVANJA (1054-1055+1056-1057)	16.304,43 €	2,63%
	III. ODLOŽENI PORESKI PRIHODI PERIODA	8.457,82 €	1,37%
S. NETO DOBITAK (1058-1059-1060-1061+1062-1063)		24.762,25 €	4,00%

47 Formalno, rezervisanja su obaveze kod kojih postoji neizvesnost vezana za iznos ili rok dospeća

Najznačajnije su stavke poslovnog rezultata.

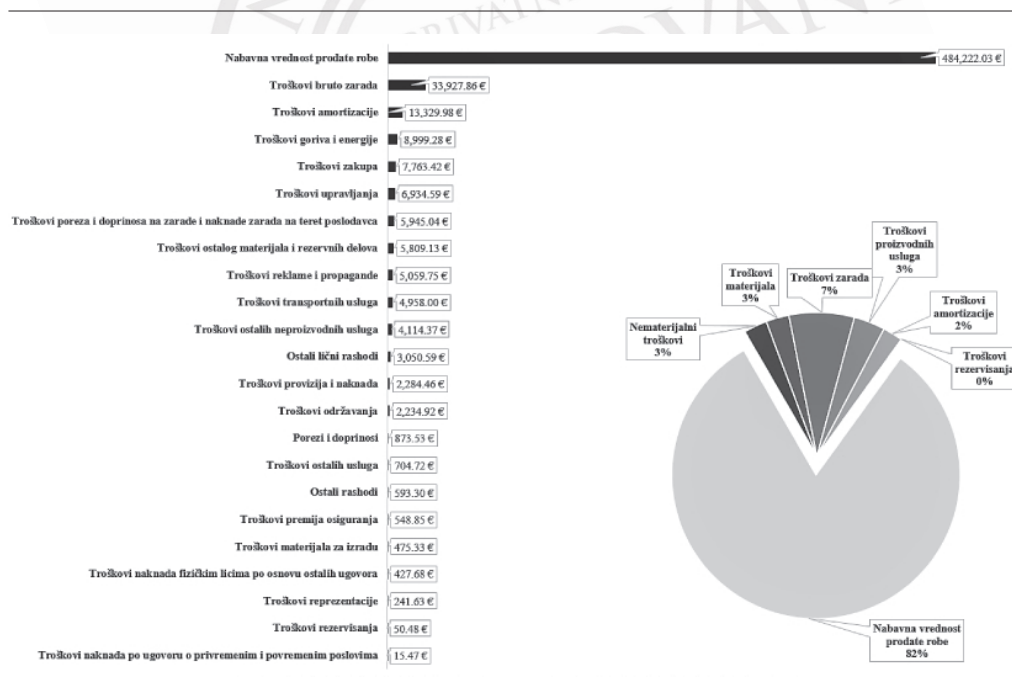
Prihodi od prodaje robe

Delhaize-a su u 2014. godini iznosili 613.383,97 hiljada evra. Imajući u vidu da su ukupni poslovni prihodi iznosili 619.579,81 hiljada evra, vrednosti prihoda od prodaje proizvoda i usluga, prihoda od aktiviranja sopstvenih učinaka i robe i ostali poslovni prihodi nisu bili značajni.

Kada su rashodi u pitanju, najviše pažnje posvećujemo učešću rashoda po vrstama (takozvana vertikalna analiza bilansa uspeha). Učešće može biti u zbiru posmatrane vrste rashoda ili u pripadajućim prihodima. Ukoliko je vrednost stavke ostali poslovni rashodi značajna (kao što je to u našem slučaju), poželjno je koristiti statistički aneks i napomene uz finansijske izveštaje u kojima je njihova struktura detaljno izložena.

Na sledećem grafikonu ilustrujemo način reklasifikacije detaljnih podataka o poslovnim rashodima.

Grafik 12. Struktura poslovnih rashoda *Delhaize*-a po vrstama i grupama



Odstupanja od uobičajenih vrednosti u delatnosti ukazuju na razlike u ekonomičnosti i efikasnosti (više ili niže nabavne cene resursa, neracionalnije ili racionalnije trošenje resursa), drugačiji pristup organizaciji poslovanja (odluke kupiti ili zakupiti, ulagati u istraživanje i razvoj ili kupiti gotovo rešenje, automatizovati ili angažovati radnu

snagu), kao i stratešku orijentaciju poslovanja (ulaganje u reklamne kampanje, kvalitet proizvoda i kompetentnost zaposlenih).

Analiza strukture rashoda je prilika da se razume delatnost kojom se privredno društvo bavi, specifičnosti koncepta njegovog poslovanja, ali i poslovnih odluka donetih u prošlosti, kao što je primena računovodstvenih politika u cilju manipulacije rezultata. Ovo čini analizu strukture rashoda veoma zahtevnom i podrazumeva intenzivno korišćenje podataka iz napomena uz finansijske izveštaje.

Nabavna vrednost prodate robe

iznosi 484.222 hiljada evra i čini oko 82% od ukupnog iznosa poslovnih rashoda *Delhaize-a*.

Troškovi materijala

- ♦ zbirno iznose 15.284 hiljada evra i odnose se na:
- ♦ materijal za izradu – 475 hiljada evra,
- ♦ ostali materijal – 5.809 hiljada evra i
- ♦ gorivo i energiju – 8.999 hiljada evra

Troškovi zarada

- ♦ iznose 43.367 hiljada evra i odnose se na:
- ♦ troškove bruto zarada i naknada zarada – 33.928 hiljada evra,
- ♦ poreze i doprinose na zarade i naknade zarada – 5.945 hiljade evra,
- ♦ troškove naknada fizičkim licima po osnovu ostalih ugovora – 428 hiljada evra,
- ♦ ostale lične rashode⁴⁸ – 3.051 hiljada evra

Nakon završene analize treba popisati stavke koje zahtevaju korekciju po pitanju vrednosti (razgraničeni prihodi, troškovi amortizacije, prihodi ili rashodi od usklađivanja vrednosti imovine) i stavke koje se u budućnosti neće ponavljati (dobici i gubici od prodaje imovine, požari i poplave, efekti procene vrednosti investicionih nekretnina) te samim tim nisu relevantne za ocenu zarađivačke sposobnosti društva, izvršiti njihovu dodatnu analizu i navesti ih u krajnjem izveštaju o analizi finansijskih izveštaja.

Tako bi, na primer, kod *Delhaize-a* troškovi zakupa mogli biti kapitalizovani i konvertovani u finansijsku obavezu. Naspram kapitalizovane obaveze u pasivi, u aktivu bi se pojavila imovina u istoj vrednosti. Uticaj na bilans uspeha bi bio dvostruk – pojavili bi se rashodi kamate (troškovi finansiranja koji su skriveni u zakupu), i troškovi amortizacije (novonastalo sredstvo bi bilo amortizovano u skladu sa periodom zakupa).

48 Na ovom računu iskazuju se ukupni troškovi ostalih ličnih rashoda i naknada kao što su otpremnina za odlazak u penziju, jubilarne nagrade, naknade troškova smeštaja i ishrane na službenom putu, naknade troškova prevoza na službenom putu, naknade troškova prevoza na radno mesto i sa radnog mesta, naknade za smeštaj i ishranu na terenu i ostale naknade troškova zaposlenima, poslodavcima i drugim fizičkim licima (Sl. glasnik RS 95, 2014)

Na osnovu prethodno iznetih informacija možete u skladu sa sopstvenim procenama izvršiti korekcije pozicija troškova zakupa. Mi za potrebe ovog primera nećemo vršiti nikakve ispravke.

Pitanja i odgovori

- ♦ Da li na osnovu vrednosti pokazatelja iz uže referentne grupe možemo izvlačiti zaključke o finansijskom položaju cele delatnosti?
- ♦ Generalizacije moraju biti u skladu sa karakteristikama uzorka. Najčešće se uža referentna grupa sastoji od nekoliko privrednih društava koja čine relativno mali deo jedne delatnosti. U tom slučaju nemamo dovoljan uzorak da bismo izvlačili generalizovane zaključke. Druga krajnost je situacija kada smo zbog toga što je društvo koje analiziramo jedino registrovano u svojoj delatnosti morali da uključimo i društva iz sličnih delatnosti. Naravno, ni u tom slučaju generalizacije nisu ispravne. Jedina prikladna situacija je kada uža referentna grupa obuhvata sva ili veliku većinu društva koja posluju u okviru delatnosti (telekomunikacije, energetika, specijalizovana veleprodaja).

4. OSNOVNI POKAZATELJI

U zavisnosti od vremena koje je raspoloživo za analizu finansijskih izveštaja jednog privrednog društva i definisanih ciljeva analize, utvrđuju se prioritete. U ovoj sekciji ćemo izložiti pokazatelje koji iziskuju najmanje vremena i napora za kalkulaciju i tumačenje, a istovremeno pružaju vredne informacije o finansijskom položaju društva.

Imajući u vidu da nastaju prostim preuzimanjem podataka iz finansijskih izveštaja, ovi pokazatelji su prikazani u apsolutnim vrednostima. To su pokazatelji na koje investitori, finansijski analitičari, ali i rukovodioci unutar društava najviše obraćaju pažnju.⁴⁹ Iz tog razloga su i kratkoročni i srednjoročni ciljevi društva često definisani kroz njih.⁵⁰

Njihov cilj je sagledavanje osnovnih finansijskih informacija o društvu kao što su:

- ♦ Koliko je vredna imovina kojom raspolaže društvo?
- ♦ Kolika je vrednost prodaje na godišnjem nivou?
- ♦ Koliko zaposlenih lica ima društvo?
- ♦ Koliko vredi vlasnički udeo u društvu?
- ♦ Da li je rezultat poslovanja pozitivan ili negativan?

Nakon ove sekcije, bićete upoznati sa najbitnijim finansijskim veličinama koje će u narednim sekcijama biti detaljnije analizirane.

4.1. Poslovna imovina

je skup svih investicija jednog privrednog društva.⁵¹ Vrednost poslovne imovine govori o tome kolika je knjigovodstvena vrednost investicija, a struktura poslovne imovine ukazuje na to u kom se obliku investicije nalaze.

Vrednost i struktura poslovne imovine su dobrim delom uslovljeni delatnošću privrednog društva. Tako se, na primer, pružanje hotelsko-ugostiteljskih usluga ogleda u iznajmljivanju smeštaja za boravak gostima hotela, pripremanju i posluživanju hrane i pića u okviru restorana i sl. Stoga bismo očekivali da najveći deo investicija hotelskog društva bude u obliku zgrade hotela, nameštaja i ugostiteljske opreme. Od trgovinskog lanca bismo očekivali investicije u robu i prodajne objekte, a od proizvodnog društva u proizvodne hale i sirovine.

49 Pritisak javnosti usmeren ka ovim pokazateljima ih čini čestom metom manipulacije putem selektivne primene računovodstvenih politika.

50 Na primer, cilj društva može biti povećanje poslovnih prihoda za 20% do kraja sledećeg izveštajnog perioda, ili rast neto dobitka od 10% godišnje u naredne tri godine.

51 Formalno, imovina je resurs koji se kao rezultat prošlog događaja, nalazi pod kontrolom društva i od koga se očekuju ekonomske koristi u budućnosti. Priznaje se u bilansu stanja ukoliko se može pouzdano utvrditi njen trošak sticanja ili njena vrednost (IASB, 2001a).

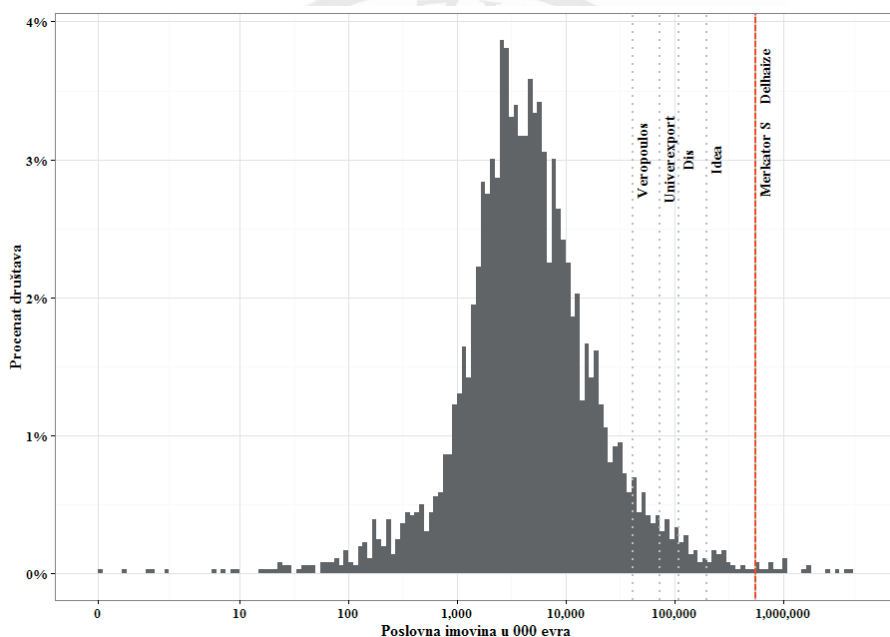
Vrednost poslovne imovine ćete naći u bilansu stanja u delu koji se zove aktiva.

Kalkulacija:

AOP 0071: D. UKUPNA AKTIVA

Na sledećem grafikonu je prikazana raspodela vrednosti poslovne imovine u referentnoj grupi od 3.597 srednjih i velikih privredna društva za 2014. godinu sa naznačenim pozicijama za Delhaize i za članove uže referentne grupe.⁵²

Grafik 13. Histogram vrednosti pokazatelja poslovna imovina



Na grafikonu vidimo da *Delhaize* ima veću vrednost poslovne imovine od većine privrednih društava u uzorku. Njena vrednost (550.607 hiljada evra) je značajno veća od prosečne vrednosti imovine u uzorku koja iznosi 21.039 hiljada evra (upliv svega nekoliko privrednih društava koja imaju veoma vrednu imovinu rezultira u neočekivano visokoj prosečnoj vrednosti poslovne imovine).

52 Relativna pozicija vrednosti pokazatelja Delhaize-a je naznačena vertikalnom crvenom linijom. Relativne pozicije vrednosti pokazatelja članova uže referentne grupe su naznačene vertikalnim isprekidanim linijama.

Obratite pažnju na skalu na x osi i primetićete da vrednosti ne rastu linearno (0,1,2,3,4,5...) već eksponencijalno (0,1,10,100,10.000,100.000...). Da bismo na istom grafikonu prikazali vrednosti poslovne imovine Naftne industrije Srbije a.d. koja se meri u milijardama evra i vrednosti poslovne imovine uslužnih društava koja se meri u desetinama hiljada evra, koristimo ovakvu skalu koja se naziva logaritamska skala.⁵³ Vrednost većine apsolutnih pokazatelja ne prati normalnu,⁵⁴ već log-normalnu⁵⁵ raspodelu. U ovakvim okolnostima je teško reći šta je tipična vrednost pokazatelja.

Prosečna vrednost od 21.039 hiljada evra je svakako korisna informacija o pokazatelju i možemo je tumačiti kao očekivanu vrednost imovine slučajno izabranog društva iz uzorka. Međutim, u konkretnom slučaju oko 88% privrednih društava ima vrednost imovine ispod proseka.

U tom slučaju, može nas interesovati vrednost od koje podjednak broj društava u uzorku ima veću, odnosno manju vrednost. Ta vrednost se zove medijana i iznosi 4.314 hiljada evra. Tumačenje je da polovina privrednih društava u uzorku ima vrednost poslovne imovine manju od 4.314 hiljada evra, a druga polovina ima vrednost imovine veću od tog iznosa.

Oba pokazatelja imaju svoje prednosti i nedostatke i zato ćemo ih u daljem tekstu zajedno koristiti u opisivanju tipičnih vrednosti pokazatelja. Pored proseka i medijane, u tabeli širih referentnih vrednosti su date još i minimalna, maksimalna vrednost i vrednost 5. 25. 75. i 95. percentila.⁵⁶

Veličina uzorka će takođe biti uvek navedena jer, kao što ćemo videti u daljoj analizi, u određenim uslovima se za pojedina društva ne može obračunati vrednost pokazatelja.

53 Logaritam nekog broja je eksponent (stepen) na koji osnovica mora biti podignuta da bi se dobio taj broj. U našem slučaju je osnovica 10, i operacija logaritmovanja se u ovom slučaju označava kao $\text{Log}_{10}(n)$. Na primer $\text{Log}_{10}(10)$ je 1, jer je $10^1=10$, $\text{Log}_{10}(100)$ je 2, jer je $10^2=100$, Na logaritamskoj skali razmaci ne odražavaju istu razliku u apsolutnoj vrednosti, već istu razliku u vrednosti logaritma.

54 Normalna raspodela je raspodela oblika zvona koja je karakteristična za pojave na koje utiče veliki broj slučajnih faktora (visina ili težina ljudi, koeficijent inteligencije, dužina leta avionom do neke destinacije, i sl.)

55 Log-normalna raspodela je karakteristična za pojave na koje utiču faktori koji su međusobno povezani na određeni način, što rezultira velikim brojem jedinica posmatranja sa relativno malim vrednostima i malim brojem jedinica posmatranja sa relativno visokim vrednostima (raspored stanovnika po gradovima u jednoj državi, prosečna zarada u fabrici, učestalost određene reči u jednom jeziku). Slično tome, u privredi jedne države postoji jedan relativno mali broj privrednih društava koja imaju ekstremno visoke vrednosti poslovne imovine.

56 Percentili su vrednosti od kojih određeni procenat članova populacije ima manje vrednosti. Taj procenat se dodaje uz naziv percentil. Tako na primer samo 5% privrednih društava ima vrednost poslovne imovine manju od percentila 05 (418 hiljada evra), 5% privrednih društava ima vrednost poslovne imovine veću od percentila 95 (53.256 hiljada evra). Sada vidimo da je medijana zapravo drugi naziv za percentil 50.

	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Poslovna imovina	0	418	2.031	4.314	9.954	53.256	4.440.490	21.039	N=3.597

Prosečna vrednost poslovne imovine **uporedivih maloprodajnih lanaca** iznosi 195.734 hiljada evra, a medijana 109.257 hiljada evra.

Tumačenje:

Knjigovodstvena vrednost svih investicija privrednog društva *Delhaize* na dan 31.12.2014. godine iznosi 550.607 hiljada evra.

Nakon uvida u knjigovodstvenu vrednost sredstava *Delhaize*-a, odgovaramo na pitanje ko je finansirao ta sredstva, tačnije koliko vredi deo sredstava koji je finansiran od strane vlasnika.

4.2. Neto kapital

je knjigovodstvena vrednost vlasničkog (sopstvenog) dela⁵⁷ izvora finansiranja.

Na visinu kapitala pored uplata i isplata vlasnika utiče **neto rezultat** perioda. Ukoliko u nekom privrednom društvu nije bilo značajnih uplata i isplata vlasnika, visina kapitala je približno jednaka akumuliranom rezultatu poslovanja od osnivanja.

Jedan od prioriteta u sagledavanju finansijskog položaja društva je utvrđivanje predznaka pozicije kapitala. Ukoliko je vrednost **poslovne imovine** veća od vrednosti ukupnih obaveza,⁵⁸ neto kapital ima pozitivnu vrednost (društvo raspolaže sa imovinom koja je vrednija od obaveza prema trećim licima, i taj višak vrednosti pripada vlasnicima društva).

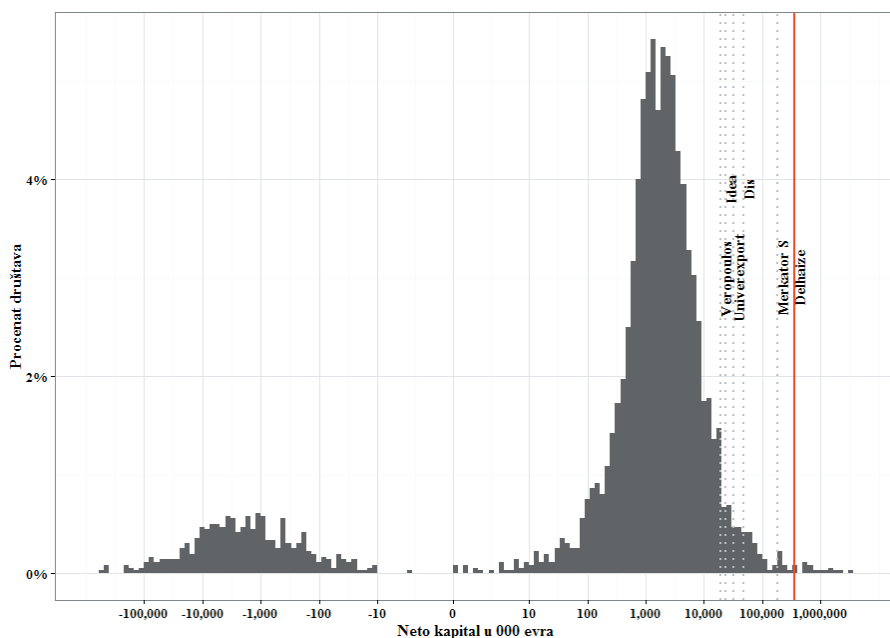
Suprotno, kada privredno društvo ima vrednost obaveza koja je viša od vrednosti imovine kojom raspolaže, pozicija kapitala se svodi na nulu. Višak obaveza se evidentira na odbitnoj poziciji Gubitak iznad visine kapitala (negativan kapital).⁵⁹

57 Kapital i obaveze (sem u slučajevima zaloga i hipoteka kod obaveza) se ne vezuju za posebne imovinske delove, već predstavljaju vrednost prava na učešće u imovini društva kao celine.

58 Stavke iz pasive bilansa stanja AOP 0424: B. DUGOROČNA REZERVISANJA i OBAVEZE + AOP 0441: V. ODLOŽENE PORESKE OBAVEZE + AOP 0442: G. KRATKOROČNE OBAVEZE

59 Da bi se ispoštovala jednakost aktiva = pasiva, negativan kapital (gubitak iznad visine kapitala) postaje odbitna stavka pasive i može se tumačiti kao iznos imovine koji je potrebno da vlasnici unesu u društvo da bi vrednost ukupne poslovne imovine pokrila vrednost ukupnih obaveza.

Grafik 14. Histogram vrednosti pokazatelja neto kapital



Na grafikonu možemo videti učešće društava koje imaju pozitivnu, odnosno negativnu vrednost neto kapitala.

	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Neto kapital	-598.579	-3.839	388	1.409	3.902	19.176	3.470.356	8.474	N=3.597

Prosečna vrednost kapitala grupe uporedivih maloprodajnih lanaca je u 2014. godini iznosila 60.564 hiljada evra, a medijana 31.739 hiljada evra. Pri tom nijedan lanac nije imao **negativnu vrednost kapitala**.

Tumačenje:

Knjigovodstvena vrednost kapitala privrednog društva *Delhaize* na dan 31.12.2014. godine iznosi 358.921 hiljada evra. Ona daje grubu (knjigovodstvenu) procenu vrednosti⁶⁰ koju bi vlasnici privrednog društva kolektivno dobili nakon likvidacije (prodaje) ukupne imovine, a nakon podmirivanja svih obaveza prema trećim licima.

Iako će o tome biti reči kasnije u tekstu, ističemo da tržišna vrednost kapitala (vrednost po kojoj se može kupiti vlasnički udeo na tržištu) u zavisnosti od procene investitora gotovo uvek odstupa od knjigovodstvene vrednosti kapitala.⁶¹

4.3. Poslovni prihodi

su prilivi ekonomskih koristi posmatrano sa aspekta vlasnika⁶² u jednom periodu, nastali u okviru redovnih poslovnih aktivnosti društva. Većina prihoda jednog privrednog društva nastaje u trenutku ispostavljanja računa po osnovu prodaje proizvoda, robe ili usluga, ili izdavanja imovine. Ono što je karakteristično za navedene situacije je to da u njima nastaje pravo da se naplati određeni iznos od kupca – potraživanje. Iznos potraživanja uvećava imovinu društva (pravo na naplatu je imovina koja ima svoju vrednost i pod kontrolom je društva). Pri tom obaveze ne menjaju vrednost, razlika predstavlja priliv ekonomskih koristi za vlasnike.

U uobičajenim okolnostima, većina prihoda vezana je za osnovnu tržišnu misiju privrednog društva. Tako na primer, *Delhaize* kao trgovinski lanac ostvaruje najveći deo poslovnih prihoda na osnovu prodaje robe, a fabrika od prodaje gotovih proizvoda. Slično, hoteli ostvaruju prihode na osnovu pružanja ugostiteljskih usluga - izdavanja soba, i prodaje hrane i pića.

Ovaj pokazatelj preuzimamo u neizmenjenom obliku sa prve pozicije iz ***bilansa uspeha***.

Kalkulacija:

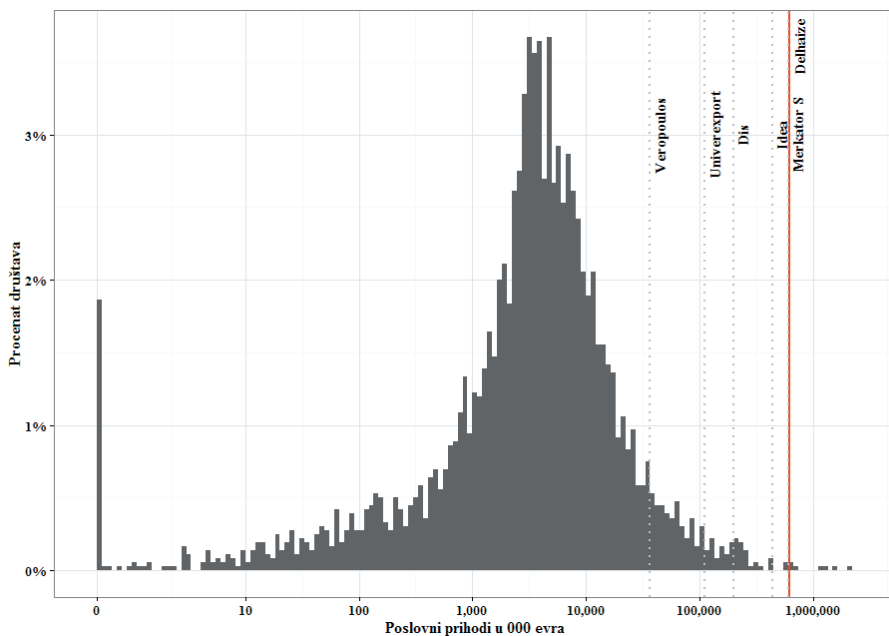
AOP 1001: A. POSLOVNI PRIHODI

60 Iz tog iznosa bi se morali pokriti svi eventualni gubici i troškovi nastali pri prodajnom postupku (troškovi stečajnog upravnika, gubici zbog brze prodaje imovine i slično).

61 U svakom trenutku je na berzi moguće naći akcije društava koja imaju negativnu knjigovodstvenu vrednost kapitala. Cena akcija takvih društava ima svoju pozitivnu tržišnu cenu, jer do samog stečaja društva pojedini investitori očekuju popravljane finansijskog položaja.

62 Formalno, prihodi su uvećanje ekonomskih koristi u toku obračunskog perioda u vidu priliva nove, ili povećanja vrednosti postojeće imovine, ili smanjenja vrednosti obaveza, koje za rezultat ima povećanje vrednosti kapitala, a ne odnose se na dodatne uloge vlasnika kapitala.

Grafik 15. Histogram vrednosti pokazatelja poslovni prihodi



Vrednosti ćemo prikazati i u formi tabele:

	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Poslovni prihodi	0	30	1.298	3.624	8.376	42.970	2.047.157	13.607	N=3.597

Prosečna vrednost poslovnih prihoda uporedivih maloprodajnih lanaca je u 2014. godini iznosila 275.127 hiljada evra, a medijana 197.154 hiljada evra.

Tumačenje:

Delhaize je u toku 2014. godine ostvario poslovne prihode u visini od 619.580 hiljada evra.

4.4. Poslovni rezultat

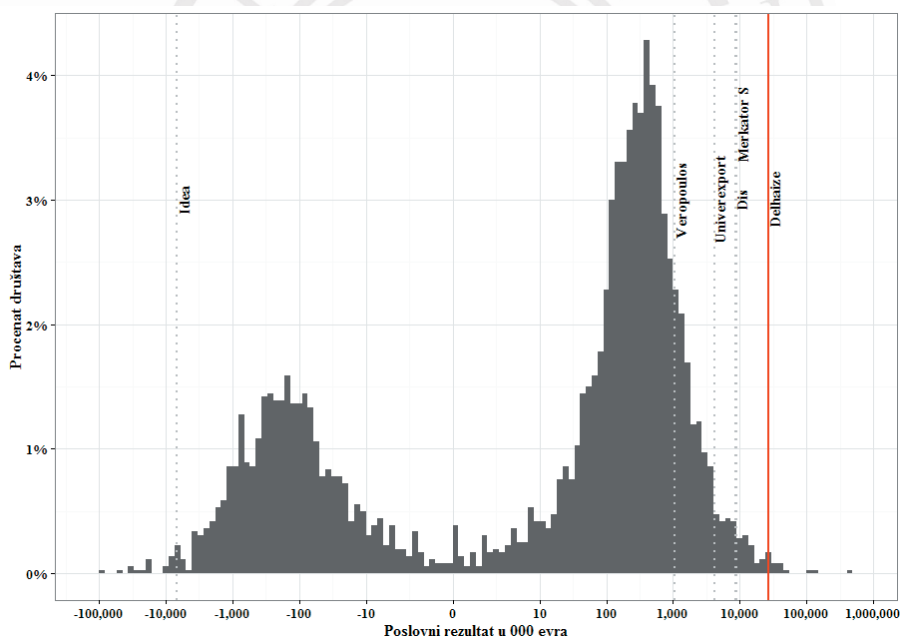
je razlika između poslovnih prihoda i poslovnih rashoda⁶³ društva u toku izveštajnog perioda. Ukoliko su poslovni prihodi veći od poslovnih rashoda, razlika se naziva poslovni dobitak, u suprotnom poslovni gubitak.

On je posledica redovnih poslovnih aktivnosti društva, nezavisan je od načina finansiranja⁶⁴ i nije pod uticajem vanrednih stavki, što ga čini pogodnim za ocenu profitabilnosti primarne poslovne delatnosti privrednog društva. Samim tim, pogodan je za ocenu sposobnosti rukovodstva privrednog društva.

Kalkulacija:

AOP 1030: V. POSLOVNI DOBITAK ili AOP 1031: G. POSLOVNI GUBITAK

Grafik 16. Histogram vrednosti pokazatelja poslovni rezultat



- 63 Stavka poslovnih rashoda koja je donekle specifična je korekcija vrednosti zaliha. Ukoliko je društvo u izveštajnom periodu uvećalo zalihe (proizvodnja i nabavka su bile veće od prodaje), vrednost povećanja zaliha će biti isključena iz poslovnih rashoda (priznaju se u visini cene koštanja, a ne prodajne cene), da bi se uvažila činjenica da pripadajući prihodi još uvek nisu nastali. Suprotno, ukoliko je društvo smanjilo zalihe (proizvodnja ili nabavka je bila manja od prodaje), vrednost smanjenja zaliha će biti dodata iznosu poslovnih rashoda, da bi se iskazali rashodi vezani za sticanje prihoda.
- 64 Postoje izuzeci zbog implicitne kamatne stope. Na primer, privredno društvo zbog manjka izvora finansiranja umesto podizanja kredita za nabavku imovine, iznajmljuje istu od drugog društva. Iako nije iskazan, u ceni iznajmljivanja se nalazi implicitni (skriveni) trošak kamate.

U nastavku ćemo pogledati iznose za poslovni rezultat u formi tabele:

	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Poslovni rezultat	-96.636	-827	-30	124	485	2.723	419.492	649	N=3.597

Kumulativni poslovni rezultat grupe uporedivih maloprodajnih lanaca je bio 15.827 hiljada evra, a medijana njihovog poslovnog rezultata 4.150 hiljada evra.

Tumačenje:

Delhaize je u 2014. godini ostvario pozitivnu razliku između poslovnih prihoda i poslovnih rashoda u iznosu od 27.255 hiljada evra. Osnovna delatnost *Delhaize*-a je bila organizovana na način koji je omogućio stvaranje dobiti za investitore.

4.5. Neto rezultat

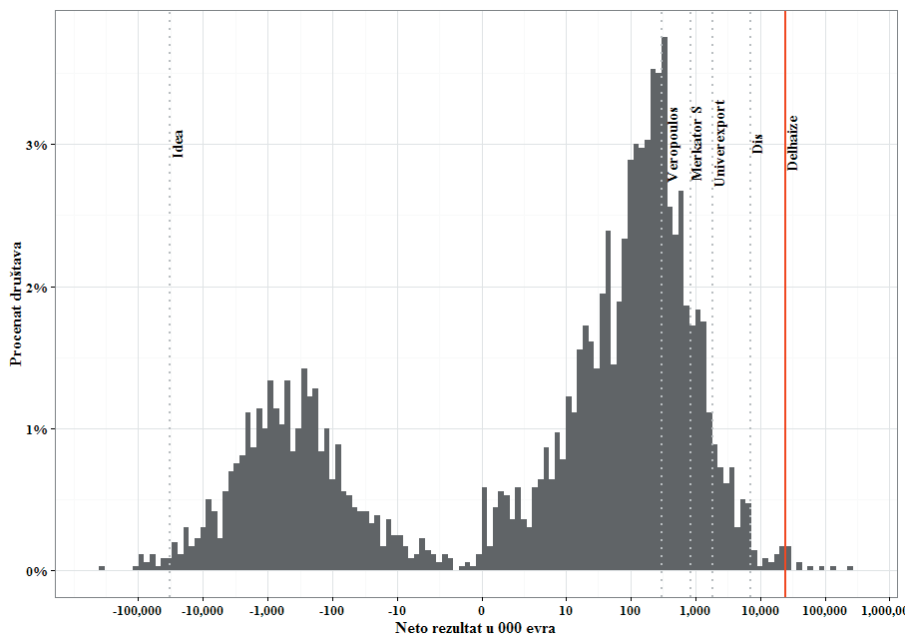
je razlika između ukupnih prihoda i rashoda (uključujući i porez) društva u toku izveštajnog perioda. Ukoliko je ta razlika pozitivna, naziva se neto dobitak i uvećava dosadašnju vrednost vlasničkog kapitala. Ukoliko je razlika negativna, naziva se neto gubitak i smanjuje vrednost vlasničkog kapitala. Ovaj direktni uticaj na kapital je razlog zbog kojeg je neto rezultat često prva stavka na koju analitičari obraćaju pažnju.

Osim poslovnog rezultata, na vrednost neto rezultata, uticaj imaju i finansijski i ostali rezultat. Opseg mogućih vrednosti neto rezultata je (između ostalih faktora) uslovljen i obimom aktivnosti (prihodima), iznosom fiksnih troškova i visinom kontribucione marže, o čemu će više reći biti u delu teksta koji se bavi operativnim leveridžom.

Kalkulacija:

AOP 1064: S. NETO DOBITAK ili AOP 1065: T. NETO GUBITAK

Grafik 17. Histogram vrednosti pokazatelja neto rezultat



Statističke vrednosti za neto rezultat ćemo prikazati i u formi tabele:

	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Neto rezultat	-372.338	-2.674	-48	47	297	1.876	252.643	-289	N=3.597

Grupa maloprodajnih lanaca je u istom periodu kumulativno ostvarila neto gubitak od 22.671 hiljada evra, pri čemu su gubici privrednog društva Idea najviše uticali na ovakav ishod. Medijana je iznosila 833 hiljada evra.

Tumačenje:

Delhaize je u 2014. godini ostvario pozitivnu razliku između ukupnih prihoda i ukupnih rashoda u visini od 24.762 hiljade evra. Celokupno poslovanje je bilo organizovano na način koji omogućava uvećanje vlasničkog kapitala.

Ukoliko je privredno društvo u pravnom obliku akcionarskog društva, neto rezultat se može izražavati i kao neto rezultat po akciji⁶⁵ (neto rezultat se deli sa brojem izdatih akcija).

65 Dostupan na internet prezentaciji berze na kojoj se listiraju akcije društva

$$\text{Zarada po akciji} = \frac{\text{Neto rezultat}}{\text{Broj izdatih akcija}} = \text{x,xx evra po akciji}$$

Do sada smo izneli najznačajnije bilansne stavke sa kojima se započinje finansijska analiza. Iznećemo i glavne zaključke dosadašnjeg dela analize.

Zaključak sekcije

Vrednost investicija *Delhaize*-a na dan 31.12.2014. godine je iznosila 550.607 hiljada evra. Pri tom je 358.921 hiljada evra tih investicija finansirano sopstvenim izvorima (kapitalom), a ostatak pozajmljenim izvorima (obavezama). Obavljajući primarne poslovne aktivnosti *Delhaize* je u toku 2014. godine ostvario 619.580 hiljada evra prihoda. Rashodi primarne poslovne aktivnosti su bili manji od tog iznosa, pa je ostvaren poslovni dobitak perioda u iznosu od 27.255 hiljada evra. Nakon negativnog uticaja finansijskih i ostalih stavki, ostvaren je neto dobitak u iznosu od 24.762 hiljada evra koji će uvećati sopstvene izvore.

Verovatno ste primetili da je na osnovu osnovnih pokazatelja koji su prikazani u ovoj sekciji, teško konkretno odgovoriti na dosta pitanja koja čine svrhu finansijske analize. Na osnovu informacije da je vrednost kapitala 358.921 hiljada evra, možemo zaključiti da društvo ima značajne sopstvene izvore finansiranja. Međutim, postavlja se pitanje da li je taj iznos dovoljan imajući u vidu da ukupne investicije iznose 550.607 hiljada?

Na osnovu informacije da je ostvaren neto dobitak 24.762 hiljade evra, možemo zaključiti da društvo pozitivno posluje. Ipak, da li je neto dobitak zadovoljavajući imajući u vidu vrednost kapitala od 358.921 hiljada evra?

Ne znamo šta je razlog pozitivnog poslovanja, ni da li postoji mogućnost stečaja.

Razlog je taj što za ocenu finansijskog položaja nisu dovoljni apsolutni pokazatelji. Zbog toga ćemo se u narednim sekcijama pretežno koristiti racio brojevima, koji apsolutne vrednosti iz finansijskih izveštaja stavljaju u odnos, u cilju davanja odgovora na pitanja vezana za finansijski položaj privrednog društva. Bitno je da taj odnos bude logičan⁶⁶ i da ima precizno ekonomsko tumačenje.

66 Ova karakteristika se naziva i interna konzistentnost

Pitanja i odgovori

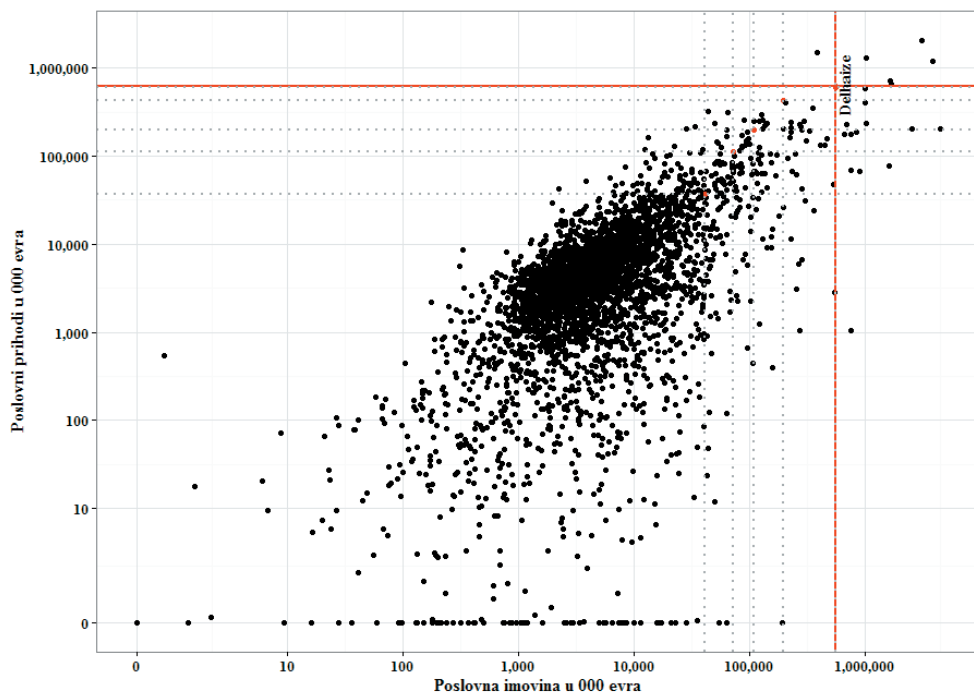
- ♦ Koja privredna društva u Srbiji su u 2014. godini imala najveću vrednost poslovne imovine?
- ♦ Društva sa najvrednijom imovinom su uglavnom iz infrastrukturnih i energetskih delatnosti:
 - JP Putevi Srbije - 4.440.490 hiljada evra,
 - JP Elektroprivreda Srbije Beograd - 3.872.812 hiljada evra,
 - Naftna industrija Srbije a.d. - 3.077.185 hiljada evra i
 - Železnice Srbije akcionarsko društvo - 2.546.416 hiljada evra
- ♦ Zbog čega uslužna društva imaju manju imovinu od trgovinskih i proizvodnih društava?

Glavni resurs uslužnih društava su zaposleni radnici (njihove sposobnosti, kvaliteti i iskustvo). Iako je izvesno da će na osnovu ugovora o radu koji je sklopljen sa zaposlenima društvo imati ekonomske koristi, trošak sticanja se ne utvrđuje (osim kada je u pitanju ugovor sportskog kluba sa profesionalnim sportistom gde se naknada klubu u kome je sportista prethodno priznaje kao sredstvo i amortizuje se u toku trajanja ugovora, ili ugovor o snimanju filma). Takođe, bez dugoročnog ugovora je nemoguće imati kontrolu nad radnicima (u slučaju sportskih ugovora nastupanje za druge klubove je zabranjeno). Drugi način kapitalizacije ljudskog rada se odvija putem radnih naloga, vezivanjem direktnog rada na proizvodnji za nosioce troškova, on ulazi u cenu koštanja proizvoda i usluga (nedovršena proizvodnja i usluge, gotovi proizvodi) i čini značajan deo vrednosti zaliha. Potreba pokrivanja rashoda i ostvarivanja profita podiže prodajnu cenu za iznos troškova zarada, i kako proizvod jednog društva u drugima ima ulogu robe, materijala ili postrojenja, cena ljudskog rada se u skrivenom obliku nalazi u dosta stavki poslovne imovine svih društava.

- ♦ Koji je najbolji način da se ilustruje veličina privrednog društva?

Visina poslovnih prihoda i poslovne imovine se zajedno sa brojem zaposlenih koristi za zvaničnu klasifikaciju veličine. Stoga smatramo da je kombinacija tih podataka najbolja za grafičku ilustraciju veličine i socioekonomskog značaja jednog društva u svom okruženju. Na sledećem grafikonu je naznačena relativna pozicija *Delhaize*-a u odnosu na ostala srednja i velika privredna društva u Republici Srbiji po kriterijumu vrednosti poslovnih prihoda i poslovne imovine.

Grafik 18. Uporedni prikaz poslovnih resursa *Delhaize*-a i ostatka privrede Republike Srbije (na logaritamskoj skali)



- ◆ Da li je poslovni rezultat isto što i EBIT?

Poslovni rezultat se često poistovećuje sa EBIT⁶⁷-om. Tačan način računanja EBIT-a je, kao što naziv govori, kada se na neto rezultat pre oporezivanja dodaju rashodi kamata.

Kalkulacija:

(AOP 1058: NJ. DOBITAK PRE OPOREZIVANJA ili AOP 1059: O. GUBITAK PRE OPOREZIVANJA) + AOP 1046: II. RASHODI KAMATA (PREMA TREĆIM LICIMA)

Ukoliko privredno društvo nema značajne stavke finansijskog (izuzev pomenutih rashoda kamata) i ostalog rezultata, EBIT je približan poslovnom rezultatu.

EBIT se može tumačiti kao neto rezultat pre opterećenja rashodima kamate i poreza na dobit.

67 Na engleskom jeziku – *Earnings before interest and taxes*

♦ Šta je EBITDA?

Pored EBIT-a, za ocenu profitabilnosti često se koristi još jedan pokazatelj, EBIT-DA.⁶⁸ Osim rashoda kamata i poreza, EBITDA neto rezultat uvećava i za troškove amortizacije. Na taj način se isključuje efekat računovodstvenih politika troškova amortizacije na profitabilnost, i ističe činjenica da trošak amortizacije ne predstavlja odliv gotovine.

Kalkulacija:

(AOP 1058: NJ. DOBITAK PRE OPOREZIVANJA ili AOP 1059: O. GUBITAK PRE OPOREZIVANJA) + AOP 1046: II. RASHODI KAMATA (PREMA TREĆIM LICIMA) + AOP 1027: IX. TROŠKOVI AMORTIZACIJE

Ekonomska interpretacija ovog pokazatelja zahteva preciznost i opreznost, jer se potreba privrednog društva za kapitalnim ulaganjima (samim tim i obračunom amortizacije) ne sme prevideti u toku analize. Opravdano ga je koristiti za poređenje profitabilnosti u situacijama kada postoji osnovana pretpostavka da je putem obračuna amortizacije bitno uticano na iskazani rezultat.

♦ Šta je NOPLAT?

Kada na EBIT primenimo stopu poreza na dobit – $EBIT \times (1 - \text{stopa poreza na dobit})$ dobijamo pokazatelj NOPLAT.⁶⁹ NOPLAT se tumači kao neto rezultat koji bi bio raspoloživ vlasnicima društva ukoliko bi društvo bilo u potpunosti finansirano iz sopstvenih izvora. Kao što ćemo kasnije videti, ovaj pokazatelj se koristi za računanje stope prinosa na investirani kapital.

68 Na engleskom jeziku – *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*

69 Na engleskom jeziku – *Net operating profit/loss after taxes*

5. ZADUŽENOST

je mera u kojoj privredno društvo koristi pozajmljene izvore finansiranja. Pored izraza zaduženost, često se koristi i izraz finansijski leveridž.

Nedostaci zaduživanja su svakako poznatiji od prednosti, a to su:

- ♦ Opterećenje novčanog toka usled otplate glavnice kredita i kamate, kao i rizik stečaja u slučaju neispunjenja ugovorenih obaveza
- ♦ Kamatni i valutni rizik ukoliko je tako predviđeno ugovorom
- ♦ Smanjeni prinos vlasnicima privrednog društva kao rezultat prethodnog

Međutim, prednosti su u vidu:

- ♦ Mogućnosti velikih poslovnih poduhvata u uslovima ograničenih sopstvenih izvora finansiranja
- ♦ Mogućnosti povećanja prinosa vlasnicima privrednog društva iz razlike prinosa na imovinu i kamatne stope (pogotovo u slučaju beskamatnog kreditiranja od strane dobavljača)
- ♦ Plaćanje manjeg iznosa poreza usled priznatog rashoda kamata (engl. *tax shield*) čine ovaj vid finansiranja racionalnom opcijom u odgovarajućim situacijama.

Nakon ove sekcije ćemo znati odgovore na pitanja:

- ♦ U kojoj meri društvo koristi pozajmljene izvore finansiranja?
- ♦ Na koji deo izvora finansiranja se obračunava kamata?

Racio zaduženosti

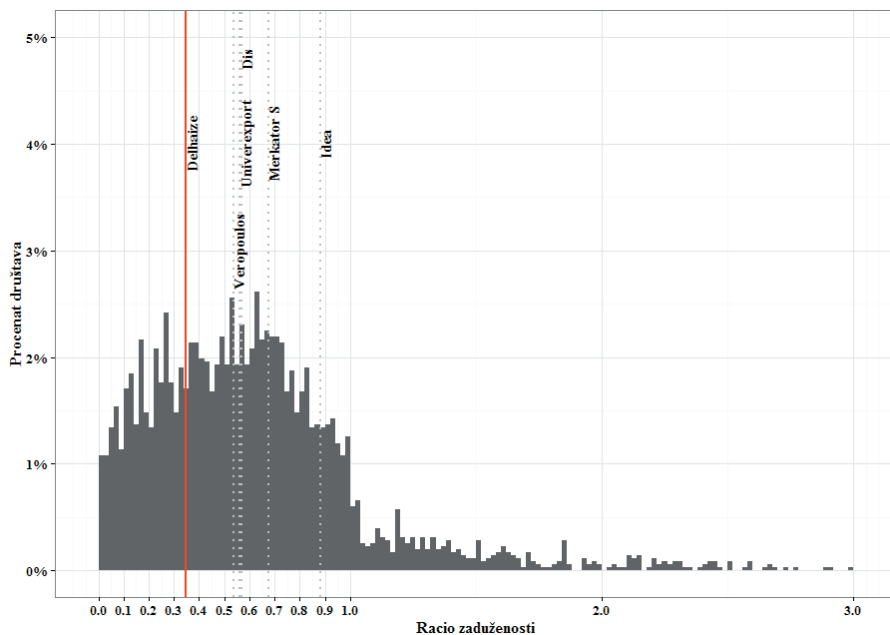
stavlja u odnos pozajmljene izvore finansiranja i ukupnu imovinu.⁷⁰

Kalkulacija:

$$\frac{(\text{AOP 0424: B. DUGOROČNA REZERVISANJA I OBAVEZE} + \text{AOP 0441: V. ODLOŽENE PORESKE OBAVEZE} + \text{AOP 0442: G. KRATKOROČNE OBAVEZE})}{\text{AOP 0071: D. UKUPNA AKTIVA}}$$

70 Na engleskom jeziku – *Debt ratio*

Grafik 19. Histogram vrednosti pokazatelja racio zaduženosti



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Racio za- duženosti	0,00	,08	0,31	0,56	0,81	1,43	2,99	0,62	N=3.517

Prosečna vrednost racija zaduženosti uporedivih maloprodajnih lanaca u 2014. godini je iznosila 64,45%, a medijana 56,68%.

Tumačenje:

Vrednost racija zaduženosti kod *Delhaize*-a iznosi 34,81%, što znači da je 34,81% poslovne imovine finansirano iz pozajmljenih izvora. Zaduženost se alternativno prikazuje u vidu odnosa racija obaveza prema kapitalu.⁷¹

Kalkulacija:

(AOP 0424: B. DUGOROČNA REZERVISANJA I OBAVEZE + AOP 0441: V. ODLOŽENE PORESKE OBAVEZE + AOP 0442: G. KRATKOROČNE OBAVEZE) / AOP 0401: A. KAPITAL

71 Na engleskom jeziku – *Debt to equity ratio*

Prednost prve verzije racija zaduženosti je primena u situacijama kada privredno društvo ima negativan kapital, kada je kalkulacija druge verzije nemoguća usled deljenja sa nulom ili negativnim brojem. Za društva koje imaju pozitivan kapital, lako se može na osnovu vrednosti jednog pokazatelja izvršiti kalkulacija drugog:

$$\text{Racio zaduženosti} = \frac{\text{Racio duga prema kapitalu}}{1 + \text{Racio duga prema kapitalu}}$$

i

$$\text{Pokazatelj duga prema kapitalu} = \frac{\text{Racio zaduženosti}}{1 - \text{Racio zaduženosti}}$$

Prosečna vrednost racija zaduženosti u grupi maloprodajnih lanaca je u 2014. godini iznosila 230,21%, a medijana 129,59%.

Tumačenje:

Vrednost racija obaveza prema kapitalu *Delhaize*-a iznosi 53,41%, što znači da vrednost pozajmljenih izvora finansiranja (obaveza) čini 53,41% vrednosti sopstvenih izvora finansiranja (kapitala).

Racio kamatonosne zaduženosti

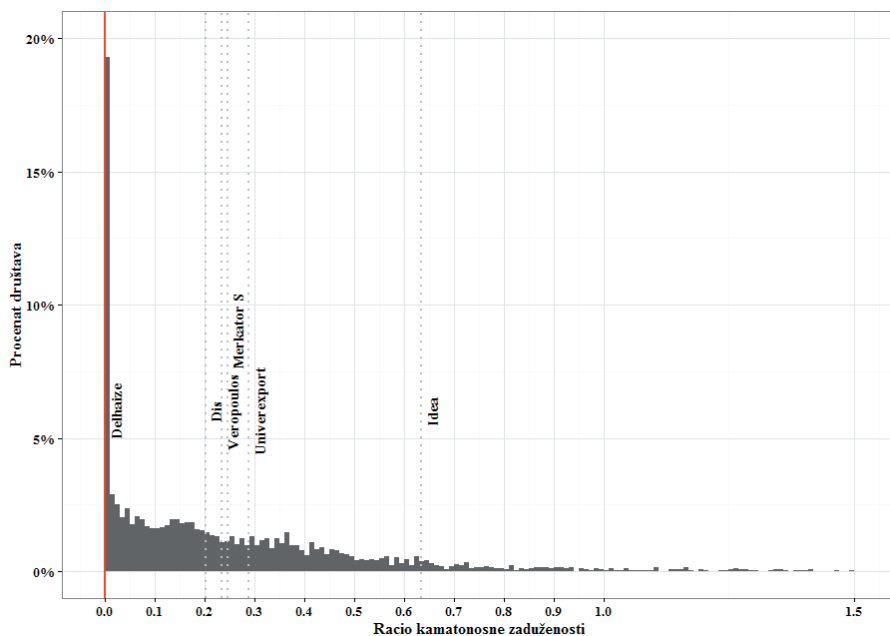
uzima u obzir činjenicu da pozajmljena sredstva iz svih izvora ne dolaze pod jednakim uslovima. Grubu podelu možemo napraviti po kriterijumu da li se na njih obračunava ili ne obračunava kamata. Ukoliko se na pozajmljena sredstva ne obračunava kamata, možemo pretpostaviti da su manje opterećujuća po novčani tok privrednog društva od ostalih sredstava (obično se radi o stavkama obaveza prema dobavljačima, zaposlenima ili državi).

Stoga, racio kamatonosne zaduženosti u odnos sa poslovnom imovinom stavlja samo stavke na koje se uobičajeno obračunava kamata (bankarske kredite, finansijski lizing i sl.). Osim troškova kamata, kamatonosne obaveze, zbog uslova ugovora, društvo veoma često izlažu i riziku promene kamatne stope i valutnom riziku.

Kalkulacija:

(AOP 0432: II. DUGOROČNE OBAVEZE + AOP 0443: I. KRATKOROČNE
FINANSIJSKE OBAVEZE) / AOP 0071: D. UKUPNA AKTIVA

Grafik 20. Histogram vrednosti pokazatelja kamatonosne zaduženosti



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Racio ka- matonosne zaduženosti	0,00	0,00	0,03	0,17	0,36	0,77	1,49	0,24	N=3.511

Prosečna vrednost racija kamatonosne zaduženosti uporedivih maloprodajnih lanaca u 2014. godini je iznosila 32,05%, a medijana 24,47%.

Tumačenje:

Vrednost racija kamatonosne zaduženosti *Delhaize*-a na kraju 2014. godine je iznosila 0%. To je odnos vrednosti izvora finansiranja na koje je društvo dužno da plaća kamatu i vrednosti ukupne poslovne imovine društva.

Zaključak sekcije

Delhaize finansira 34,81% svoje imovine iz pozajmljenih izvora, a na 0% se obračunava kamata.

Pitanja i odgovori

- ◆ Da li se ponekad i pozicije osim dugoročnih kredita i kratkoročnih finansijskih obaveza mogu smatrati kamatonosnim?

Svaka pozicija koja sadrži implicitnu kamatnu stopu (obaveza ne predviđa eksplicitan obračun i plaćanje kamate, ali je zbog uslova plaćanja njen iznos veći od iznosa koji bi bio plaćen na tržištu za nabavku u gotovini) se može smatrati kamatonosnom obavezom. Takođe, treba uključiti sve stavke na koje je počela da se obračunava zatezna kamata. Stavljanjem ekonomske suštine iznad forme obezbeđujemo da vrednost ovog racio broja na pravi način odražava finansijski položaj privrednog društva.

6. LIKVIDNOST

je sposobnost privrednog društva da redovno izmiruje svoje kratkoročne obaveze. Pod kratkoročnim obavezama smatramo one koje dospevaju u roku od godinu dana od sastavljanja finansijskih izveštaja. Za ocenu te sposobnosti, kratkoročne obaveze se stavljaju u odnos sa likvidnim sredstvima (obrotnom imovinom) privrednog društva.

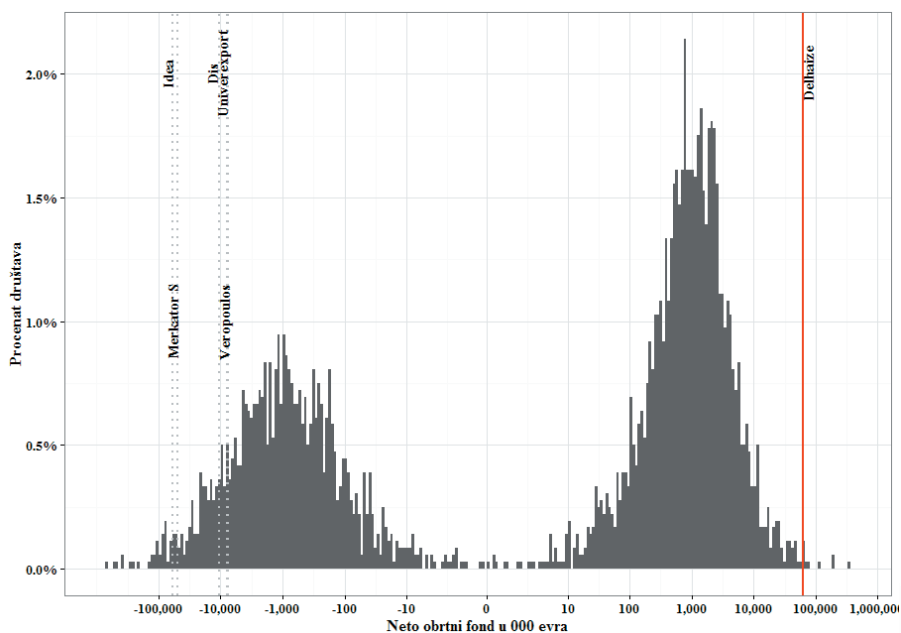
Nakon ove sekcije ćemo znati odgovore na pitanja:

- ◆ Da li društvo ima dovoljno obrtno imovine za pokriće svojih kratkoročnih obaveza?
- ◆ Da li se situacija menja ukoliko iz imovine izuzmemo neke manje likvidne stavke?

Neto obrtni fond

(naziva se i neto obrtna sredstva) je jedini pokazatelj likvidnosti koji ćemo obraditi, a koji se izražava u apsolutnim novčanim jedinicama. Odgovoriće na pitanje da li privredno društvo koju analiziramo ima više kratkoročne imovine ili kratkoročnih obaveza. Ukoliko je iznos kratkoročne imovine veći od iznosa kratkoročnih obaveza, vrednost neto obrtnog fonda će biti pozitivna. U suprotnom, vrednost će biti negativna.

Grafik 21. Histogram vrednosti pokazatelja neto obrtni fond



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Neto obrt- ni fond	-732.210	-10.125	-458	223	1.335	6.675	330.127	-1.233	N=3.597

Grupa uporedivih maloprodajnih lanaca je imala kumulativnu vrednost neto obrtnog fonda od -136.850 hiljada evra, dok je medijana bila -10.747 hiljada evra.

Tumačenje:

Delhaize je na 31.12.2014. godine imao vrednost neto obrtnog fonda u iznosu od 61.699 hiljada evra. To znači da je vrednost obrtne imovine značajno veća od obaveza koje dospevaju na naplatu u roku kraćem od godinu dana.

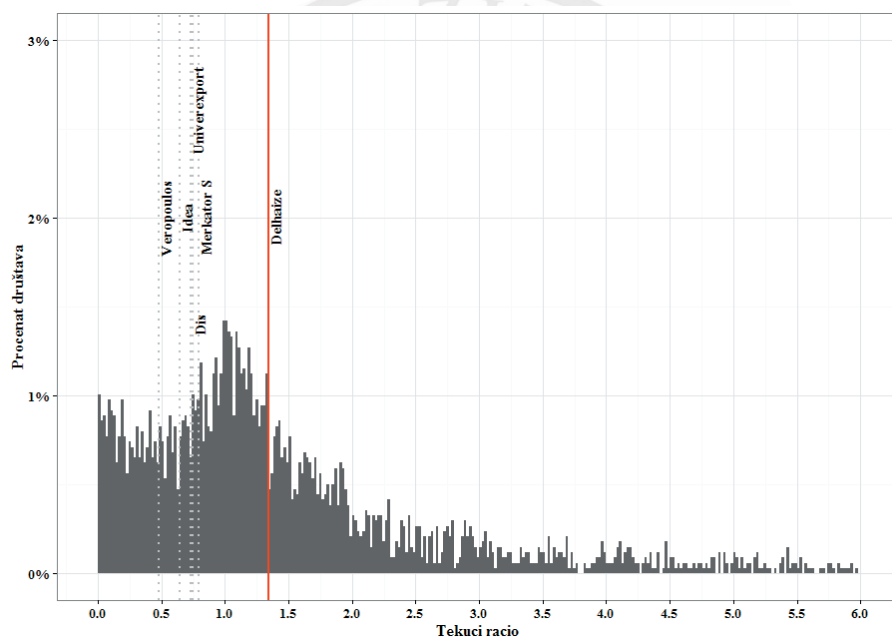
Tekući racio

je količnik obrtno imovine i kratkoročnih obaveza. On je racio oblik neto obrtnog fonda. Ukoliko je vrednost neto obrtnog fonda pozitivna, vrednost tekućeg racija će biti iznad 1, i suprotno.

Kalkulacija:

AOP 0043: G. OBRтна IMOVINA / AOP 0442: G. KRATKOROČNE OBAVEZE

Grafik 22. Histogram vrednosti pokazatelja tekući racio



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Tekući racio	0,00	0,11	0,66	1,13	1,82	4,10	5,97	1,43	N=3.379

Grupa uporedivih maloprodajnih lanaca je imala prosečnu vrednost racija od 0,68, a medijana je iznosila 0,73.

Tumačenje:

Vrednost tekućeg racija *Delhaize*-a na 31.12.2014. godine je iznosila 1,34. To znači da je pokrivenost kratkoročnih obaveza obrtnom imovinom na nivou od 134%.

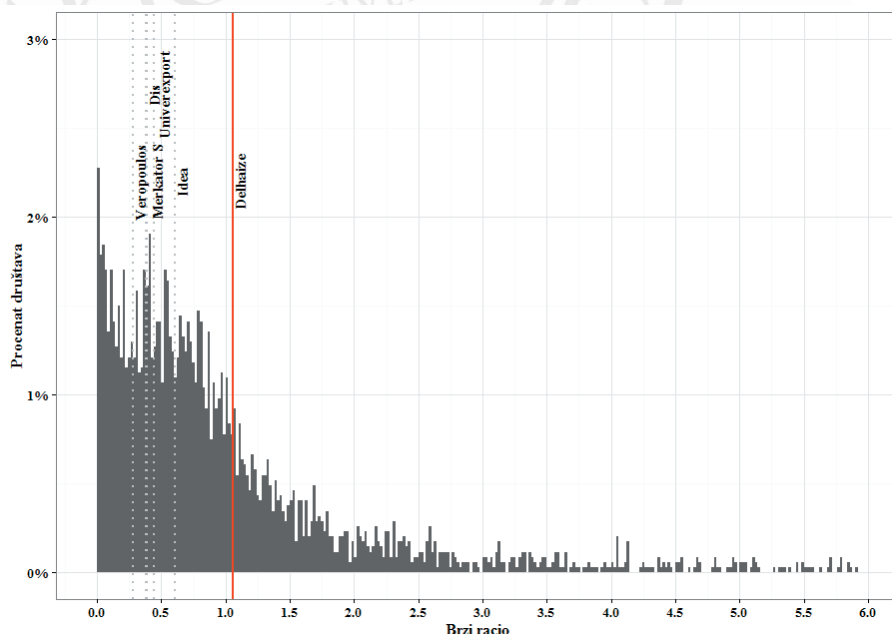
Brzi racio

je konzervativniji (oprezniji) oblik tekućeg racija. Pretpostavka neto obrtnog fonda (samim tim i tekućeg racija) je ta da je celokupna obrtna imovina privrednog društva visoko likvidna, i da se u roku kraćem od godinu dana može razmeniti za gotovinu kojom bi se isplatile kratkoročne obaveze. U prethodnom tekstu smo izneli argumente da postoje stavke obrtno imovine koje mogu biti manje likvidne. Stoga brzi racio naspram kratkoročnih obaveza stavlja obrtnu imovinu iz koje su prethodno isključene stavke zaliha (zbog potencijalne zastarelosti i rizika efektivne tražnje), ali i PDV i aktivna vremenska razgraničenja.

Kalkulacija:

(AOP 0043: G. OBRтна IMOVINA - AOP 0044: I. ZALIHE - AOP 0069: VIII. POREZ NA DODATU VREDNOST - AOP 0070: IX. AKTIVNA VREMENSKA RAZGRANIČENJA) / AOP 0442: G. KRATKOROČNE OBAVEZE

Grafik 23. Histogram vrednosti pokazatelja brzi racio



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Brzi racio	0,00	0,05	0,33	0,69	1,22	3,22	5,92	0,98	N=3.468

Grupa uporednih maloprodajnih lanaca je u istom periodu imala prosečnu vrednost racija 0,42, a medijana je iznosila 0,39.

Tumačenje:

Vrednost brzog racija *Delhaize*-a na 31.12.2014. godine je iznosila 1,06. To znači da je pokrivenost kratkoročnih obaveza obrtnom imovinom bez zaliha, PDV-a i aktivnih vremenskih razgraničenja na nivou od 106%.

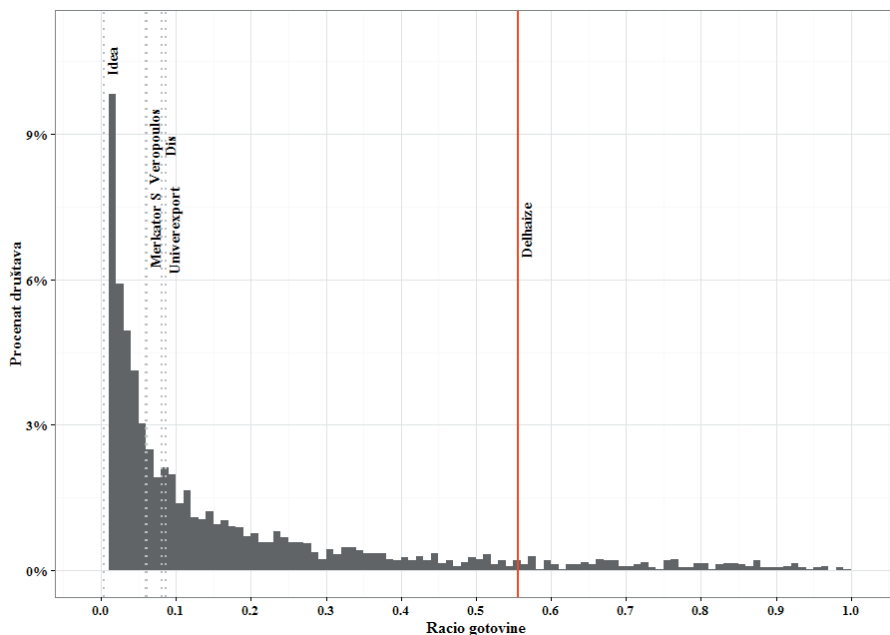
Racio gotovine

je najkonzervativniji iz grupe pokazatelja likvidnosti. U njemu se naspram kratkoročnih obaveza stavlja samo stavka gotovine i gotovinskih ekvivalenata.

Kalkulacija:

AOP 0068: VII. GOTOVINSKI EKIVALENTI i GOTOVINA / AOP 0442: G.
KRATKOROČNE OBAVEZE

Grafik 24. Histogram vrednosti pokazatelja racio gotovine



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Racio gotovine	0,00	0,00	0,00	0,03	0,13	0,56	1,00	0,11	N=3.395

Grupa uporednih trgovinskih lanaca je u istom periodu imala prosečnu vrednost racija 0,06, koliko je iznosila i medijana.

Tumačenje:

Vrednost racija gotovine *Delhaize*-a na 31.12.2014. godine je iznosila 0,56. To znači da je pokrivenost kratkoročnih obaveza gotovinom i gotovinskim ekvivalentima na nivou od 56%.

Zaključak sekcije

Delhaize je na 31.12.2014. godine je imao za 61.699 hiljada evra veću vrednost obrtno imovine od vrednosti kratkoročnih obaveza. Pokrivenost kratkoročnih obaveza obrtnom imovinom je bila na nivou od 134%, obrtnom imovinom bez zaliha, PDV-a i aktivnih vremenskih razgraničenja na nivou od 106%, a gotovinom i gotovinskim ekvivalentima na nivou od 56%.

Pitanja i odgovori

- ◆ Zar likvidnost nije isto što i mogućnost prodaje?

U širem smislu, likvidnost je karakteristika imovine da se bez značajnih gubitaka u vrednosti može razmeniti za gotovinu (lakoća prodaje). Takva definicija likvidnosti se češće koristi u oblastima kao što su: investicije, finansijska tržišta i hartije od vrednosti. Kada govorimo o likvidnosti privrednog društva, onda obično na umu imamo užu definiciju, koja označava mogućnost izmirenja kratkoročnih obaveza u roku dospeća. Ipak, i šira definicija likvidnosti nalazi svoju upotrebu u okviru finansijskog izveštavanja. Na primer, u našoj državi bilans stanja je struktuiran tako da je imovina privrednog društva u aktivni navedena redosledom rastuće likvidnosti (gledajući od vrha bilansa ka dnu). Počevši od blagajne koja predstavlja gotovinu u privrednom društvu, preko tekućeg računa gde se već kao prepreka za podizanje gotovog novca može pojaviti kreditni rizik banke, potraživanja koje nosi svoj rizik naplate, zaliha koje su podložne kalu, rasturu, kvaru, lomu, zastarevanju i riziku efektivne tražnje, do stalne imovine koju privredno društvo nema nameru da razmeni za gotovinu u sledećih godinu dana. Kako se krećemo ka vrhu aktive, ređaju se slojevi rizika različitih priroda i izvora koji smanjuju likvidnost imovinskih delova.

- ◆ Da li visoke vrednosti pokazatelja likvidnosti nužno ukazuju na bolje upravljanje društvom?

Ovo je jedna od potencijalnih zabluda. Društva nad kojima je pokrenut postupak stečaja ili likvidacije imaju veoma visoke vrednosti ovih pokazatelja. Takođe, postoje društva čije su rezerve likvidne imovine na previsokom nivou posmatrano iz ugla akcionara. Racionalno upravljanje finansijama podrazumeva održavanje optimalnog nivoa gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji omogućava relativno sigurno poslovanje i nove investicije, a ne njegovo maksimiranje. Posebno je problematično ukoliko višak gotovinskih sredstava privrednog društva nije investirano po odgovarajućoj stopi prinosa (oročen u banci ili investirano u hartije od vrednosti). Ukoliko privredno društvo poseduje višak gotovine u odnosu na potrebe primarne delatnosti za koje rukovodstvo poseduje adekvatna znanja, racionalan izbor je da isti iskoristi za isplatu dividendi, ili otkup sopstvenih akcija. Tako akcionari mogu

sami u skladu sa svojim preferencijama prema riziku plasirati gotovinu u institucije koje su specijalizovane za izbor hartija od vrednosti.

- ♦ Da li je mogućnost plaćanja obaveza jedina korist od likvidne imovine?

Još jedna privilegija privrednog društva koje poseduje likvidnu imovinu je kupovina imovine pod povoljnim uslovima u periodima pada tržišta (kontracikličnost).

7. PROFITABILNOST

je primarna motivacija svih investitora, a karakteriše je sposobnost privrednog društva da u posmatranom periodu izveštava pozitivnu razliku između prihoda i rashoda. Razlika se naziva rezultat perioda. Nominalna vrednost rezultata nije posebno informativna bez predstave o veličini privrednog društva koje je ostvarilo taj rezultat. U cilju standardizovanja i poređenja sa drugim privrednim društvima⁷² rezultat se stavlja u odnos sa nekim od pokazatelja obima poslovanja (prihodima) ili uložених sredstava (kapital, poslovna imovina, investirani kapital). Kako je profitabilnost primarni pokretač svih investitora, postoji dosta pokazatelja koji je kvantifikuju sa različitih aspekata.

Nakon ove sekcije ćemo znati odgovore na pitanja:

- ♦ Koji procenat poslovnih prihoda se pretvara u zaradu?
- ♦ Koja je stopa rasta vlasničkog kapitala?
- ♦ Kolika je zarađivačka sposobnost celokupne imovine društva?
- ♦ Da li je primarna delatnost društva u stanju da pokrije rashode?

Neto margina

je učešće neto rezultata u poslovnim prihodima. Ukoliko je pozitivan rezultat, i neto margina će biti pozitivna. Ipak, u slučaju kada privredno društvo nema finansijskih obaveza, neto margina nije interno konzistentan pokazatelj. Neto rezultat, koji pripada vlasnicima privrednog društva se poredi sa prihodima, koji su ostvareni korišćenjem svih resursa privrednog društva. Samim tim je teško naći smisleno ekonomsko tumačenje.

72 Pokazatelj profitabilnosti mereno minimalnu zarađivačku sposobnost društva koja nije podešena za rizik i inflaciju, i kao takva se može porediti samo sa privrednim društvima uporedivim po pitanju ukupnog rizika. Pri tom se moraju uzeti u obzir eventualne razlike u inflaciji. Profitabilnost se ne može izjednačavati sa stvaranjem ekonomske vrednosti, jer su česte situacije u kojima društva iskazuju profit, ali on nije dovoljan za pokrivanje neiskazanih ekonomskih troškova investicije.

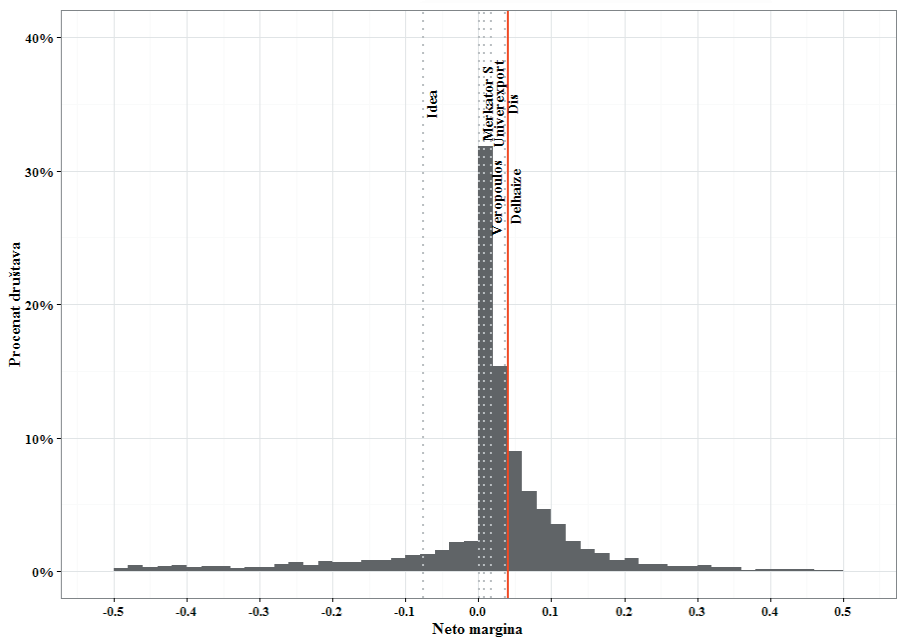
Dva društva mogu imati isto poslovanje u svim pogledima osim u pogledu načina finansiranja i kao rezultat toga imati različite vrednosti neto margina.

Drugi nazivi za ovaj pokazatelj su neto marža i profitna margina.

Kalkulacija:

$$\frac{(\text{AOP 1064: S. NETO DOBITAK ili AOP 1065: T. NETO GUBITAK})}{\text{AOP 1001: A. POSLOVNI PRIHODI}}$$

Grafik 25. Histogram vrednosti pokazatelja neto margina



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Neto margina	-0,50	-0,24	0,00	0,02	0,06	0,19	0,48	0,02	N=3.041

Prosečna vrednost grupe uporedivih maloprodajnih lanaca bila je 0,27%, a medijana je iznosila 0,82%.

Tumačenje:

Delhaize je u 2014. godini ostvario neto rezultat koji je iznosio 4% od vrednosti poslovnih prihoda.

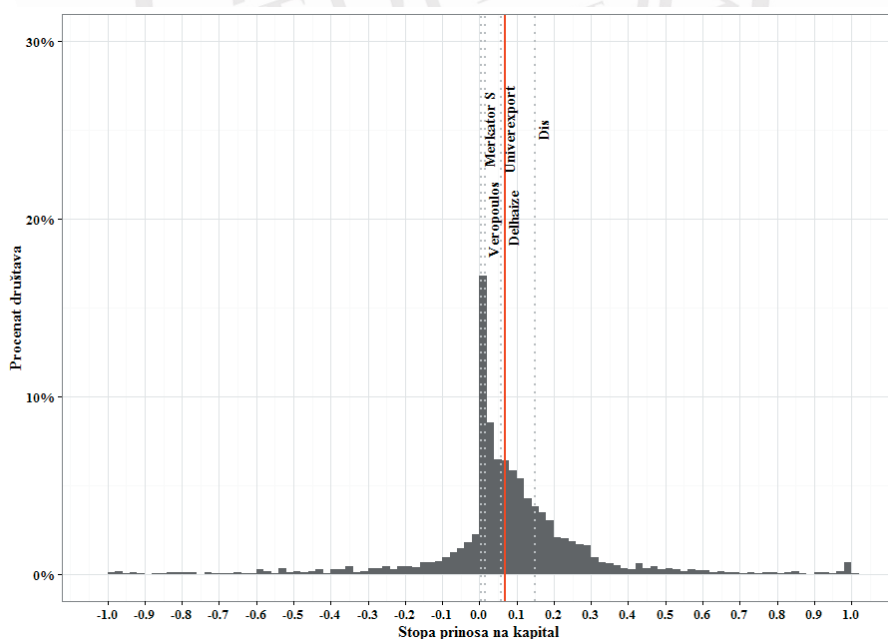
Stopa prinosa na kapital

poznata i pod nazivom ROE⁷³ je odnos neto rezultata (zarada koja pripada vlasnicima privrednog društva) i sopstvenog kapitala (uloga vlasnika). Kalkulacija prinosa na kapital privredno društvo koje imaju negativan neto kapital nije moguća. Svrha pokazatelja je utvrđivanje stope rasta vlasničkog kapitala.

Kalkulacija:

(AOP 1064: S. NETO DOBITAK ili AOP 1065: T. NETO GUBITAK) / AOP 0401: A. KAPITAL

Grafik 26. Histogram vrednosti pokazatelja stopa prinosa na kapital



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Stopa prinosa na kapital	-1,00	-0,29	0,01	0,06	0,16	0,45	1,00	0,08	N=2.985

U istom periodu grupa maloprodajnih lanaca je imala prosečnu vrednost prinosa na kapital 5,72%, a medijana je iznosila 3,72%.

Tumačenje:

Delhaize je u 2014. godini ostvario stopu prinosa na kapital od 6,90%. Ukoliko je tržišna vrednost kapitala jednaka knjigovodstvenoj, to znači da su vlasnici društva na svakih 100 novčanih jedinica uložениh u društvo ostvarili 6,90 jedinica zarade.

Pošto je prethodni uslov retko ispunjen, kao pokazatelj koji ima ciljnu interpretaciju koristi se odnos cene akcije i neto dobiti po akciji. O tome će kasnije biti više reči.

Poslovna margina

je procenat poslovnog dobitka u poslovnim prihodima. Ukoliko je poslovni rezultat pozitivan, poslovna margina će biti pozitivna, i suprotno.

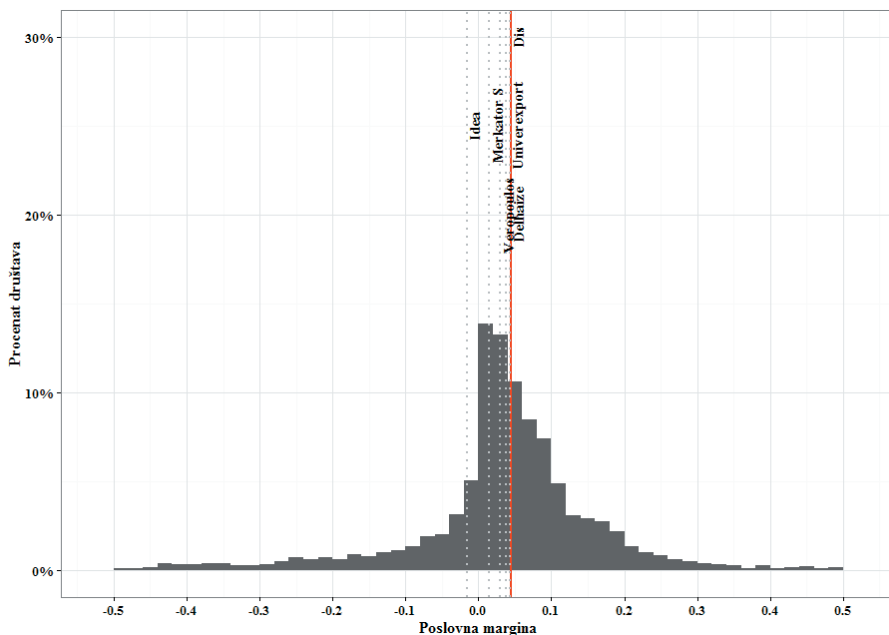
$$\text{Poslovna margina} = \frac{\text{Poslovni rezultat}}{\text{Poslovni prihodi}} = 1 - \frac{\text{Poslovni rashodi}}{\text{Poslovni prihodi}}$$

Drugi nazivi su poslovna marža, bruto marža ili bruto margina.

Kalkulacija:

(AOP 1030: V. POSLOVNI DOBITAK ili AOP 1031: G. POSLOVNI GUBITAK) / AOP 1001: A. POSLOVNI PRIHODI

Grafik 27. Histogram vrednosti pokazatelja poslovna margina



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Poslovna margina	-0,50	-0,22	0,00	0,04	0,09	0,22	0,49	0,04	N=3.173

Konkurencija je u istom periodu ostvarila vrednost poslovne margine od 2,18%, a medijana je iznosila 2,92%.

Tumačenje:

Kod *Delhaize*-a je u 2014. godini učešće poslovnog rezultata u poslovnim prihodima iznosilo 4,40%. Preneseno na nivo pojedinačne robe (proizvoda ili usluga), možemo reći da je *Delhaize* nakon prodaje robe, u proseku iz prihoda mogao nadoknaditi 4,40% rashoda povezanih sa nabavkom, skladištenjem i prodajom te robe.

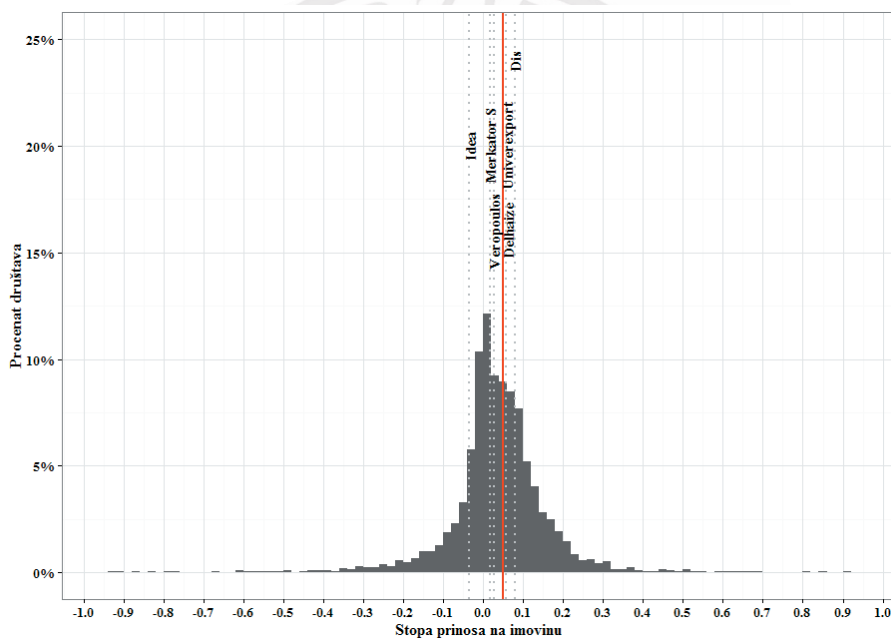
Stopa prinosa na imovinu

poznata i pod nazivom ROA⁷⁴ se računa deljenjem poslovnog rezultata sa poslovnim imovinom. Nije interno konzistentan pokazatelj, jer u poslovni rezultat ne ulaze prihodi ostvareni plasiranjem viška gotovine (finansijski prihodi) i rashodi nastali zbog korišćenja pozajmljenih sredstava.

Kalkulacija:

(AOP 1030: V. POSLOVNI DOBITAK ili AOP 1031: G. POSLOVNI GUBITAK) / AOP 0071: D. UKUPNA AKTIVA

Grafik 28. Histogram vrednosti pokazatelja stopa prinosa na imovinu



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Stopa prinosa na imovinu	-0,94	-0,15	-0,01	0,04	0,09	0,21	0,92	0,04	N=3.568

Prosek pokazatelja kod grupe uporedivih hotela bio 2,86%, a medijana 2,60%.

74 Na engleskom jeziku – *Return on assets*

Tumačenje:

Delhaize je u 2014. imao prinos na imovinu od 4,95%.

Stopa prinosa na investirani kapital

koja se ponekad označava i kao ROIC⁷⁵ je stopa prinosa na kapital jednog društva ukoliko bi ono bilo finansirano isključivo sopstvenim izvorima. Ovakav pokazatelj je relevantan za ocenu profitabilnosti društva u slučajevima kada je ono meta preuzimanja.

U brojiocu se nalazi EBIT, koji je jednak zaradi koja pripada investitorima privrednog društva kolektivno (vlasnicima i poveriocima), umanjen za odgovarajući porez na dobit. Ovaj pokazatelj ($EBIT \times (1 - \text{stopa poreza na dobit})$ ⁷⁶) se još naziva i NOPLAT. On je jednak potencijalnom neto dobitku koji bi bio na raspolaganju ukoliko društvo ne bi bilo opterećeno rashodima kamata.

U imeniocu je investirani kapital - sopstveni kapital i finansijske obaveze (pozicije ne-kamatonosnih obaveza su isključene) - umanjen za višak gotovine. On je jednak iznosu koji su privrednom društvu na raspolaganje dali investitori (vlasnici i poverioci), a koji je aktivno plasiran u operacije i finansijske investicije. Ukratko ćemo definisati pojam viška gotovine i objasniti njegov tretman u kalkulaciji.

Jedan deo gotovinskih sredstava je neophodan za svakodnevne operacije privrednog društva (plaćanje faktura dobavljačima, plaćanje zarada i poreskih dažbina, davanje putnih akontacija i sl.). Ipak, privredna društva ponekad drže iznose gotovine koji premašuju zadovoljenje gore navedenih motiva. Taj iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata se naziva višak gotovine, i kao takav ne pripada investiranom kapitalu.

Posmatrano sa aspekta sredstava, razlog isključivanja viška gotovine je taj što on nije aktivno plasiran, i samim tim ne donosi prinos. Ukoliko ne bi uzeli ovaj višak gotovine u obzir, profitabilnost društava koja drže visoke iznose gotovine na računu (u cilju smanjenja rizika ili kao rezervu) bi bila potcenjena.

Posmatrano sa aspekta izvora finansiranja, višak gotovine bi se odmah mogao iskoristiti za otplatu obaveza na koje se obračunava kamata. Dok višak gotovine treba utvrđivati od slučaja do slučaja pridržavajući se gore navedenog kriterijuma, za kalkulaciju referentnih vrednosti, iz praktičnih razloga, viškom gotovine smatramo iznos pozicije gotovinski ekvivalenti i gotovina koji premašuje 3% poslovnih prihoda.

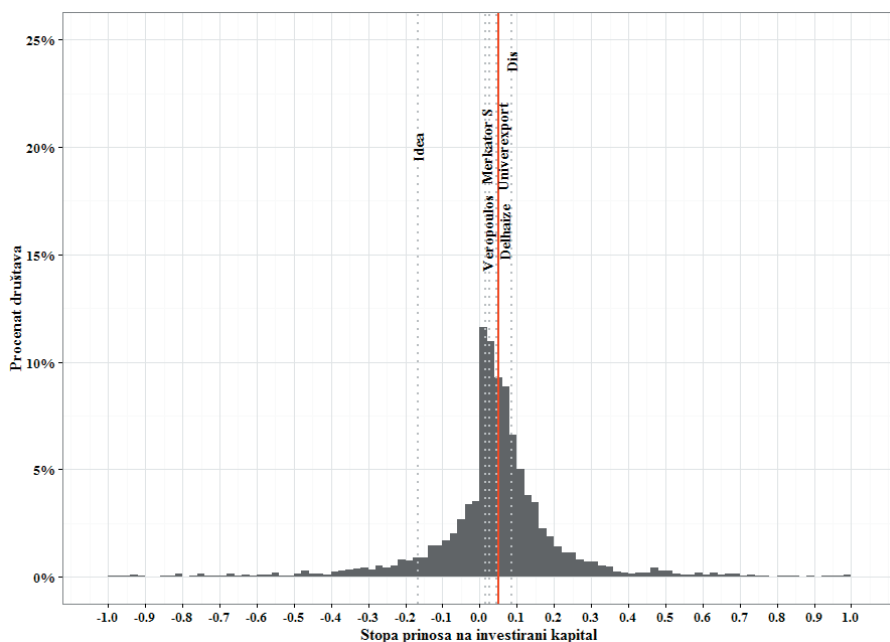
75 Na engleskom – *Return on invested capital*

76 U 2014. godini porez na dobit je iznosio 15%

Kalkulacija:

$$\text{EBIT} \times (1 - \text{stopa poreza na dobit}) / (\text{AOP 0401: A. KAPITAL} + \text{AOP 0432: II. DUGOROČNE OBAVEZE} + \text{AOP 0443: I. KRATKOROČNE FINANSIJSKE OBAVEZE} - \text{Višak gotovine})$$

Grafik 28. Histogram vrednosti pokazatelja stopa prinosa na investirani kapital



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksimum	Prosek	Veličina uzorka
Stopa prinosa na investirani kapital	-0,98	-0,26	-0,00	0,04	0,11	0,32	1,00	0,04	N=3.388

U konkretnom slučaju *Delhaize*-a, možemo pretpostaviti da je gotovina u iznosu od 18.587 hiljada evra potrebna za obavljanje svakodnevni poslovnih transakcija. Iznos prinosa na investirani kapital *Delhaize*-a izračunavamo na sledeći način:

$$\text{Prinos na investirani kapital} = \frac{16.414 \times (1 - 15\%)}{358.921 + 74 + 225 - 82.298} = \frac{13.952}{276.922} = 5,04 \%$$

Grupa uporedivih maloprodajnih lanaca je u istom periodu imala prosečnu vrednost prinosa na investirani kapital od 0,04%, a medijana je iznosila 2,48%.

Tumačenje:

Stopa prinosa na investirani kapital *Delhaize* je u 2014. godini iznosila 5,04%.

Stopa prinosa u primarnoj poslovnoj delatnosti

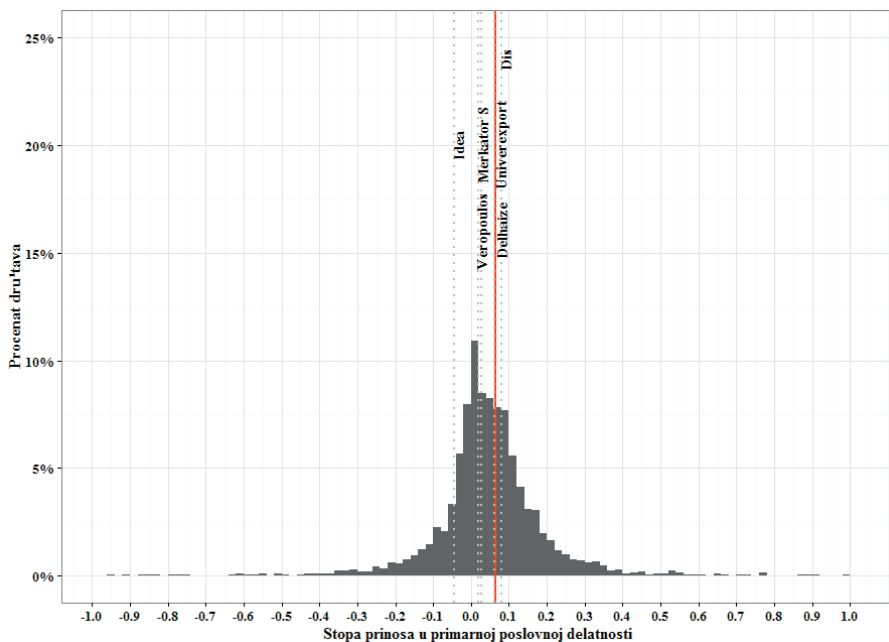
je pokazatelj profitabilnosti primarnih poslovnih aktivnosti privrednog društva. Pošto želimo da isključimo efekte finansiranja i vanrednih stavki, kao i da se koncentrišemo na rezultat koji je ostvarila primarna delatnost, u brojiocu se nalazi poslovni rezultat.

U imeniocu je potrebno da se nađe iznos koji je uložen u primarnu delatnost, bez obzira na izvore finansiranja. Prinos koji su rezultat plasiranja viška gotovine u hartije od vrednosti ili oročavanje u banci, spadaju u kategoriju finansijskih prihoda i više odražavaju finansijsku poziciju privrednog društva (raspoloživost sredstava usled preferencija vlasnika), nego profitabilnost samih operacija privrednog društva.

Kalkulacija:

Poslovni rezultat / (AOP 0071: D. UKUPNA AKTIVA - AOP 0024: IV. DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI - AOP 0062: VI. KRATKOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI - Višak gotovine)

Grafik 29. Histogram vrednosti pokazatelja stopa prinosa u primarnoj poslovnoj delatnosti



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Stopa prinosa na kapital investirani u primarnu delatnost	-0,96	-0,16	-0,01	0,04	0,11	0,27	0,99	0,05	N=3.486

Tumačenje:

Stopa prinosa na sredstva investirana u primarnu delatnost *Delhaize*-a je u 2014. godini iznosila 6,43%. Grupa uporedivih maloprodajnih lanaca je u istom periodu imala prosečnu vrednost prinosa u primarnoj delatnosti od 2,82%, a medijana je iznosila 2,61%.

Zaključak sekcije

Delhaize je u 2014. godini ostvario neto rezultat koji je iznosio 4% u odnosu na vrednost poslovnih prihoda, i 6,90% u odnosu na vrednost vlasničkog kapitala. Poslovni rezultat je iznosio 4,40% od vrednosti poslovnih prihoda, 4,95% u odnosu na vrednost

poslovne imovine, i 6,43% u odnosu na sredstva koja su uložena u njegovo ostvarivanje. Investitori u društvo (vlasnici i poverioci) su ostvarili prosečnu stopu od 5,04% na uložena sredstva.

Pitanja i odgovori

- ♦ Da li su pokazatelji profitabilnosti stabilni kroz različite vremenske periode?

Iako statička analiza pokazatelja profitabilnosti može stvoriti utisak da je profitabilnost dugoročna karakteristika privrednog društva, istina je drugačija. Profitabilnost je jedna od najvarijabilnijih karakteristika, jer se u njoj prelamaju posledice svih poslovnih odluka koje je privredno društvo donelo u prethodnim periodima. Ukoliko tražimo stabilan pokazatelj profitabilnosti, prinos na investirani kapital će najviše ispuniti očekivanja.

- ♦ Zbog čega kod pokazatelja profitabilnosti koristimo krajnje vrednosti uložених sredstava, a ne početne?

Ovo je problematična, ali veoma ustaljena praksa u analizi finansijskih izveštaja. Pokazatelj kod koga je nepreciznost najizraženija je stopa prinosa na kapital. Kako je cilj ovog pokazatelja utvrđivanje godišnje stope prinosa na kapital koja bi bila uporediva sa prosečnim godišnjim prinosima na alternativne investicije (npr. akcije, obveznice ili oročenje sredstava u banci), njegov obračun bi u imeniocu morao da ima vrednost kapitala sa početka izveštajnog perioda (stavljamo u odnos zaradu vlasnika kapitala sa iznosom koji je uložен na početku perioda). Iz praktičnih razloga se u imeniocu međutim najčešće nalazi krajnja vrednost kapitala, koja je korigovana za iznos neto rezultata u tekućoj godini. Takva praksa, koja je preuzeta sa razvijenih tržišta, je prihvatljiva samo u slučaju da se radi o zreлом privrednom društvu koje ima stabilne i niske vrednosti stope prinosa. Ukoliko je u toku godine bilo značajnijih promena uloga vlasnika (dokapitalizacija ili isplata), može se koristiti prosečna vrednost kapitala (prosek vrednosti kapitala na kraju izveštajnog perioda i kapitala na kraju prethodne godine), kako bi se uvažila činjenica da je neto dobitak ostvaren angažovanjem prosečne vrednosti kapitala, a ne krajnje. Ukoliko se radi o društvu koje je u periodu relativno brzog rasta (neto rezultat je značajan u odnosu na vrednost kapitala), treba koristiti početne vrednosti kapitala.

- ♦ Zbog čega stope prinosa imaju često ekstremne vrednosti?

Ova pojava je najizraženija kod stope prinosa na kapital. Prvi razlog je taj da su neuobičajeno visoke vrednosti stope prinosa na kapital (i pozitivne i negativne) češće rezultat niske vrednosti kapitala nego visoke vrednosti neto rezultata. Veoma je retko da privredno društvo u isto vreme ima visoku vrednost kapitala i ekstremno visoku stopu prinosa na kapital. Drugi razlog je intenzivno korišćenje finansijskog leveridža. Razlika između stope prinosa na imovinu i kamatne stope koja se plaća na

pozajmljena sredstva se preusmerava ka vlasnicima kapitala (otuda naziv leveridž ili poluga). Kako visok nivo zaduženosti omogućava privrednom društvu da sa malim iznosima sopstvenih sredstava vrši velike investicije, pomenuta razlika u takvim situacijama može biti velika u odnosu na vlasnički ulog i uzrokovati ekstremne stope prinosa na kapital.

- ♦ Kakva je alternativa za obračun prinosa na kapital za društva koja imaju negativan neto kapital?

Sva društva su u nekom od prethodnih izveštajnih perioda imale pozitivnu stavku neto kapitala. Ukoliko je dostupan najskoriji izveštaj u kome je privredno društvo imalo pozitivnu vrednost neto kapitala, može se izvršiti obračun stope prinosa koja bi bila indikativna za ocenu profitabilnosti kapitala i industrijski uporediva u okviru istih posmatranih perioda:

- Deljenjem zbira neto rezultata iz svih finansijskih izveštaja koji su u međuvremenu objavljeni (i pozitivnih i negativnih) sa iznosom kapitala iz prvog perioda (najskorijeg u kome je privredno društvo imalo pozitivnu vrednost neto kapitala), dobija se kumulativna višegodišnja stopa prinosa na kapital. Na primer, ukoliko je privredno društvo u 2010. godini poslednji put imalo pozitivan iznos kapitala u visini od 1.000 hiljada evra, a u međuvremenu imalo sledeće neto gubitke u hiljadama evra: u 2011. godini 200, u 2012. godini 400 u 2013. godini 300 u 2014. godini 500, kalkulacija četvorogodišnje kumulativne stope prinosa bi izgledala ovako:

$$\text{Četvorogodišnja kumulativna stopa prinosa} = \frac{-200 - 400 - 300 - 500}{1,000} = \frac{-1.400}{1.000} = -140\%$$

- Takođe, uz pomoć „goal seek“ funkcije u Excel-u se može izračunati i godišnja geometrijska stopa prinosa (stopa koja primenjena na iznos kapitala korigovanog za neto rezultate iz perioda u period daje na kraju istu vrednost kumulativnog neto rezultata). Pritom se stope prinosa na negativne iznose kapitala tretiraju kao kamatne stope koje se obračunavaju na pozajmljena sredstva. U prethodnom slučaju, godišnja geometrijska stopa prinosa na kapital iznosi -104,66%.

Dobijeni pokazatelji češće imaju ekstremne vrednosti od uobičajenih pokazatelja profitabilnosti iz razloga što je u međuvremenu interpolirana vrednost kapitala promenila predznak (samim tim imala relativno malu vrednost). Pretpostavka prethodne metodologije je da u međuvremenu nije bilo značajnih uplata i isplata kapitala.

- ♦ Da li postoji jednostavnije objašnjenje za stopu prinosa na investirani kapital?
Zamislite da želite da kupite privredno društvo, isplatite sve njegove finansijske obaveze i nastavite njegovo poslovanje (delatnost). Za početak morate otkupiti celokupan kapital privrednog društva kako biste postali njegov jedini vlasnik. Kada

biste otkupili celokupan kapital, preuzimate kontrolu nad poslovnim imovinom. Da biste ostali jedini investitor u tom društvu, želite da isplatite sve njegove finansijske obaveze (dugoročne i kratkoročne kredite). Pri tom višak gotovine, zajedno sa gotovinom koju biste dobili od prodaje finansijske imovine (ni jedno ni drugo ne bi ugrozilo poslovanje, jer nisu neophodni za isto) možete da iskoristite za isplatu finansijskih obaveza. Tako gledano, ukupno biste uložili iznos koji je jednak Kapital + Obaveze na koje se računa kamata – Višak gotovine. Time biste stekli pravo na celokupnu zaradu privrednog društva koja pripada investitorima (EBIT), ali biste tada kao jedini investitor bili u obavezi da plaćate porez na celokupan iznos dobitka (zbog toga je $EBIT \times (1-15\%)$). Pretpostavka prethodnog objašnjenja je da kapital društva možete otkupiti po knjigovodstvenoj vrednosti, što je redak slučaj u praksi (pogledati pokazatelj Odnos tržišne i knjigovodstvene vrednosti kapitala).

8. OPERATIVNI LEVERIDŽ

je mera učešća fiksnih troškova u ukupnim troškovima. Privredna društva koja imaju veće učešće fiksnih troškova imaju veću osetljivost neto rezultata na promene u obimu poslovne aktivnosti. Svrha analize prelomne tačke je predviđanje očekivane vrednosti neto rezultata pri različitim nivoima poslovne aktivnosti.

Nakon ove sekcije ćemo znati odgovore na pitanja:

- ♦ Koliki je iznos fiksnih troškova društva?
- ♦ Koliko poslovnih prihoda mora ostvariti društvo da bi imalo pozitivan rezultat?
- ♦ Koliko će se promeniti rezultat društva ukoliko se smanje ili povećaju poslovni prihodi?

Fiksni troškovi

su troškovi koji se ne menjaju sa obimom aktivnosti privrednog društva u kratkom roku (u dovoljno dugom roku svi troškovi se menjaju). Neki od primera fiksnih troškova su troškovi zakupnina, troškovi premija osiguranja, troškovi amortizacije, troškovi članarine, troškovi pretplate na stručnu literaturu, rashodi kamata i sl. Troškovi zarada, u zavisnosti od prirode delatnosti i uslova radnih ugovora, takođe mogu imati karakteristike fiksnih troškova.

Varijabilni troškovi su oni troškovi čija se vrednost menja sa promenom nivoa aktivnosti privrednog društva. U tipične varijabilne troškove se ubrajaju troškovi zarada u vidu stimulacija za prekovremeni rad, troškovi materijala za izradu, nabavna vrednost prodate robe, i sl.

Na raspolaganju imamo dve metode:

- ♦ *Top – down* metoda je zasnovana na pretpostavci da je primenom metode linearne regresije, konkretno linearnim modelom

$$\text{Neto rezultat} = \text{Kontribuciona marža} \times \text{Poslovni prihodi} - \text{Fiksni troškovi}$$

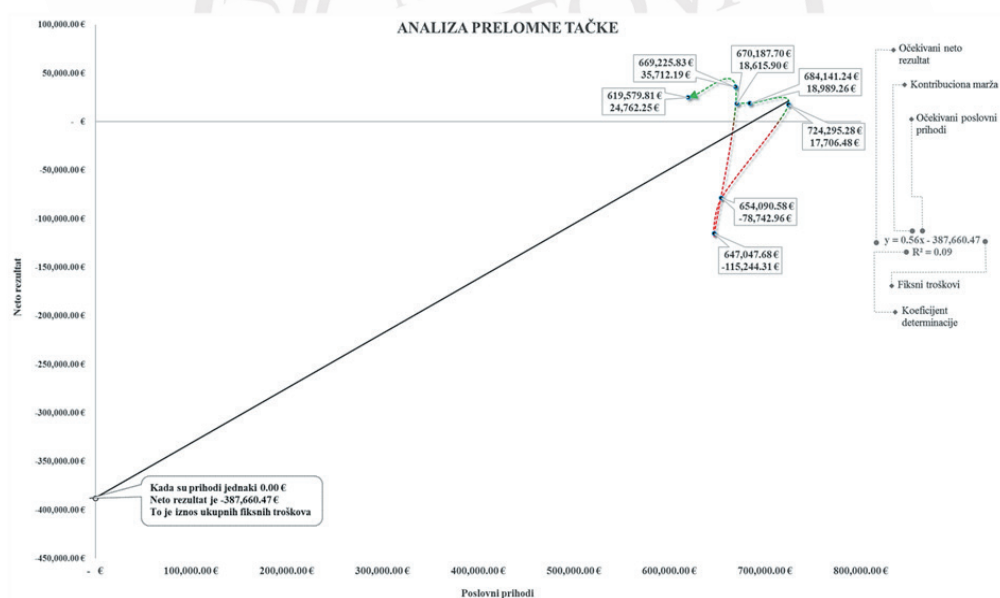
moguće iz prethodnih finansijskih izveštaja utvrditi vrednost njenih parametara koji bi na odgovarajući način kvantifikovali vezu između neto rezultata i poslovnih prihoda.

Kalkulacija prelomne tačke u *Excel*-u:

U uslovima kada privredno društvo svede svoje aktivnosti na minimum (poslovni prihodi su jednaki nuli), neto rezultat je jednak fiksnim troškovima. Stoga je vrednost fiksnih troškova jednaka preseku regresione krive na y osi kada je y neto rezultat a x ukupni prihodi:

$$=\text{INTERCEPT}([\text{Obuhvatiti seriju vrednosti neto rezultata}], [\text{Obuhvatiti seriju vrednosti poslovnih prihoda}])^{77}$$

Grafik 30. Fiksni troškovi *Delhaize* doo (videti presek regresione krive i y ose)



77 Potrebno je obuhvatiti vremensku seriju podataka iz bilansa uspeha za najmanje prethodne četiri godine. Redosled serija je bitan (prvo serija vrednosti neto rezultata, a nakon toga serija vrednosti poslovnih prihoda).

Znak koji je u excel-u potrebno uneti između dve serije vrednosti pri određenim jezičkim podešavanjima može biti i „;” (u prethodnom primeru je to zarez).

9. PRELOMNA TAČKA

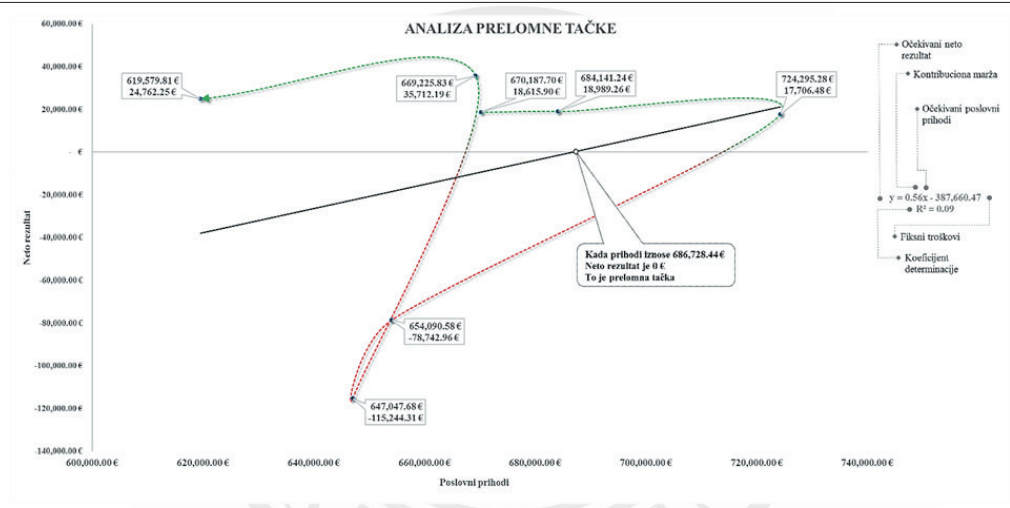
je iznos prihoda pri kome je očekivana vrednost neto rezultata jednaka nuli.⁷⁸

Njena vrednost se dobija kada fiksne troškove podelimo sa kontribucionom maržom.

$$\text{Prelomna tačka} = \frac{\text{Fiksni troškovi}}{\text{Kontribucionna marža}}$$

Prelomna tačka *Delhaize*-a za period od 2008. do 2014. godine je procenjena na 686.728,44 hiljada evra.

Grafik 32. Prelomna tačka *Delhaize*-a (videti presek regresione krive i x ose)



Kada odredimo parametre jednačine, ukoliko smatramo da su dovoljno pouzdani, možemo izvršiti i obračun očekivanih vrednosti rezultata pri određenoj vrednosti poslovnih prihoda. Tako, možemo postaviti sledeće pitanje:

Koja je očekivana vrednost neto rezultata Delhaize-a ukoliko poslovni prihodi u 2015. godini budu iznosili 750.000 hiljada evra?

$$Y = 0,56 \times X - 387.660,47$$

$$Y = 0,56 \times 750.000 - 387.660,47$$

$$Y = 423.377,47 - 387.660,47 = € 35.717,00$$

Ukoliko poslovni prihodi u sledećem izveštajnom periodu budu iznosili 750.000 hiljada evra, očekivana vrednost neto rezultata će biti 35.717 hiljada evra.

⁷⁸ Prelomna tačka se može definisati i količinski. U tom slučaju je jednaka količini učinaka ili usluga koja se mora prodati (proizvesti i prodati) da bi očekivana vrednost neto rezultata bila jednaka nuli.

Veoma često će rezultati analize prelomne tačke, kao u slučaju *Delhaize*-a, biti nepouzdati ili logički neočekivani. Razlog za to su pretpostavke modela prelomne tačke koje su prilično rigidne, i u većini slučajeva, u manjoj ili većoj meri nisu ispunjene. Pretpostavke su sledeće:

- ♦ Prodajne cene, apsolutan iznos fiksnih troškova, troškovi po jedinici i proizvodni asortiman su nepromenljivi u svim periodima analize.
- ♦ Nivo zaliha je konstantan (proizvodnja je jednaka prodaji).
- ♦ Svi troškovi koji nastaju imaju ili isključivo fiksne ili isključivo varijabilne karakteristike (postoje varijabilni troškovi čija veza sa prihodima nije linearne prirode).

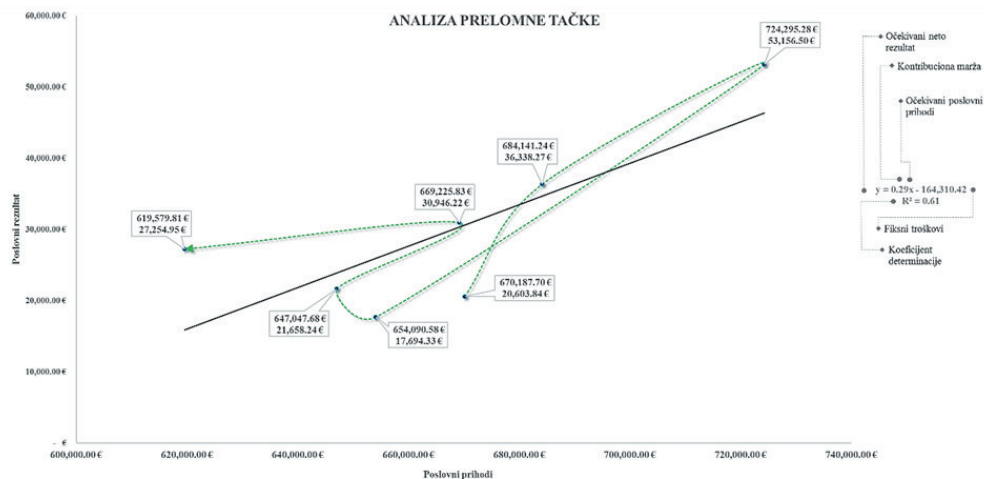
U nekim slučajevima postoji značajan uticaj na neto rezultat dobitaka ili gubitaka koji niti imaju linearnu vezu (niti bilo koju drugu) sa nivoom aktivnosti privrednog društva, niti su fiksnog karaktera. Tipičan primer za našu državu su negativne kursne razlike, ali to mogu biti i viškovi, manjkovi, gubici ili dobiti od prodaje imovine, zatezne kamate, različite vrste kazni, prihodi od ukidanja rezervisanja i sl.

Zajedničko za većinu nabrojanih stavki je da spadaju u kategoriju ostalih prihoda/rashoda. U tom slučaju se može pribeći drugoj metodi obračuna prelomne tačke. To je obračun prelomne tačke poslovnog rezultata, koji umesto serije vrednosti neto rezultata, u kalkulaciju uzima seriju vrednosti poslovnog rezultata. Takav obračun je manje izložen slučajnim varijacijama vrednosti prethodno navedenih stavki, gotovo uvek je precizniji i može služiti kao polazna osnova u analizi operativnog leveridža.

10. PRELOMNA TAČKA POSLOVNOG REZULTATA

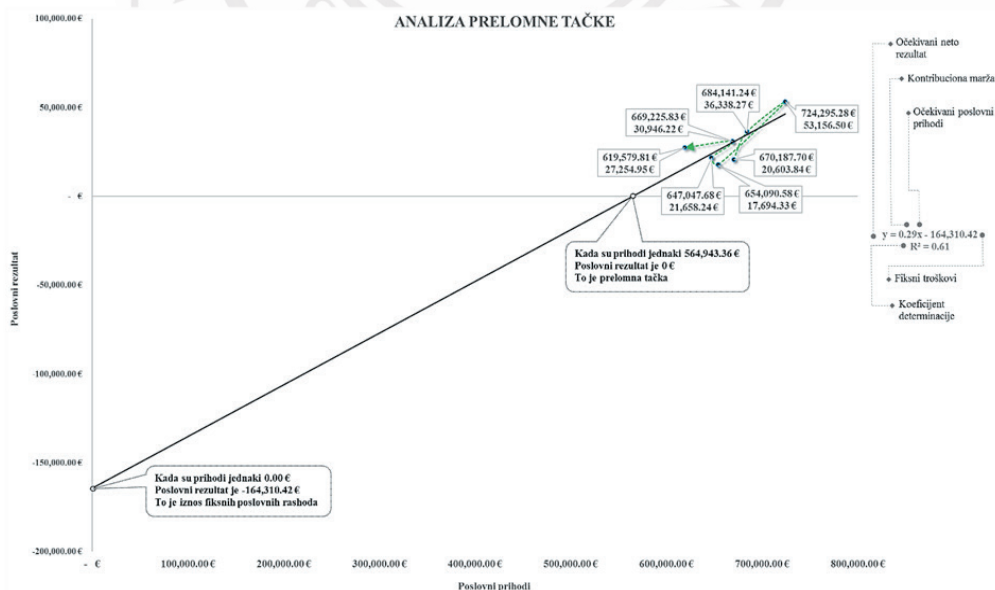
je alternativni način obračuna prelomne tačke u kome se umesto neto rezultata koristi poslovni rezultat privrednog društva. Prednost je ta što obračun poslovne prelomne tačke nije izložen (za model) nepredvidivim varijacijama neposlovnih (ostalih i finansijskih) stavki rezultata (Stanišić & Knežević, 2014). Kao rezultat toga, često dobijamo rezultate koji su pouzdani i primenljiviji, što je vidljivo i na primeru *Delhaize*-a.

Grafik 33. Odnos poslovnih prihoda i poslovnog rezultata Delhaize-a u periodu 2008-2014



Koeficijent determinacije (R^2 na grafikonu – označava jačinu veze između promenljivih) se povećao sa 0,09 na prihvatljivih 0,61. Kao i u prethodnom obračunu, kada utvrdimo vezu između prihoda i rezultata, možemo proceniti vrednost (u ovom slučaju poslovnih) fiksnih troškova i prelomne tačke (u ovom slučaju poslovnog rezultata).

Grafik 34. Prelomna tačka poslovnog rezultata *Delhaize*-a (videti presek regresione krive i x ose)



Ipak, previđene vrednosti poslovnog rezultata se moraju naknadno korigovati za očekivane vrednosti finansijskih i ostalih stavki rezultata kako bi se došlo do očekivanih vrednosti neto rezultata.

- ♦ *Bottom – up* metoda je zasnovana na fundamentalnoj analizi troškova jednog privrednog društva i pokušaju njihove klasifikacije u fiksne i varijabilne. Pored eventualnih informacija koje potiču iz privrednog društva (upitnik ili intervju sa nekim od zaposlenih u službi finansija ili računovodstva), u klasifikaciji može pomoći i bazična ekonomska logika.

Konkretno, u slučaju *Delhaize*-a, analiziramo sve nastale troškove po vrstama i odgovaramo redom za svaku vrstu na pitanje: Ukoliko bi promet u sledećoj godini bio 50% veći, da li bi se ova vrsta troškova povećala u istoj meri?

Analiza bi izgledala ovako:

- 1) Nabavna vrednost prodate robe – ovaj rashod je varijabilne prirode (da bi se uvećao promet moraju se uvećati nabavke robe).
- 2) Troškovi materijala – pretežno varijabilne prirode.
- 3) Troškovi zarada – u njima najviše učestvuju troškovi zarada stalno zaposlenih u *Delhaize*-u. Imajući u vidu karakteristike poslovanja tog društva, ne očekujemo da bi se ovi troškovi uvećali proporcionalno porastu prometa, stoga su pretežno fiksne prirode.
- 4) Troškovi amortizacije – u njima najviše učestvuju troškovi amortizacije opreme i vozila koji su unapred utvrđeni amortizacionim stopama. *Delhaize* bi mogao sa raspoloživom opremom da ostvari veći promet robe.
- 5) Troškovi proizvodnih usluga – u njima najviše učestvuju troškovi zakupnina, koji bi uprkos iskazanom rastu u proteklm godinama trebalo da ostanu pretežno fiksne prirode.
- 6) Nematerijalni troškovi – u njima najviše učestvuju troškovi platnog prometa i reprezentacije i stoga su pretežno fiksne prirode.

Zaključak sekcije

Na osnovu analize prelomne tačke, metodom linearne regresije, procenili smo da je *Delhaize* u tokom perioda od 2008. do 2014. godine imao fiksne troškove u iznosu od 387.660,47 hiljada evra. Procenat prodajne cene koji preostaje nakon pokrivanja varijabilnih troškova smo procenili na 56%. Na osnovu toga dolazimo do zaključka da

vrednost poslovnih prihoda koje *Delhaize* treba da ostvari da bi imao neutralan neto rezultat iznosi 686.728,44 hiljada evra. Analiza prelomne tačke poslovnog rezultata ukazuje na to da su fiksni poslovni troškovi u istom periodu iznosili 164.310,42 hiljada evra, da je procenat prodajne cene koji preostaje nakon pokrivanja varijabilnih poslovnih troškova oko 29%, a da je za ostvarivanje neutralnog poslovnog rezultata potreban iznos poslovnih prihoda od 564.943,36 hiljada evra.

Pitanja i odgovori

- ♦ Zbog čega se koristi regresiona analiza kada smo iz statistike učili da je minimalan broj opservacija (u ovom slučaju godina) za njenu primenu 30.

Najkraći odgovor je izreka: „Svi modeli su pogrešni, ali su neki od njih korisni“. Privredna društva u našoj državi imaju obavezu sastavljanja finansijskih izveštaja jednom godišnje (frekvencija opservacija je fiksna), a uzimanje u obzir podataka koji su stariji od nekoliko godina bi smanjilo održivost ionako rigidnih pretpostavki modela prelomne tačke (vremenom menjaju kapacitete, cenovnu politiku i proizvodni asortiman). Ekonomska logika Vam može pomoći u oceni prihvatanja ili odbijanja primene dobijenih vrednosti. Model treba koristiti samo kada se dobijene vrednosti uklapaju u očekivane vrednosti na osnovu poznavanja strukture troškova privrednog društva, i kada je vrednost pokazatelja R^2 značajno veća od $1/(n-1)$, gde je n broj opservacija (izveštajnih perioda) obuhvaćenih analizom. U svim drugim slučajevima treba koristiti „bottom up“ obračun.

- ♦ Zbog čega nisu date referentne vrednosti za pokazatelje operativnog leveridža?

Fiksni troškovi su u tesnoj vezi sa veličinom privrednog društva, tako da uprosječene vrednosti ne nose veliku informaciju. Za razliku od njih, agregirane vrednosti kontribucione margine mogu imati određenu informativnu vrednost. Prosečna vrednost neto kontribucione margine za srednja i velika privredna društva u periodu od 2008. do 2013. godine iznosi 0.13. Prosečna vrednost poslovne kontribucione margine za srednja i velika privredna društva u periodu od 2008. do 2013. godine iznosi 0.12 (Stanišić & Knežević, 2014).

11. PERIODI KONVERZIJE

daju procenu vremena potrebnog da određena bilansna stavka promeni svoj oblik. Cilj analize perioda konverzije je uočavanje eventualnih zastoja u naplati potraživanja od kupaca ili plaćanju obaveza prema dobavljačima. Ukoliko je prosečan period naplate potraživanja duži od uobičajenog u okviru delatnosti, to može ukazivati na lošu naplativost potraživanja. Ukoliko je prosečan period plaćanja obaveza nekog društva duži od uobičajenog, treba obratiti pažnju na njegovu likvidnost.

Pored toga, razlika između ta dva perioda nam ukazuje na to da li je društvo u vertikalnom lancu snabdevanja neto poverilac ili neto dužnik. Ukoliko su kupci jednog društva u situaciji da odlože plaćanje svojih nabavki prema njemu duže nego što je ono u stanju da odloži plaćanje nabavki prema svojim dobavljačima, kažemo da je to društvo neto poverilac u lancu snabdevanja. Kada je razlika negativna, društvo ima položaj neto dužnika.

Ako ovoj razlici dodamo i prosečan period zadržavanja zaliha, dobijamo procenu trajanja kompletnog ciklusa transformacije gotovine od plaćanja nabavki ulaznih produktivnih faktora prema dobavljačima, preko proizvodnje zaliha do naplate prodaje od kupaca. Zbog nedostupnosti podataka iz statističkog aneksa za 2014. godinu, obračune svih perioda konverzije ćemo izvršiti na osnovu informacija iz finansijskih izveštaja za 2013. godinu.

Period naplate potraživanja

je prosečan broj dana koji protekne od trenutka fakturisanja prodatih dobara do naplate potraživanja od kupaca. Računa se tako što krajnje stanje potraživanja od prodaje stavimo u odnos sa prihodima od prodaje odgovarajućeg izveštajnog perioda.

Kalkulacija⁷⁹:

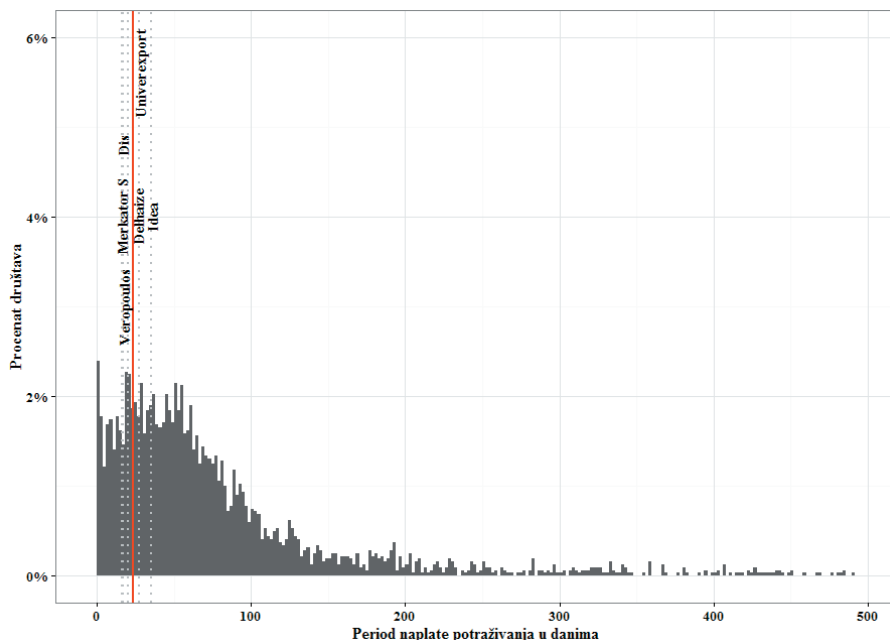
AOP 639: 1. Potraživanja po osnovu prodaje (stanje na kraju godine) / AOP 202:
1. Prihodi od prodaje × 365 / 1,280

79 Za 2014. godinu kalkulacija se vrši na sledeći način:

AOP 0051: II. POTRAŽIVANJA PO OSNOVU PRODAJE / (AOP 1002: I. PRIHODI OD PRODAJE ROBE + AOP 1009: II. PRIHODI OD PRODAJE PROIZVODA I USLUGA) × 365 / 1,2

80 Deljenje sa koeficijentom 1,2 se obavlja zbog činjenice da potraživanja od prodaje uključuju, a prihodi od prodaje ne uključuju vrednost PDV-a koji je 2014. godine iznosio 20%. Ukoliko se privredno društvo bavi prodajom dobara na koje se obračunava posebna poreska stopa od 10%, za koeficijent preračuna umesto 1,2 treba koristiti 1,1.

Grafik 35. Histogram vrednosti pokazatelja period naplate potraživanja



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Period naplate po- traživanja	0,00	5,42	27,81	54,56	93,41	244,30	490,69	77,13	N=3.208

Pretpostavke pokazatelja su da nije bilo značajnijih otpisa potraživanja u posmatranom periodu, da su početna potraživanja približno jednaka krajnjim i da se prodaja odvija kontinualno tokom godine.

U slučaju da postoji značajna razlika u vrednosti početnih i krajnjih potraživanja po osnovu prodaje, može se koristiti uprosečena vrednost potraživanja sa početka i kraja posmatranog perioda. Ukoliko je bilo značajnijih otpisa potraživanja, potrebno je vrednost pokazatelja uzeti sa dodatnim oprezom, ili ga korigovati dodavanjem otpisanog iznosa na krajnje stanje potraživanja od prodaje.

Prosečan period naplate potraživanja za uporedivu grupu maloprodajnih lanaca u 2013. godini je iznosio 23 dana, a medijana 20 dana.

Tumačenje:

Delhaize je u 2013. godini u proseku bilo potrebno 24 dana da naplati potraživanje nastalo na osnovu prodaje.

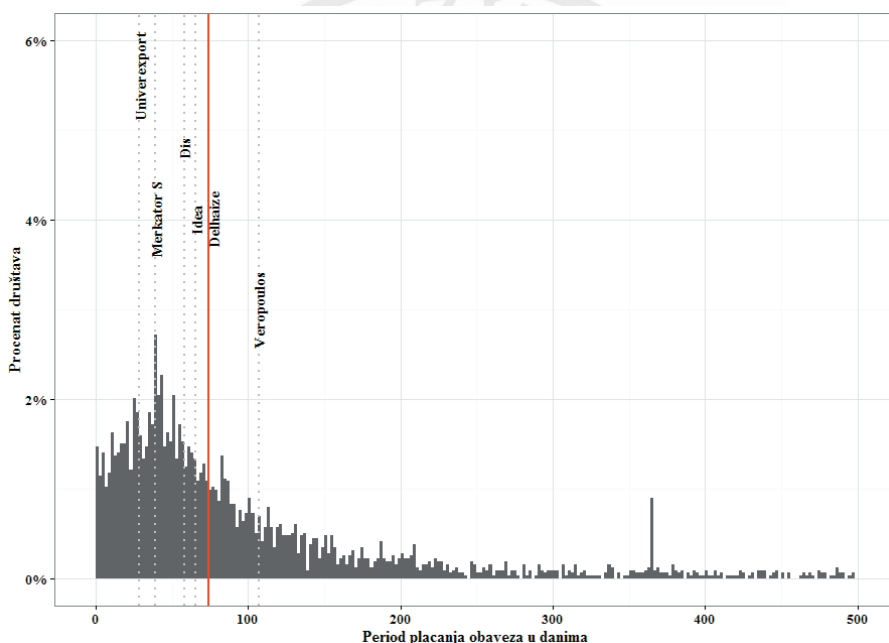
Period plaćanja obaveza (potrebni su podaci iz statističkog aneksa)

je prosečan broj dana koji protekne od trenutka prijema faktura do izmirenja obaveza prema dobavljačima. U odnos stavljamo krajnje stanje obaveza iz poslovanja sa ukupnim prometom tog računa u toku izveštajnog perioda.

Kalkulacija:

AOP 640: 2. Obaveze iz poslovanja (stanje na kraju godine) / AOP 643: 5. Obaveze iz poslovanja (potražni promet bez početnog stanja) × 365

Grafik 36. Histogram vrednosti pokazatelja period plaćanja obaveza



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Period plaćanja obaveza	0,00	7,93	34,22	62,69	120,48	341,53	497,68	96,40	N=3.129

Pretpostavke ovog pokazatelja su „simetrične“ sa pretpostavkama pokazatelja perioda naplate potraživanja.

Prosečan period plaćanja obaveza za uporedivu grupu maloprodajnih lanaca u 2013. godini je iznosio 60 dana, a medijana 58 dana.

Tumačenje:

Delhaize-u je u 2013. godini u proseku bilo potrebno 74 dana da plati obaveze prema dobavljačima.

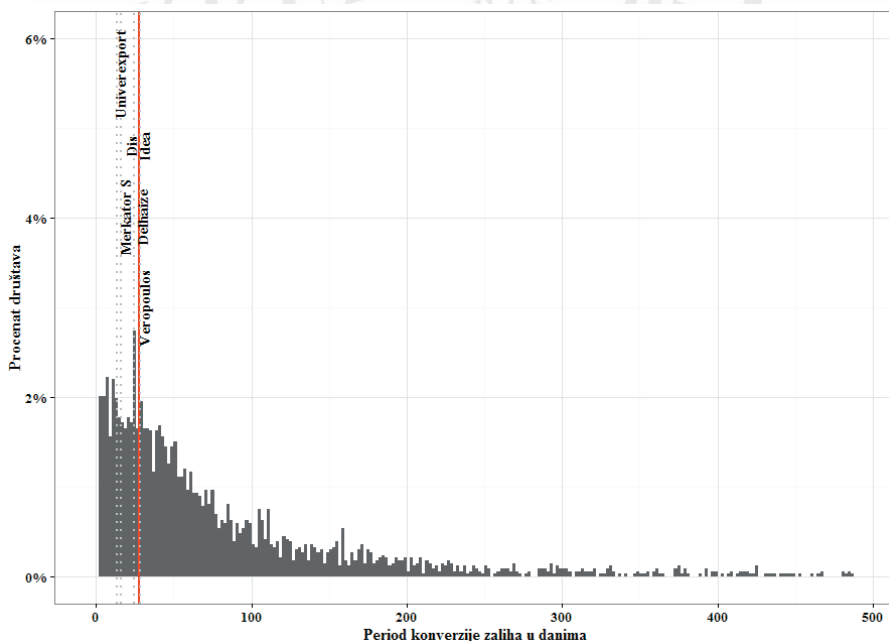
Period konverzije zaliha
(potrebni su podaci iz statističkog aneksa)

je prosečan broj dana koji protekne od trenutka prijema faktura od dobavljača za ulazne produktivne faktore do isporuke gotovih dobara i usluga kupcima.

Kalkulacija:

(AOP 616: 1. Zalihe materijala + AOP 617: 2. Nedovršena proizvodnja + AOP 618: 3. Gotovi proizvodi + AOP 619: 4. Roba) / AOP 643: 5. Obaveze iz poslovanja
(potražni promet bez početnog stanja) $\times 365 \times 1,2$

Grafik 37. Histogram vrednosti pokazatelja period konverzije zaliha



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Period konverzije zaliha	0,00	0,00	12,31	40,76	91,65	247,27	486,49	69,12	N=3.321

Prosečan period konverzije zaliha za uporedivu grupu maloprodajnih lanaca u 2013. godini je iznosio 22 dana, a medijana 24 dana.

Tumačenje:

Delhaize je u 2013. godini u proseku bilo potrebno 27 dana da proizvede i proda stavke koje se nalaze na zalihama.

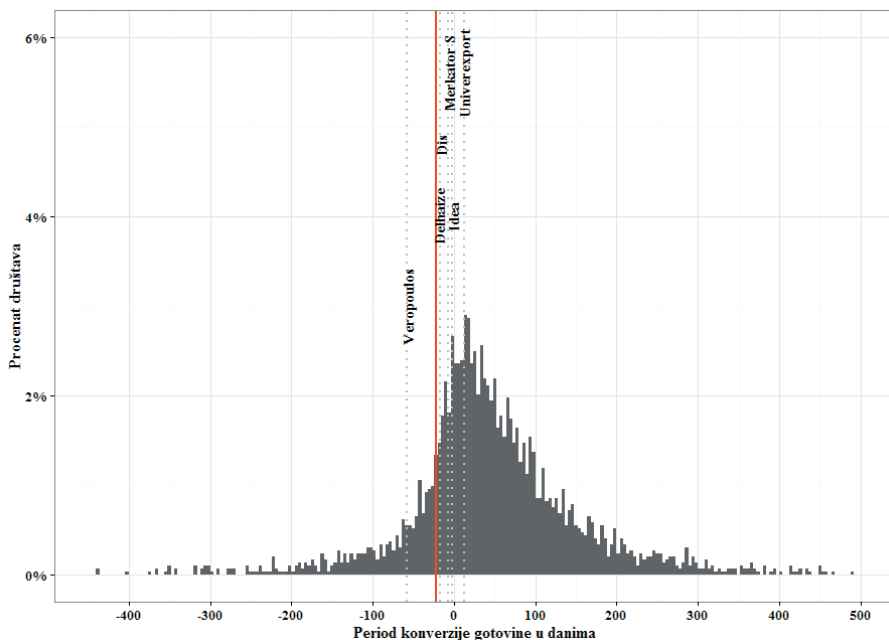
Period konverzije gotovine
(potrebni su podaci iz statističkog aneksa)

je prosečan broj dana koji prođe od plaćanja ulaznih produktivnih faktora do naplate prodaje društva. Ukoliko je društvo u stanju da u kratkom roku naplati potraživanja od kupaca, uz istovremeno odlaganje plaćanja obaveza iz poslovanja, moguće je da vrednost pokazatelja bude negativna.

Kalkulacija:

Period naplate potraživanja - Period plaćanja obaveza + Period konverzije zaliha

Grafik 38. Histogram vrednosti pokazatelja period konverzije gotovine



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Period konverzije gotovine	-439,73	-115,33	-3,75	36,26	94,47	237,22	489,61	46,76	N=2.926

Grupa uporedivih maloprodajnih lanaca je u 2013. godini imala prosečnu vrednost pokazatelja -14 dana, a medijana je iznosila -7 dana.

Tumačenje:

Prosečan period koji je potreban *Delhaize*-u da zaokruži ciklus od plaćanja ulaznih računa do naplate prodaje je u 2013. godini iznosio -23 dana.

Zaključak sekcije

Delhaize-u je u 2013. godini u proseku bilo potrebno 27 dana da proda robu koja se nalazila na zalihama, 24 dana da naplati potraživanje nastalo na osnovu prodaje robe, tako da je gotovina u proseku 51 dan bila vezana u procesu prodaje i naplate. Sa druge strane, *Delhaize* je u proseku 74. dana plaćao obaveze svojim dobavljačima, tako da je u

proseku -23 dana vezivao gotovinu. To znači da *Delhaize* u proseku 23 dana raspolagao tuđim sredstvima.

Pitanja i odgovori

- ♦ Zbog čega postoji razlika u prosečnim periodima naplate i plaćanja obaveza u uzorku?

Razlika u prosečnim vrednostima perioda naplate potraživanja i plaćanja obaveza se može objasniti time da su u uzorku natprosečno zastupljena:

- Srednja i velika privredna društva koja koriste tržišni položaj za dobijanje boljih uslova plaćanja
- Društva u državnom vlasništvu koja su u procesu stečaja ili restrukturiranja.

12. KREDITNA ANALIZA

je usmerena na kvantifikaciju izgleda da privredno društvo neće biti u mogućnosti da otplati svoje postojeće obaveze o roku dospeća. Za razliku od analize likvidnosti, čiji su fokus obaveze sa rokom dospeća do godinu dana, kreditna analiza se bavi srednjoročnim i dugoročnim izgledima.

Ova sekcija će nam pružiti odgovore na pitanje:

- ♦ Koja je verovatnoća stečaja društva u naredne dve godine?

Altman Z-skor

Model utvrđivanja verovatnoće stečaja je metodologija koja usled svoje jednostavnosti (ima formu jednačine u koju se unose vrednosti poznatih ratio brojeva) ima široku primenu u praksi. Autor modela je Edvard Altman (*Edward I. Altman*), profesor finansija na Njujorškom univerzitetu (NYU).

Racio brojevi⁸¹ koji se koriste u jednačinama su sledeći:

T1 = Neto obrtni fond / Poslovna imovina

T2 = Neraspoređeni dobitak / Poslovna imovina

T3 = EBIT / Poslovna imovina

T4 = Kapital / Ukupne obaveze

T5 = Poslovni prihodi / Poslovna imovina

Z skor za privatna privredna društva je oblik Z skora koji je namenjen društvima čijim se kapitalom ne trguje na berzi.⁸²

Kalkulacija:

$$Z' = 0,717 \times T1 + 0,847 \times T2 + 3,107 \times T3 + 0,420 \times T4 + 0,998 \times T5$$

Računanje zona finansijske sigurnosti:

$Z' > 2,90$ – “Bezbedna” zona,

$1,23 < Z' < 2,90$ – “Siva” zona,

$Z' < 1,23$ – “Problematična” zona

Korisnije od gore iznete klasifikacije po zonama finansijske sigurnosti može biti konvertovanje skora u kvazi-verovatnoću⁸³ stečaja po sledećoj formuli:

$$P = 1 - \frac{e^Z}{1+e^Z}$$

81 Za ove pokazatelje se koriste prethodno definisane kategorije (u T2 Neraspoređeni dobitak je stavka iz finansijskih izveštaja AOP 0417: Neraspoređeni dobitak; u T4 Ukupne obaveze su AOP 0424: B. DUGOROČNA REZERVISANJA i OBAVEZE + AOP 0441: V. ODLOŽENE PORESKE OBAVEZE + AOP 0442: G. KRATKOROČNE OBAVEZE)

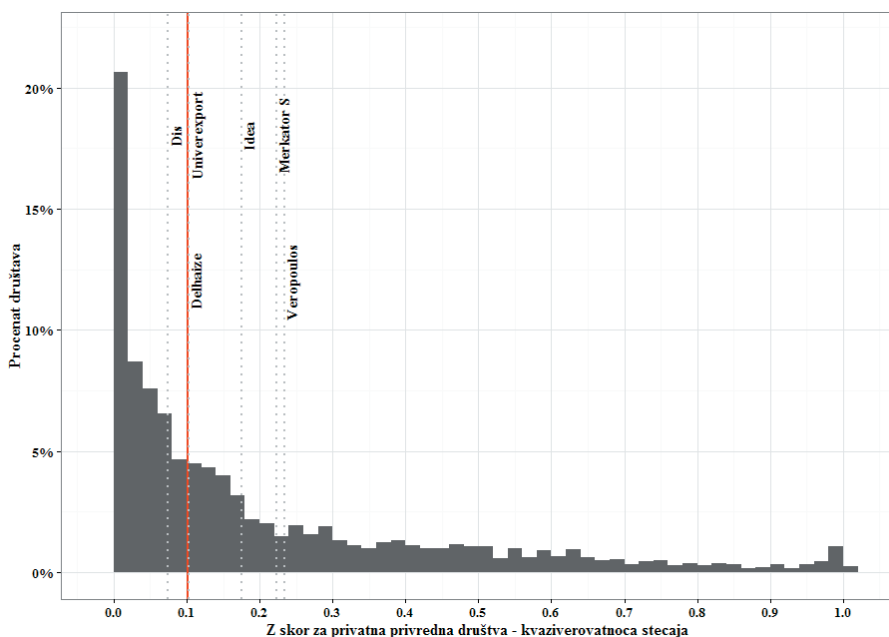
82 Private company na engleskom govornom području označava privredno društvo čijim se kapitalom ne trguje javno na berzi. Izraz se ne odnosi na privatno vlasništvo, kao što bi se moglo pomisliti.

83 Budući da je Altmanov Z skor za privredna društva rezultat diskriminacione analize, a ne logističke regresije, verovatnoće stečaja dobijene transformacionom funkcijom su kvazi-verovatnoće koje nisu jednake onima koje bi se dobile u istoj transformaciji u slučaju rezultata logističke regresije. Ipak vrednosti dobijene na taj način su svakako „direkcionalno ispravne”, a u skladu sa istraživanjima (pogledati u sekciji pitanja i odgovori empirijske verovatnoće stečaja koje odgovaraju određenim zonama rizičnosti) su dobrim delom i „magnitudinalno ispravne”. Siva zona je u skladu sa originalnim Altmanovim radom ograničena vrednostima 1.2 i 2.9 i transformacionom funkcijom se mapira na vrednosti stečaja od 23.14% do 5.21% sa srednjom vrednosti od 14.18%. Empirijski podaci potvrđuju da je srednja „post hoc” verovatnoća stečaja u toj istoj zoni oko 17.31% za prvu verziju, odnosno 15.38% za drugu verziju Altmanovog Z skora.

U Excel-u kalkulacija se radi na sledeći način:

Z' skor implicirana verovatnoća stečaja za privatna društva = $1 - \text{EXP}(Z') / (1 + \text{EXP}(Z'))$

Grafik 39. Histogram vrednosti pokazatelja kvazi verovatnoća stečaja Z'



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Z skor implicirana verovatno- ća stečaja za privatna društva	0,00	0,00	0,03	0,11	0,30	0,74	1,00	0,21	N=3.592

Grupa uporedivih maloprodajnih lanaca je u 2014. godini imala prosečnu vrednost pokazatelja 16,15%, a medijana je iznosila 17,47%.

Tumačenje:

Delhaize je u 2014. godini imao vrednost Z skora za privatna privredna društva 2,18, što ga je svrstavalo u „sivu“ zonu kreditne sposobnosti. Na osnovu ovog modela, implicirana verovatnoća da će se u naredne dve godine društvo naći u stečaju iznosi 10,19%.

Z skor za industrijska društva i društva koja posluju na tržištima u razvoju

je oblik Z skora koji je namenjen proizvodnim i neproizvodnim industrijskim društvima, i društvima koja posluju u zemljama u razvoju.

Kalkulacija:

$$Z'' = 6,56 \times T1 + 3,26 \times T2 + 6,72 \times T3 + 1,05 \times T4$$

Računanje zona finansijske sigurnosti:

$Z'' > 2,6$ - "Bezbedna" zona,

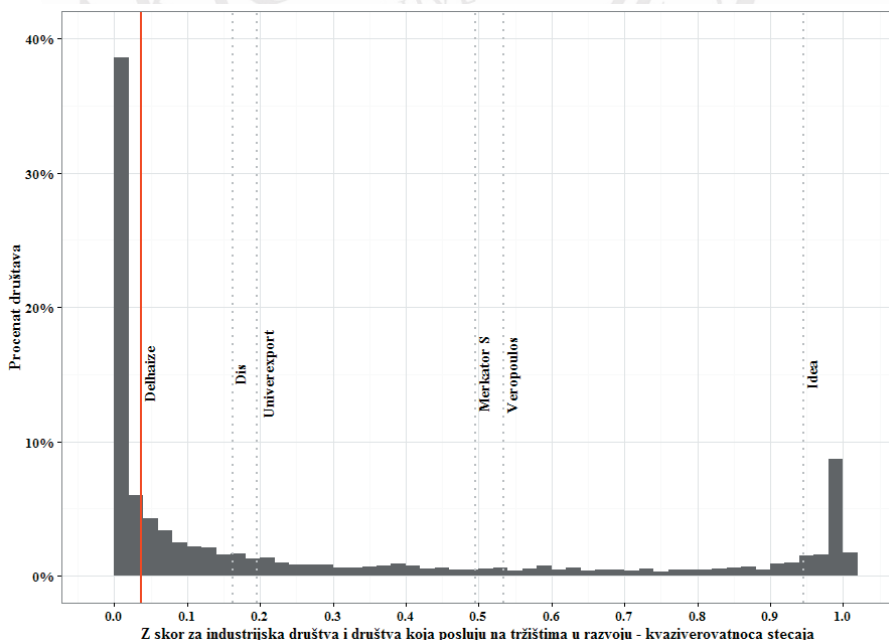
$1,1 < Z'' < 2,6$ - "Siva" zona,

$Z'' < 1,1$ - "Problematična" zona

Konvertovanje skora u verovatnoću stečaja u Excel-u je isto kao u prethodno navedenom slučaju:

Z'' skor implicirana verovatnoća stečaja za društva koja pripadaju tržištima u razvoju = $1 - \text{EXP}(Z'') / (1 + \text{EXP}(Z''))$

Grafik 40. Histogram vrednosti pokazatelja verovatnoća stečaja Z''



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Z skor implicirana verovatno- ća stečaja za industrijska društva i tržišta u razvoju	0,00	0,00	0,00	0,08	0,51	1,00	1,00	0,28	N=3.591

Grupa uporedivih maloprodajnih lanaca je u 2014. godini imala prosečnu vrednost pokazatelja 46,65%, a medijana je iznosila 49,51%.

Tumačenje:

Delhaize je u 2014. godini imao vrednost Z skora za industrijska društva i tržišta u razvoju 3,26, što ga je svrstalo u „bezbednu“ zonu kreditne sposobnosti. Na osnovu ovog modela, implicirana verovatnoća da će se u naredne dve godine društvo naći u stečaju iznosi 3,69%.

Zaključak sekcije

Delhaize je u 2014. godini u skladu sa Z skor metodologijom svrstan u „sivu“, odnosno „bezbednu“ zonu kreditne sposobnosti. Implicirana verovatnoća stečaja u naredne dve godine je u skladu sa modelom za privatna društva bila 10,19%, odnosno 3,69% u skladu sa modelom za društva koja pripadaju tržištima u razvoju.

Pitanja i odgovori

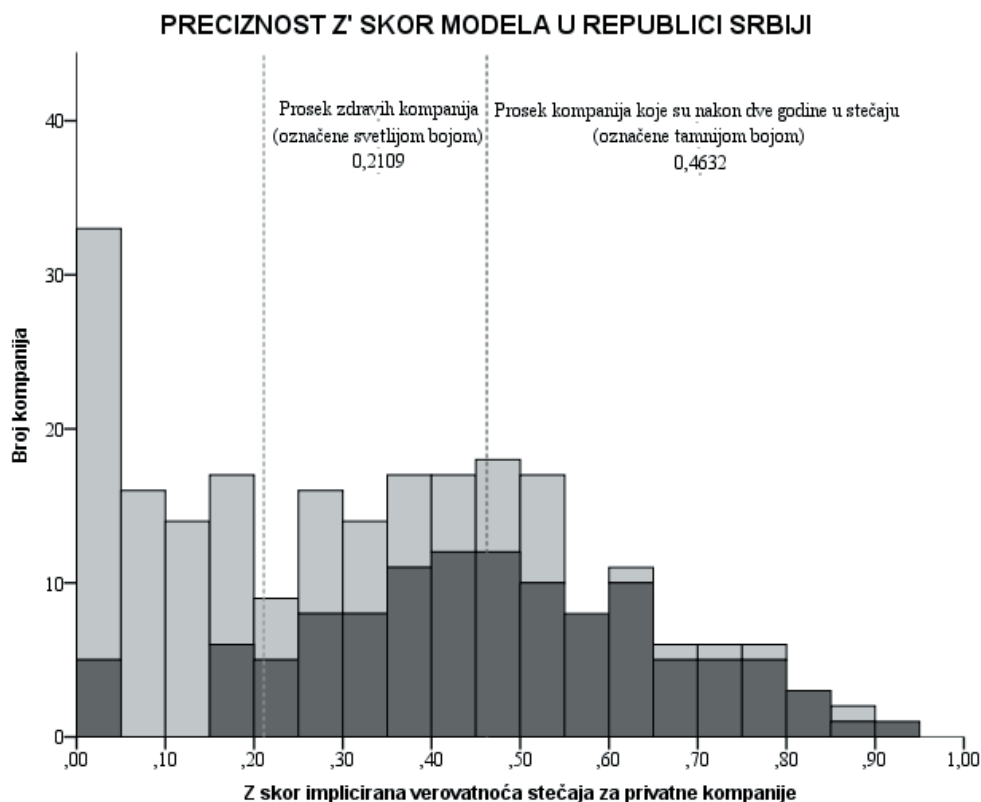
- ♦ Da li su navedeni modeli primenljivi na domaćem tržištu, i ako jesu koji od njih je precizniji?

Da bismo odgovorili na ovo pitanje, izvršili smo analizu (Stanišić, Mizdraković, & Knežević, 2013) na uzorku od 232 domaća privredna društva od kojih je nad polovinom u 2012. godini bio pokrenut postupak stečaja i uporedili njihov status sa Z skor klasifikacijom po zonama dve godine pre datuma pokretanja postupka stečaja. U sledećoj tabeli su izloženi rezultati analize:

Tabela 43. Poređenje preciznosti dva Z skor modela na uzorku od 232 domaća društva

		U stečaju nakon dve godine					
		Da		Ne		Ukupno	
		Broj privredno društvo	Procenat privredno društvo %	Broj privredno društvo	Procenat privredno društvo %	Broj privredno društvo	Procenat privredno društvo %
Altman Z' zona	Problematična	102	69,86%	44	30,14%	146	100,00%
	Siva	9	17,31%	43	82,69%	52	100,00%
	Bezbedna	5	14,71%	29	85,29%	34	100,00%
Altman Z'' zona	Problematična	106	64,24%	59	35,76%	165	100,00%
	Siva	4	15,38%	22	84,62%	26	100,00%
	Bezbedna	6	14,63%	35	85,37%	41	100,00%

Primećujemo da je prvi model (Z skor za privatna društva) precizniji u diskriminaciji. Nad 69,86% privrednim društvom koje je u skladu sa Z skorom za privatna društva klasifikovano kao problematično je u periodu od naredne dve godine pokrenut postupak stečaja. U istom periodu Z skor za industrijska i društva koje posluju na tržištima u razvoju je imao preciznost od 64,24%. Preciznost Z skora za privatna društva je, ovog puta sa aspekta implicirane verovatnoće za stečaj, ilustrovana sledećim grafikonom:



Zaključak je da je za kreditnu analizu domaćih privrednih društava preporučljivo korišćenje Z skora za privatna društva.

- ♦ Zbog čega se ne koristi originalna (prvobitna) jednačina Z skor modela?

Prvi model je definisan 1968. godine i kao jedan od ulaznih vrednosti koristi racio tržišne vrednosti kapitala prema ukupnim obavezama. S obzirom da je za društva čije se akcije ne listiraju na berzi (značajna većina privrednih društava u Republici Srbiji) tržišnu vrednost kapitala nemoguće obezbediti, u većini slučajeva treba koristiti dva modela koja su obrađena u tekstu. U slučaju kada se akcije društva listiraju na berzi, ili kada je tržišna vrednost poznata iz drugih razloga (relativno skora privatizacija ili preuzimanje društva), može se pribeći računanju originalnog Z skora.

Jednačina:

$$Z = 1,2 \times T1 + 1,4 \times T2 + 3,3 \times T3 + 0,6 \times T4 + 0,999 \times T5$$

Racio brojevi su isti kao i u obrađenim modelima, a jedina razlika je ta što se u kalkulaciji racio broja T4 umesto knjigovodstvene vrednosti kapitala koristi tržišna vrednost kapitala. Društva sa vrednošću Z skora od 2,675 i više se smatraju problematičnim (Altman, 1968).

- ♦ Da li je moguće uz pomoć Z skor metodologije utvrditi kreditni rejting privrednih društava koje posluju u Republici Srbiji?

Takozvani „Prilagođeni Z skor model“ za privredna društva koja posluju na tržištima u razvoju čija je formula $Z''_{\text{prilagođeni}} = 3,25 + 6,56 \times T1 + 3,26 \times T2 + 6,72 \times T3 + 1,05 \times T4$ se koristi upravo u te svrhe:

Tabela 44 - Prosečne vrednosti prilagođenog Z skor pokazatelja za pojedine stepene kreditnog rejtinga

Kreditni rejting	Prosečna vrednost $Z''_{\text{prilagođeni}}$
AAA	8,15
AA+	7,60
AA	7,30
AA-	7,00
A+	6,85
A	6,65
A-	6,40
BBB+	6,25
BBB	5,85
BBB-	5,65
BB+	5,25
BB	4,95
BB-	4,75
B+	4,50
B	4,15
B-	3,75
CCC+	3,20
CCC	2,50
CCC-	1,75
D	0,00

Tako je *Delhaize* u 2014. godini na osnovu vrednosti prilagođenog Z skora od 6,51 imao kreditni rejting A-.

- ♦ Da li se Z skor metodologija može primenjivati na ocenu finansijskog položaja sektora i cele privrede?

Zakon velikih brojeva omogućava da se na velikim uzorcima greške pojedinih skora međusobno potiru, što čini preciznost agregirane ocene finansijskog položaja većom od pojedinačnih. Već smo videli da su prosečne vrednosti impliciranih verovatnoća stečaja za ukupan uzorak 21%, odnosno 28%. Međutim, da bismo uzeli u obzir činjenicu da stečaj većih privrednih društava ima veće posledice od stečaja manjih privrednih društava, umesto prosečne vrednosti uzorka treba koristiti ponderisanu prosečnu vrednost. Kao ponder veličine koristimo visinu poslovne imovine (korišćenje prihoda bi potcenilo agregiranu verovatnoću zbog većeg uticaja uspešnih privrednih društava, a korišćenje obaveza bi precenilo rizik zbog većeg uticaja zaduženih privrednih društava). U narednoj tabeli su iznete ponderisane prosečne vrednosti agregiranih impliciranih verovatnoća stečaja.

Tabela 45. Agregirane implicirane verovatnoće stečaja u periodu od 2008-2013. godine – ponderisani prosek

		Z skor implicirana verovatnoća stečaja za privatna društva	Z skor implicirana verovatnoća stečaja za industrijska društva i tržišta u razvoju
		Prosek	Prosek
Godina	2008	0,19	0,27
	2009	0,22	0,30
	2010	0,22	0,31
	2011	0,22	0,31
	2012	0,23	0,32
	2013	0,23	0,32
	2014	0,24	0,27

Dobijene rezultate možemo tumačiti na sledeći način: Izloženost stečaju ukupne poslovne imovine uzorka u periodu od naredne dve godine (do 2015. godine) iznosi 23%.

- ♦ Na koje finansijske pokazatelje pored Z skora je potrebno obratiti pažnju u kreditnoj analizi?

Neki od pokazatelja da je privredno društvo u finansijskim poteškoćama su i sledeći:

- Negativan kapital, niz gubitaka u prethodnim godinama
- Period plaćanja obaveza preko 65 a posebno 240 dana
- Racio zaduženosti preko 0,6
- Prosečna neto zarada ispod 160 evra.

13. ANALIZA GOTOVINSKIH TOKOVA

se za razliku od većine prethodnih analiza bazira na pokazateljima tokova stvarnog novca, a ne rentabiliteta.

Naime, računovodstvena praksa je izgrađena sa ciljem obračuna periodičnog toka ekonomskih koristi ka investitorima (finansijskog rezultata). Da bi ostvarila taj cilj, ekonomske pojave evidentira u obračunskom periodu u kome su one prouzrokovane, ili postale izvesne, a ne u trenutku njihovog uticaja na gotovinu društva. Tako su stavke godišnjih izveštaja priznate, obračunate i evidentirane u vrednostima koje proističu iz iskustvene procene (amortizacija, otpis potraživanja, rezervisanja), relevantne dokumentacije (prihodi od prodaje, troškovi neto zarada, troškovi materijala), ili pravne regulative (porez na dobit, obaveza za PDV, porezi i doprinosi na zarade). Stvarni gotovinski tokovi koji se odnose na prethodno nabrojane stavke mogu od njih odstupati po pitanju iznosa i vremenskog trenutka.

Na primer, prihodi od prodaje se računovodstveno evidentiraju u trenutku slanja fakture kupcima dobara ili usluga (jer je tada „zaslužen” prihod). Gotovinska uplata kupca po osnovu fakture je neizvesna po pitanju vremena i iznosa do same realizacije (kada će i da li će biti naplaćen prihod). Takve razlike u tokovima rentabiliteta i tokovima gotovine su uobičajene.

Dok informacije o gotovinskim tokovima ne preokupiraju računovodstvenu praksu iz već pomenutih opravdanih razloga, investitori društva ih smatraju veoma bitnim. Vlasnici su svesni da neto dobitak neće biti isplaćen u vidu dividendi ukoliko društvo nema dovoljno gotovog novca. Neto dobitak je obračunska kategorija, ali za isplatu dividendi je potrebna gotovina. Poverioci su svesni da društvo može biti u situaciji da iz prihoda pokriva rashode kamata i ima pozitivan rezultat, ali da zbog problema sa likvidnošću kasni u plaćanju iste.

Zbog vremenske vrednosti novca, investitorima je vrednija gotovina koju ranije dobiju. Preferiraju da odlože ulaganje novca u društvo, a da uloženi novac što ranije povrate, i u obzir uzimaju rizičnost poslovanja, a pri tom im računovodstveni rezultat potvrđuje fundamentalnu izvodljivost istog. Zato se i procena vrednosti kapitala društva radi na osnovu projektovanih tokova gotovine, a ne tokova rentabiliteta. Postoje dva značajna aspekta sa kojih se može posmatrati gotovinski tok koji je raspoloživ investitorima društva. Prvi je gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala, a drugi je gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala i poveriocima.

U nastavku ćemo ih detaljnije obraditi, pri čemu ćemo koristiti podatke iz izveštaja o novčanim tokovima.

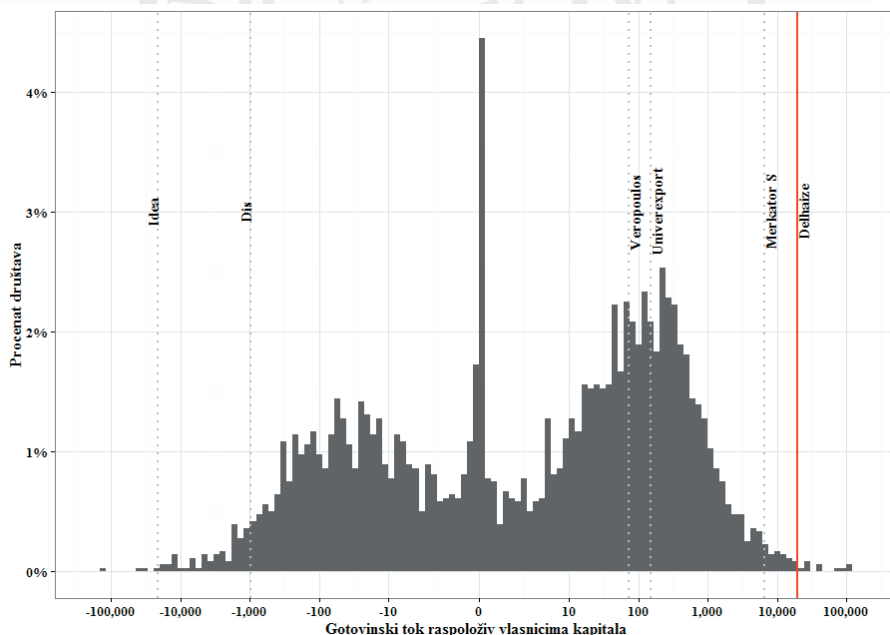
Gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala

je iznos gotovine koji može biti isplaćen vlasnicima društva, nakon plaćanja obaveza iz poslovanja, finansiranja novih investicija i otplate kredita. On je jednak uvećanju gotovinskog salda društva, korigovanom za transakcije vlasnika sa društvom. Stoga možemo reći da je gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala jednak uvećanju gotovine u jednom obračunskom periodu, umanjenom za uplate vlasnika i uvećanom za isplate vlasnika u istom periodu.

Kalkulacija:

AOP 3047: J. GOTOVINA NA KRAJU OBRAČUNSKOG PERIODA - AOP 3044: Ž. GOTOVINA NA POČETKU OBRAČUNSKOG PERIODA + AOP 3037: 6. Isplaćene dividende + AOP 3032: 1. Otkup sopstvenih akcija i udela - AOP 3026: 1. Uvećanje osnovnog kapitala

Grafik 42. Histogram vrednosti pokazatelja gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala



Tumačenje:

Delhaize je u 2014. godini imao pozitivan gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala u vrednosti od 19.390 hiljada evra.

Grupa uporedivih trgovinskih lanaca je u istom periodu imala kumulativan gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala u iznosu od -15.946 hiljade evra, dok je medijana iznosila 71 hiljadu evra.

Gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala i poveriocima

je iznos gotovine koji može biti isplaćen akcionarima i poveriocima kolektivno, nakon plaćanja obaveza iz poslovanja i finansiranja novih investicija. Drugačije posmatrano, to je iznos gotovine koji bi bio mogao biti isplaćen akcionarima kada društvo ne bi imalo finansijske obaveze. Osim sadašnjeg gotovinskog toka raspoloživog vlasnicima kapitala, vlasnici bi imali pravo i na gotovinu namenjenu otplati glavnice kredita i pripadajuće kamate, koja se sada isplaćuje poveriocima.

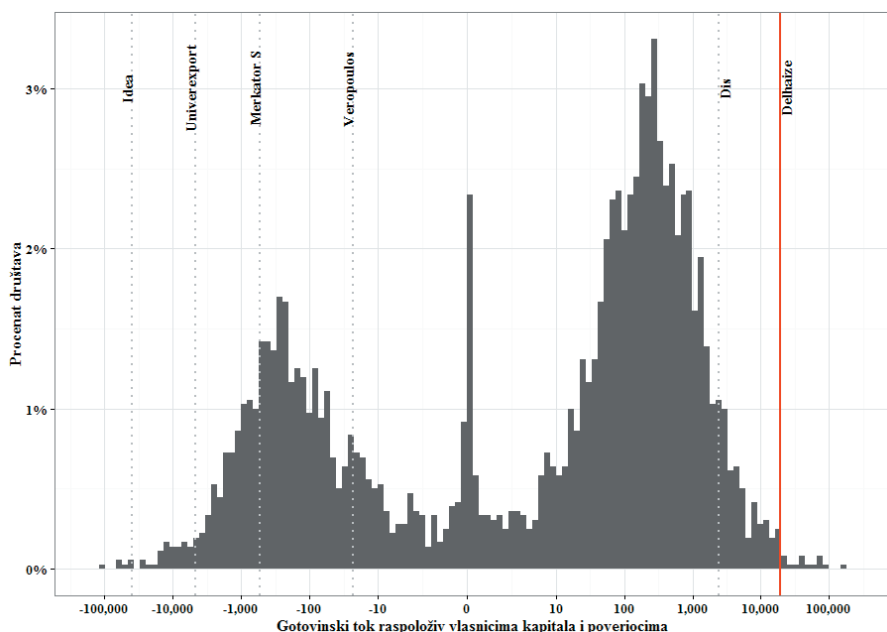
Ipak, nije ispravno reći da su dva gotovinska toka koja obrađujemo jednaka u slučaju da društvo nema finansijskih obaveza, jer bi u tom slučaju društvo plaćalo veći porez (ne bi postojao poreski štiti koji umanjnjem rezultata prave rashodi kamata). Stoga gotovinu koja se koristi za otplatu kamate umanjujemo za iznos povećanja poreza na dobit koji bismo morali platiti državi u tom slučaju zbog boljeg finansijskog rezultata.

Kalkulacija:

Gotovinski tok koji pripada vlasnicima kapitala - AOP 3027: 2. Dugoročni krediti (neto prilivi) - AOP 3028: 3. Kratkoročni krediti (neto prilivi) + AOP 3033: 2. Dugoročni krediti (odlivi) + AOP 3034: 3. Kratkoročni krediti (odlivi) + AOP 3008: 3. Plaćene kamate $\times$ (1 - stopa poreza na dobit)⁸⁴

84 Na razvijenim finansijskim tržištima kada je praktično izvodljivo da vlasnici kapitala otkupe finansijske obaveze (nakon akcija postanu vlasnici i svih korporativnih obveznica) i time ujedno postanu i poverioci društva, korekcija za kamatu ne bi bila neophodna. Ipak, na domaćem tržištu je to retka pojava i stoga je korekcija u većini slučajeva primenljiva.

Grafik 43. Histogram vrednosti pokazatelja gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala i poveriocima



Tumačenje:

Delhaize je u 2014. godini imao gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala i poveriocima u vrednosti od 19.520 hiljada evra. Grupa uporedivih trgovinskih lanaca je u istom periodu imala kumulativan gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala u iznosu od -42.997 hiljada evra, dok je medijana iznosila -538 hiljada evra.

Kako se prednosti društva koje nema finansijskih obaveza ogledaju u nedostatku otplate glavnice i kamate, tako se i mane ogledaju u nužnosti finansiranja svih projekata sopstvenim izvorima. Tako društva u periodima zaduživanja imaju pozitivne gotovinske tokove raspoložive vlasnicima kapitala, a negativne gotovinske tokove raspoložive vlasnicima kapitala i poveriocima, a u periodima vraćanja dugova obrnuto.

Zaključak sekcije

Vlasnicima *Delhaize*-a je u 2014. nakon plaćanja poslovnih i finansijskih obaveza, i finansiranja investicija moglo biti isplaćeno 19.390 hiljada evra gotovine. Ukupan gotovinski tok ka vlasnicima kapitala i poveriocima je iznosio 19.520 hiljada evra jer je *Delhaize* poveriocima isplatio određeni iznos kamate.

Pitanja i odgovori

- ♦ Da li postoji alternativna metoda obračuna gotovinskih tokova?

U slučaju kada izveštaj o gotovinskim tokovima nije dostupan za društvo koje analiziramo, ili u slučaju da želimo da projektujemo gotovinski tok u budućnosti, može nam koristiti i indirektna metoda obračuna. Za razliku od direktne, koja koristi podatke o nastalim gotovinskim transakcijama, indirektna metoda kreće od neto rezultata i vrši korekcije za nastale razlike između tokova gotovine i rentabiliteta.

Tako se gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala dobija po sledećem postupku:

- Neto rezultat - povećanje negotovinskog neto obrtnog fonda⁸⁵ + neto gotovinski tok po osnovu zaduživanja⁸⁶ - neto kapitalni izdaci,⁸⁷
- a gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala i poveriocima po sledećem postupku:
- Neto rezultat - povećanje negotovinskog neto obrtnog fonda - neto kapitalni izdaci.

Ovako izračunati gotovinski tok se može po potrebi korigovati za dodatne značajne negotovinske stavke, kao što su troškovi rezervisanja.

14. DUPONT ANALIZA

predstavlja dekompoziciju stope prinosa na kapital na određeni broj faktora za koje se smatra da imaju značajan uticaj u formiranju iste.

Ova sekcija će nam pružiti odgovore na pitanje:

- ♦ Koji finansijski aspekti društva najviše utiču na stopu prinosa na kapital?

Originalna DuPont jednačina ima sledeći oblik:

$$\text{ROE} = \text{Neto rezultat} / \text{Poslovni prihodi} \times \text{Poslovni prihodi} / \text{Poslovna imovina} \times \text{Poslovna imovina} / \text{Kapital (Soliman, 2008)}$$

85 U ovom slučaju se iz neto obrtnog fonda u aktivni isključuje gotovina i kratkoročne finansijske investicije, a iz pasive kratkoročni krediti.

86 AOP 327: 2. Dugoročni i kratkoročni krediti (neto prilivi) - AOP 331: 2. Dugoročni i kratkoročni krediti i ostale obaveze (neto odlivi)

87 AOP 321: 2. Kupovina nematerijalnih ulaganja, nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava - AOP 315: 2. Prodaja nematerijalnih ulaganja, nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava - AOP 661: 11. Troškovi amortizacije, ili jednostavnije, promena vrednosti stalnih sredstva u obračunskom periodu.

Cilj ovog oblika jednačine je isticanje činjenice da na stopu prinosa ostvarenu u jednom periodu značajan uticaj imaju: profitabilnost dobara i usluga (neto margina), efikasnost korišćenja imovine u generisanju prihoda (koeficijent obrta imovine), i zaduženost društva ($1 / (1 - \text{ratio zaduženosti})$).

U slučaju *Delhaize*-a, dekompozicija stope prinosa na kapital izgleda ovako:

$$4\% \times 1,13 \times 1,53 = 6,90\%$$

Na sledećoj ilustraciji su prikazane vrednosti na osnovu kojih se može doneti zaključak o specifičnostima maloprodajne delatnosti i *Delhaize*-a u odnosu na ostatak privrede.

Prikaz 51. Uporedna DuPont analiza

Delhaize	Neto margina	4%		Stopa prinosa na kapital	6.90%
	Koeficijent obrta imovine	1.13			
	Zaduženost	1.53			
Konkurencija	Neto margina	0.82%		Stopa prinosa na kapital	3.72%
	Koeficijent obrta imovine	1.53			
	Zaduženost	2.31			
Ostatak privrede	Neto margina	1.94%		Stopa prinosa na kapital	6.22%
	Koeficijent obrta imovine	0.91			
	Zaduženost	2.34			

Tumačenje:

Delhaize je u 2014. godini imao visoku neto marginu (imajući u vidu delatnost), koja je uprkos nešto nižem obrtu imovine i niskoj zaduženosti obezbedila relativno visoku stopu prinosa na kapital.

Pitanja i odgovori

- ♦ Da li se uticajem na elemente DuPont jednačine može izvršiti uticaj na stopu prinosa na kapital?

Jedna od glavnih zabluda vezana za DuPont analizu je mehanističko shvatanje veza između činioaca. Na primer, na osnovu jednačine izvedena tvrdnja da će se stopa prinosa povećati ukoliko se povećaju prihodi, zanemaruje čitav niz faktora koji se istovremeno može promeniti i uticati na vrednost neto dobitka i kapitala. Takve promene u društvu i njegovom okruženju se tipično i dešavaju zajedno. Na primer,

da bi povećalo prihode od prodaje društvo mora smanjiti cenu dobara i usluga, čime direktno utiče na neto marginu. Slično, društvo koje bi pokušalo povećanjem neto margine da poveća stopu prinosa na kapital to može učiniti povećanjem prodajne cene dobara i usluga. Tada bi se međutim suočilo sa padom prihoda od prodaje zbog manje tražnje, što bi poništilo željeni efekat na stopu prinosa na kapital. Drugi način za povećanje neto margine bi bio smanjenje rashoda. Tada bi se suočilo sa padom prihoda od prodaje jer su rashodi u uobičajenim uslovima povezani sa kvalitetom dobara i usluga. Razlog zbog koga ranije predstavljena DuPont jednakost važi je međusobno poništavanje svih ostalih elemenata osim neto rezultata i kapitala. Da biste se uverili možete izračunati vrednost stope prinosa na kapital na sledeći način: $ROE = \text{Neto rezultat} / \text{Broj stanovnika Republike Srbije} \times \text{Broj stanovnika Republike Srbije} / \text{Površina Republike Srbije u km}^2 \times \text{Površina Republike Srbije u km}^2 / \text{Kapital}$. Istina je da su činioци DuPont jednačine jače povezani sa prinosom na kapital, ali to i dalje vezu ne čini uzročno-posledičnom kako bi se moglo pomisliti.

15. TRŽIŠNO-KNJIGOVOODSTVENI POKAZATELJI

su specifični po tome što u sebi kombinuju vrednosti sa finansijskih tržišta i vrednosti iz finansijskih izveštaja. Mogu se računati samo u slučaju kada se akcijama društva trguje na finansijskom tržištu (ukoliko se iste listiraju na nekoj od berzi). Vrednost ovih pokazatelja se zbog promena u vrednosti tržišne kapitalizacije⁸⁸ (ili nekog drugog tržišnog podatka) često menja i stoga se pored njihove vrednosti mora istaći vreme obračuna.

Obično imaju ulogu ocene tržišnih očekivanja vezanih za društvo, ali se ponekad koriste i za ocenu trenutne pre/potcenjenosti kapitala istog. Ova sekcija će nam pružiti odgovore na pitanja:

- ♦ Kakva su očekivanja investitora po pitanju budućnosti društva?
- ♦ Kakva je percepcija investitora po pitanju rizičnosti poslovanja društva?

Odnos cene akcije i neto dobiti po akciji
(potrebni su podaci sa berze)

poznatiji kao P/E ⁸⁹ racio odgovara na pitanje koliko su vlasnici kapitala spremni da plate na tržištu po jednoj novčanoj jedinici najskorijeg dostupnog godišnjeg neto rezultata.

88 Tržišna kapitalizacija je ukupna tržišna vrednost kapitala (Ukupan broj emitovanih akcija $\times$ Tržišna cena akcija)

89 Na engleskom jeziku – *Price to earnings*

Generalno, važe sledeći odnosi:

- ♦ Ukoliko investitori očekuju rast realne zarađivačke sposobnosti društva, vrednost ovog racija će biti veća i obrnuto.
- ♦ Nesigurnost investitora u buduće izglede društva će umanjiti vrednost racija.

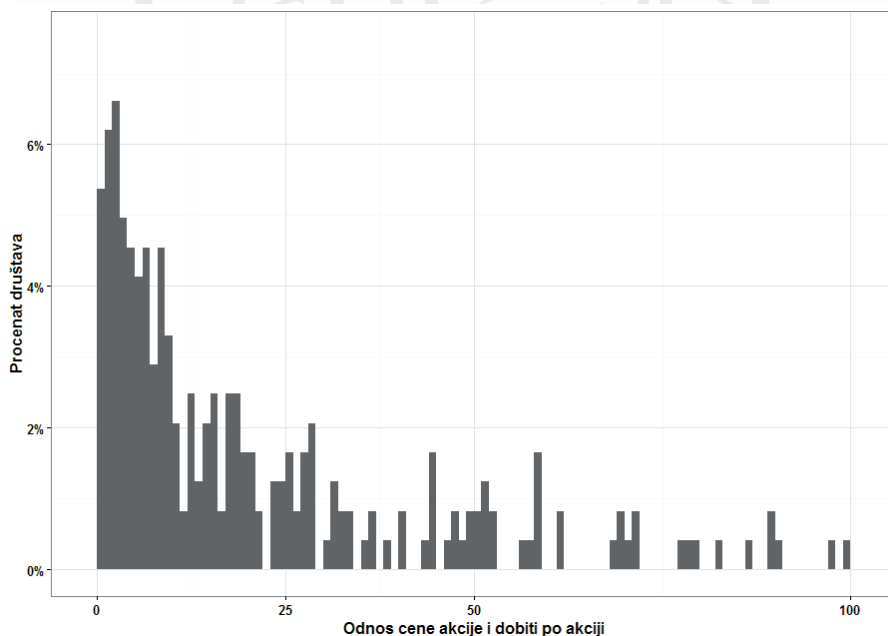
Kalkulacija:

$$\text{Odnos cene akcije i neto dobiti po akciji} = \frac{\text{Tržišna kapitalizacija}}{\text{Neto rezultat}}$$

Ukoliko podelimo brojilac i imenilac sa brojem izdatih akcija društva, dobijamo sledeću formu:

$$\text{Odnos cene akcije i neto dobiti po akciji} = \frac{\text{Cena akcije}}{\text{Neto rezultat po akciji}}$$

Grafik 44. Histogram vrednosti pokazatelja odnos cene akcije i dobiti po akciji



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Odnos cene ak- cije i neto dobiti po akciji	0,24	0,94	4,33	11,96	28,05	70,41	99,28	20,61	N=242

Delhaize je 2011. godine prodat za vrednost koja je bila ravna 52,66 godišnje zarade ostvarene u prethodnoj godini.

Tumačenje:

Iznos koji su investitori 2011. godine izdvojili za kupovinu kapitala sadašnjeg *Delhaize*-a je bio 52,66 puta veći od zarade koju je to društvo ostvarilo prethodne godine. To znači da su investitori u budućnosti očekivali rast realne profitabilnosti.

Odnos tržišne i knjigovodstvene vrednosti kapitala
(potrebni su podaci sa berze)

poznatiji kao P/B^{90} ratio je odnos tržišne vrednosti kapitala (tržišne kapitalizacije) prema knjigovodstvenoj vrednosti kapitala. Ukazuje na očekivanja investitora po pitanju zarađivačke sposobnosti društva.

Generalno, važe sledeći odnosi:

- ♦ Ukoliko investitori smatraju da je knjigovodstvena vrednost imovine potcenjena, tržišna vrednost kapitala će biti srazmerno veća od knjigovodstvene, samim tim i vrednost racija.
- ♦ Ukoliko investitori očekuju rast realne zarađivačke sposobnosti društva, vrednost racija će biti veća i obrnuto.
- ♦ Nesigurnost investitora u buduće izgleda društva će umanjiti vrednost racija.

Kalkulacija:

$$\text{Odnos tržišne i knjigovodstvene vrednosti kapitala} = \frac{\text{Tržišna kapitalizacija}}{\text{Neto kapital}}$$

Ukoliko podelimo brojilac i imenilac sa brojem izdatih akcija društva, dobijamo sledeću formu:

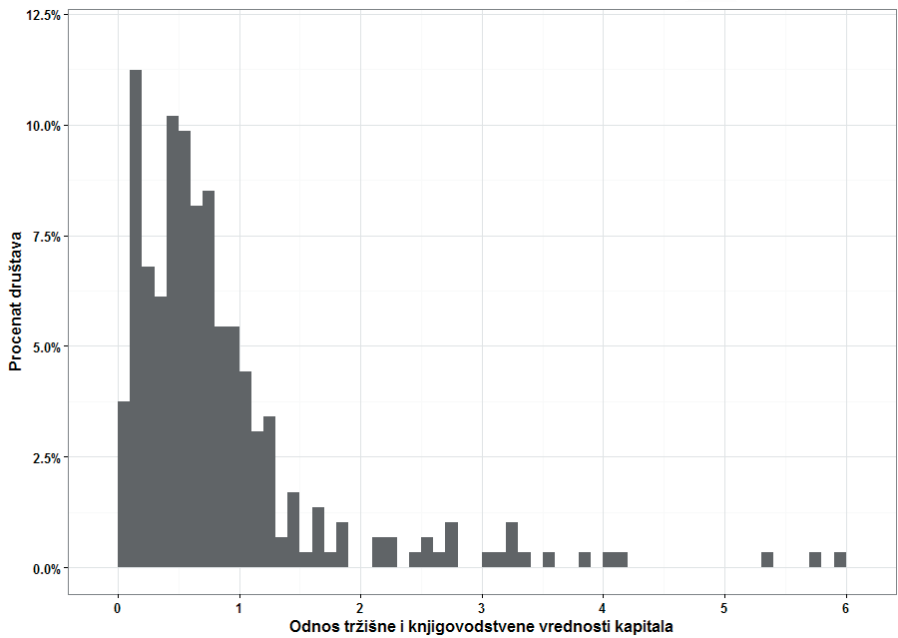
Odnos cene akcije i neto
dobiti po akciji

=

Cena akcije

Knjigovodstvena vrednost akcije

Grafik 45. Histogram vrednosti pokazatelja odnos tržišne i knjigovodstvene vrednosti kapitala



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Odnos tržišne i knjigo- vodstvene vrednosti kapitala	0,02	0,11	0,35	0,62	0,98	2,75	5,99	0,85	N=294

Delhaize je 2011. godine prodat za vrednost koja je bila 6,73 (673%) tadašnje knjigovodstvene vrednosti kapitala.

Tumačenje:

Iznos koji su investitori 2011. godine izdvojili za kupovinu kapitala sadašnjeg *Delhaize*-a je bio 6,73 puta veći od tadašnje knjigovodstvene vrednosti kapitala. To znači da su investitori u budućnosti očekivali rast realne profitabilnosti.

Zaključak sekcije

Delhaize je 2011. godine prodat za vrednost koja je bila ravna 52,66 godišnje zarade ostvarene u prethodnoj godini, i iznosila 673% tadašnje knjigovodstvene vrednosti kapitala. To znači da su investitori u budućnosti očekivali rast realne profitabilnosti društva.

Pitanja i odgovori

- ♦ Da li ekstremno visoke vrednosti odnosa cene akcije i neto dobiti po akciji ukazuju na društva koja su dobre investicije?

Ekstremno visoke vrednosti su često karakteristika društava koja se nalaze u početnoj fazi brzog rasta i razvoja, a kojima investitori predviđaju dobru budućnost. U ovakvim slučajevima, kada želimo da utvrdimo da li je vrednost P/E racija visoka zbog očekivanog brzog rasta ili drugih faktora, možemo koristiti racio cene akcije i neto dobiti po akciji normalizovan za očekivanu stopu rasta - PEG racio.

Ekstremno visoke vrednosti se ređe sreću kod već razvijenih i zrelih društva. U tom slučaju su one rezultat privremeno niskih rezultata koje je ostvarilo društvo od koga očekujemo oporavak. Tako je uobičajeno da se najviše vrednosti P/E racija beleže u periodima krize, a ne procvata tržišta.

Ekstremne vrednosti generalno (i niske i visoke) govore da se radi o društvu koje je rizično i kome u budućnosti investitori predviđaju značajne promene po pitanju rasta i profitabilnosti.

- ♦ Kako tumačimo vrednosti odnosa tržišne i knjigovodstvene vrednosti kapitala?

U situaciji kada vlasnici smatraju da društvo pruža stopu prinosa na kapital u odnosu na društva koja su slične rizičnosti, vrednost ovog racija je 1. Ukoliko smatraju da ne dobijaju odgovarajuću naknadu za rizik, vrednost je manja od 1. Ukoliko smatraju da društvo daje više prinose od onih koji se očekuju imajući u vidu rizičnost, vrednost racija je iznad 1. Na grafikonu koji ilustruje raspodelu vrednosti ovog pokazatelja možemo videti da za nešto više od 70% društava čije se akcije listiraju na Beogradskoj berzi vlasnici smatraju da ne kreiraju ekonomsku vrednost.

16. OSTALI POKAZATELJI

pružaju dodatne informacije o društvu, koje se u zavisnosti od cilja i vremenskih ograničenja finansijske analize mogu računati i tumačiti.

Ova sekcija će nam pružiti odgovore na pitanja:

- ♦ Koliko je učešće stalne imovine u poslovnoj imovini?
- ♦ Kolika je prosečna neto zarada stalno zaposlenih u društvu?
- ♦ Da li, i koliko poreza na ostvareni rezultat društvo obračunava i plaća?
- ♦ Da li, i koliko dividende društvo isplaćuje svojim vlasnicima?
- ♦ Koliko je procenata stranog vlasničkog kapitala u društvu?
- ♦ Da li je društvo kapitalno ili radno intenzivno?
- ♦ Da li se, i po kojoj stopi društvu obračunava kamata na finansijske obaveze?
- ♦ Kolika je očekivana stopa rasta prihoda i rezultata društva u budućim periodima?

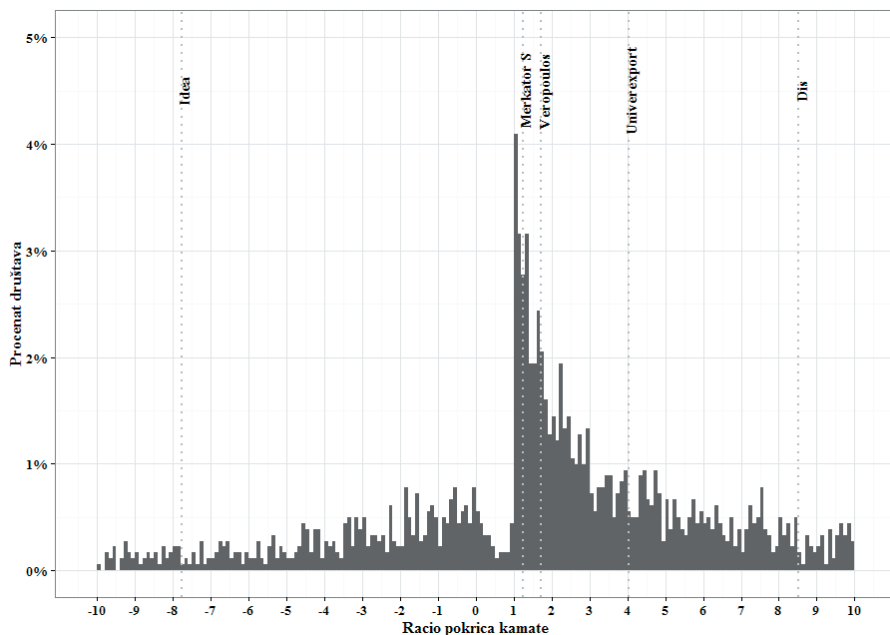
Racio pokrića kamate

je pokazatelj mogućnosti društva da iz rezultata pokriva rashode kamata obračunatih na pozajmljene izvore.

Kalkulacija:

EBIT / AOP 1046: II. RASHODI KAMATA (PREMA TREĆIM LICIMA)

Grafik 46. Histogram vrednosti pokazatelja ratio pokrića kamate



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Racio pokrića kamate	-9,91	-6,41	-0,21	1,75	4,11	8,21	9,99	1,68	N=1.806

Grupa uporedivih maloprodajnih lanaca je imala prosečnu vrednost pokrića kamate od 1,55, a medijana je iznosila 1,72.

Tumačenje:

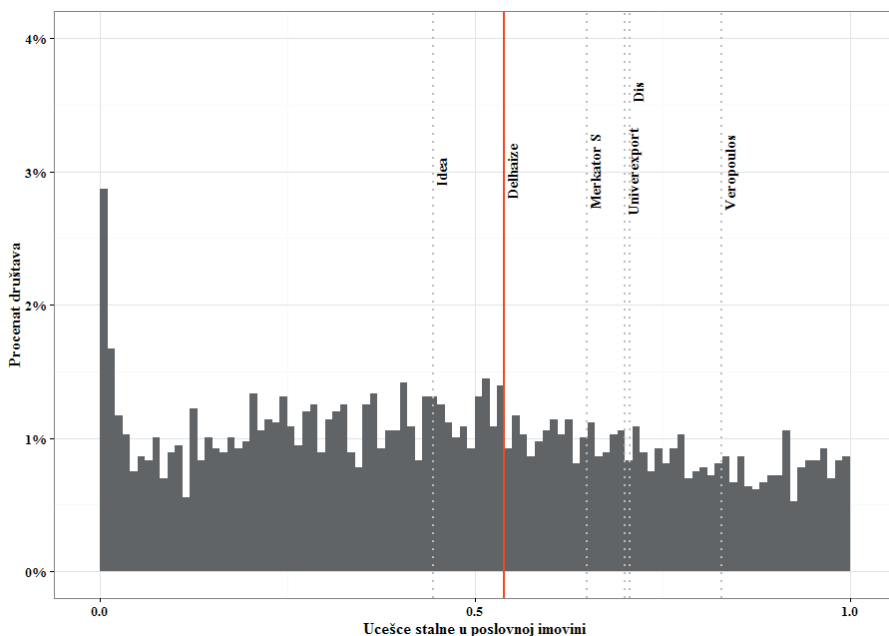
Delhaize bi mogao imati rashode kamate 150 puta veće od sadašnjih bez ulaska u zonu neto gubitka. Ipak, treba istaći da ovaj pokazatelj ne meri sposobnost plaćanja istih, jer je za isplatu raspoloživ novčani tok ka vlasnicima kapitala i poveriocima i višak gotovine, koji može, a ne mora biti približan EBIT-u.

Takođe, ovaj pokazatelj ne meri kapacitet za zaduživanje društva, jer bi kamata na dodatno zaduživanje bila u većini slučajeva veća od dosadašnje. Prema tome, tumačenje da bi društvo moglo imati 150 puta više finansijskih obaveza od sadašnjih bez ulaska u zonu neto gubitka bi bilo neoprezno.

Učešće stalne u poslovnoj imovini

je na procenat poslovne imovine za koju se ne očekuje da bude potrošena ili prodana u roku od godinu dana.

Grafik 47. Histogram vrednosti pokazatelja učešće stalne imovine u poslovnoj imovini



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Učešće stalne u poslovnoj imovini	0,00	0,02	0,23	0,46	0,69	0,94	1,00	,47	N=3.593

Grupa uporedivih maloprodajnih lanaca je imala prosečno učešće stalne u poslovnoj imovini od 66,56%, a medijana je iznosila 69,92%.

Tumačenje:

Delhaize 53,90% svoje imovine drži u obliku stalne imovine.

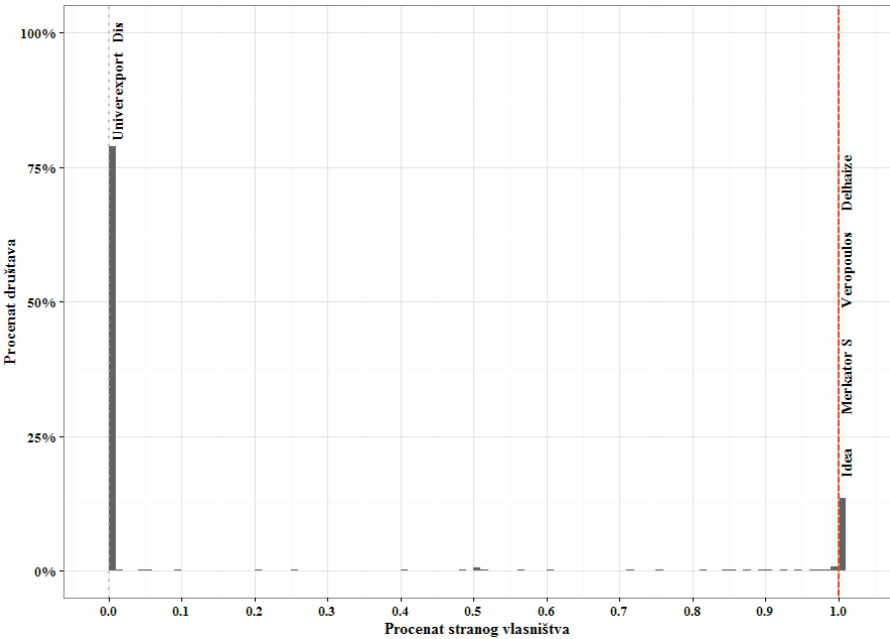
Procenat stranog vlasništva
(potrebni su podaci iz statističkog aneksa)

je procenat kapitala društva koji se nalazi u vlasništvu fizičkih ili pravnih lica sa sedištem van teritorije Republike Srbije.

Kalkulacija:

(AOP 624: u tome: strani kapital (odnosi se na akcijski kapital) + AOP 626: u tome: strani kapital (odnosi se na udele u d.o.o.) + AOP 628: u tome: strani kapital (odnosi se na uloge u ortačkog i komanditnog društva)) / AOP 633: SVEGA

Grafik 48. Histogram vrednosti pokazatelja procenat stranog vlasništva



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Procenat stranog vlasništva	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	0,17	N=4.444

Prosek istog pokazatelja je za uporedivu grupu maloprodajnih lanaca iznosio 60%, a medijana 100%.

Tumačenje:

Procenat kapitala *Delhaize*-a koji je na dan 31.12.2013. godine bio u vlasništvu fizičkih i pravnih lica sa sedištem u inostranstvu je iznosio 100%.

Racio isplate dividende

je procenat kumulativnog neto rezultata koji je u prethodne dve godine isplaćen vlasnicima kroz dividende. Ostvareni neto rezultat perioda se može reinvestirati (zadržati u društvu), čime se povećava knjigovodstvena vrednost kapitala, ili distribuirati u vidu dividende (isplatiti vlasnicima srazmerno njihovom učešću u vlasničkoj strukturi).

Isplata dividende je pored rasta tržišne vrednosti kapitala glavni interes vlasnika kapitala, i čini investiranje u društvo privlačnijim. Sa druge strane, ukoliko se značajan deo dobitaka⁹¹ isplaćuje kroz dividende, time se opterećuje gotovinski tok društva i ograničavaju njegove mogućnosti za rast. Stoga se društva često odlučuju za mešavinu oba prethodno navedena pristupa, pa se određeni procenat neto rezultata isplaćuje kroz dividende, a ostatak se zadržava i investira u poslovanje.

Pošto postoje samo dva izbora kada je u pitanju raspodela dobiti, ukoliko znamo vrednost racija isplate dividende, možemo izračunati i stopu reinvestiranja (zadržavanja dobitka):

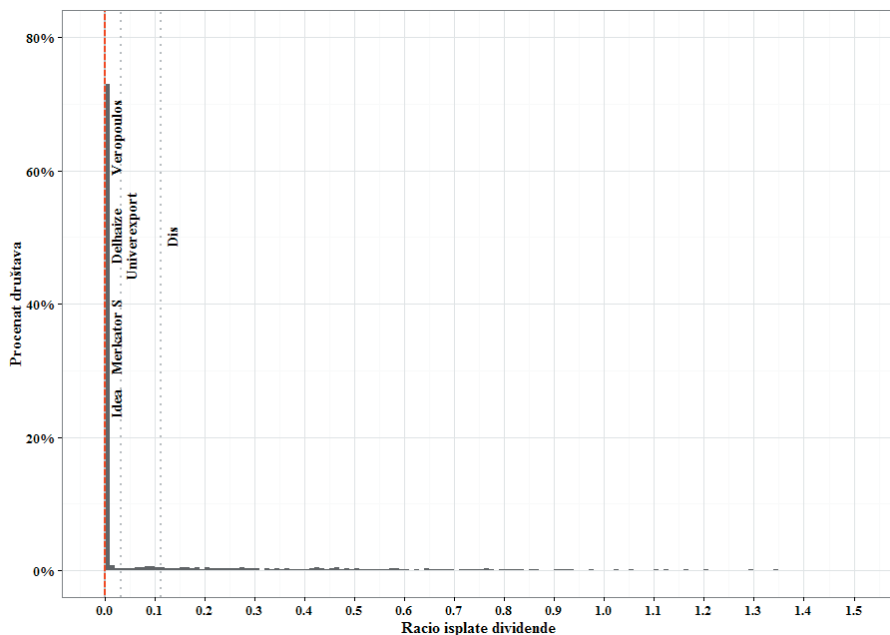
$$\text{Stopa reinvestiranja} = 1 - \text{Racio isplate dividende}$$

Kalkulacija:

AOP 3037: 6. Isplaćene dividende zbir prethodne 2 godine / (AOP 1064: S. NETO DOBITAK - AOP 1065: T. NETO GUBITAK zbir prethodne 2 godine)

91 Neto rezultat nije jednak raspoloživom gotovinskom toku ka kapitalu. Na primer, nabavka nekretnine velike vrednosti može značajno opteretiti novčani tok i onemogućiti isplatu dividende. Sa druge strane, finansijski rezultat te godine može biti pozitivan, jer će vrednost nabavke kroz amortizaciju biti raspoređena na više obračunskih perioda. Uobičajeni su periodi negativnih neto rezultata i pozitivnih gotovinskih tokova ka kapitalu, ali i obrnuto. Ipak, u dugom roku te vrednosti konvergiraju (postaju približno iste). Da bi iskoristili taj efekat, u obračunu obuhvatamo vremenski period od četiri godine.

Grafik 49. Histogram vrednosti pokazatelja racio isplate dividende



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Racio isplate dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,06	0,79	1,50	0,13	N=3.395

Većina uporedivih maloprodajnih lanaca nije prethodnih godina praktikovala isplatu dividendi, pa je prosečna vrednost 2,86%, a medijana 0. Takođe, ni *Delhaize* nije isplaćivao dividendu u prošlosti i stoga je vrednost racija 0.

Efektivna poreska stopa

je realizovano opterećenje porezom na dobit. Računa se stavljanjem u odnos obračunatog poreza na dobit i dobitka pre oporezivanja. Za privredna društva koja imaju negativan iznos dobitka pre oporezivanja nije moguća kalkulacija ovog pokazatelja.

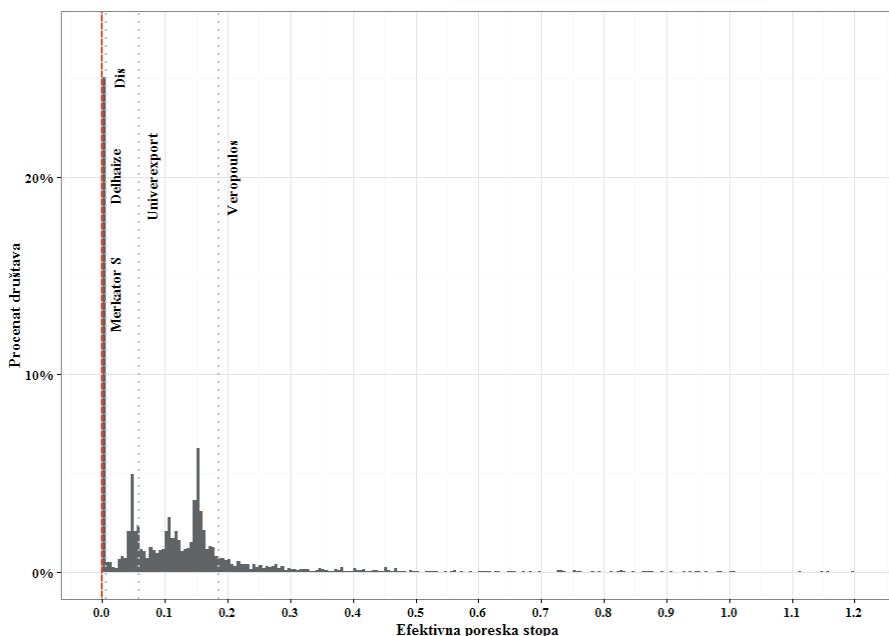
Stopa poreza na dobit u Republici Srbiji za 2014. godinu je iznosila 15%. Treba istaći da se poreski rashod perioda obračunava primenom propisane poreske stope na poresku osnovicu iz poreskog bilansa i zatim preuzima u bilans uspeha. Poreski bilans ima za prioritetni cilj tačan obračun poreske obaveze perioda, a ne finansijskog rezultata, i obračun stavki u njemu podleže različitim pravilima od onih koje privredno društvo koristi za finansijsko izveštavanje.

Neke od specifičnosti poreskih pravila su restrikcije po pitanju iznosa pojedinih vrsta rashoda koji se priznaju u poreskom bilansu,⁹² tretman transfernih cena, obavezujuće stope amortizacije u zavisnosti od vrste sredstva i sl. Na taj način nastaju razlike u propisanim i efektivnim poreskim stopama.

Kalkulacija:

AOP 1060: I. PORESKI RASHOD PERIODA / AOP 1058: NJ. DOBITAK PRE
OPOREZIVANJA

Grafik 50. Histogram vrednosti pokazatelja efektivne poreska stopa



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Efektivna poreska stopa	0,00	0,00	0,00	0,10	0,16	0,40	1,20	0,12	N=2.531

92 Izdaci za reklamu i propagandu priznaju se kao rashod u iznosu najviše do 10% od ukupnog prihoda. Izdaci za reprezentaciju priznaju se kao rashod u iznosu do 0,5% od ukupnog prihoda. Izdaci za ulaganja u oblasti kulture priznaju se kao rashod u iznosu najviše do 5% od ukupnog prihoda. Članarine komorama, savezima i udruženjima priznaju se kao rashod u poreskom bilansu najviše do 0,1% ukupnog prihoda. Članarine čija je visina propisana zakonom priznaju se kao rashod u iznosu koji je propisan zakonom (Sl. glasnik RS 112, 2015).

Na grafikonu referentnih vrednosti se posebno ističu tri grupe privrednih društava. Prva je grupa društava koja su imala dobitak (pozitivan rezultat) pre oporezivanja, a negativan rezultat u poreskom bilansu, zbog čega je efektivna poreska stopa bila 0%. Druga je grupa društava koja su imala dobitak (pozitivan rezultat) pre oporezivanja, ali su iskoristila poreske olakšice, zbog čega je efektivna poreska stopa bila manja od nominalne. Poslednja je grupa društava koja su imala dobitak (pozitivan rezultat) pre oporezivanja, ali nisu iskoristila poreske olakšice, ili na njih nisu imala pravo, zbog čega je efektivna poreska stopa bila 15%.

Efektivna poreska stopa za *Delhaize* u 2014. godini je iznosila 0%. Prosečna efektivna poreska stopa za uporedivu grupu maloprodajnih lanaca je iznosila 6,24%, a medijana 3,22%.

Tumačenje:

Delhaize je u 2014. godini je u poreskom bilansu obračunao porez na dobit koji je iznosio 0% u odnosu na njegovu dobit pre oporezivanja iskazanu u bilansu uspeha.

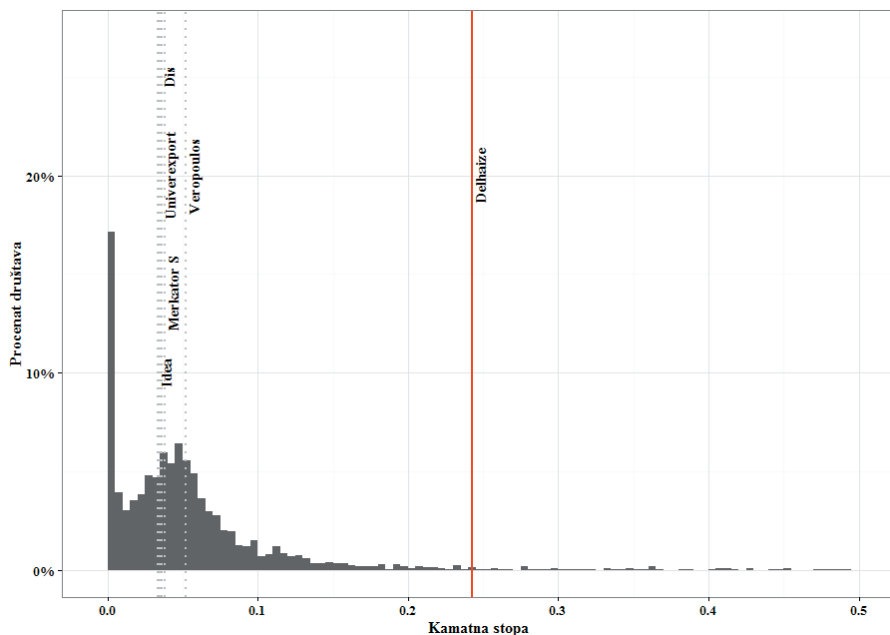
Kamatna stopa

je prosečna kamatna stopa koja je obračunata na finansijske obaveze od strane banaka i drugih finansijskih institucija. Ukoliko detaljnije informacije o uslovima pod kojima se društvo zadužilo nisu pružene u napomenama uz finansijske izveštaje, ovakav obračun može dati grubu procenu kamatne stope.

Kalkulacija:

$$\begin{aligned} & \text{AOP 1046: II. RASHODI KAMATA (PREMA TREĆIM LICIMA)} / (((\text{AOP 0432: II.} \\ & \text{DUGOROČNE OBAVEZE} + \text{AOP 0443: I. KRATKOROČNE FINANSIJSKE OBAVEZE}) \\ & + (\text{AOP 0432: II. DUGOROČNE OBAVEZE prethodne godine} + \text{AOP 0443: I.} \\ & \text{KRATKOROČNE FINANSIJSKE OBAVEZE prethodne godine})) / 2) \end{aligned}$$

Grafik 51. Histogram vrednosti pokazatelja kamatna stopa



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Kamatna stopa	0,00	0,00	0,02	0,04	0,07	0,18	0,49	0,06	N=3.169

Prosečna efektivna kamatna stopa koja je naplaćena uporedivim trgovinskim lancima u 2014. godini je iznosila 3,89%, a medijana 3,60% (u obzir su uzeti samo hoteli koji su imali stavku rashoda kamata).

Tumačenje:

Delhaize je u 2014. godini na svoje finansijske obaveze plaćao prosečnu efektivnu kamatu u iznosu od 24,26%.

Kapital investiran u primarnu poslovnu delatnost po zaposlenom (potrebni su podaci iz statističkog aneksa)

je mera kapitalne intenzivnosti privrednog društva. U većini slučajeva, jedna količina dobara i usluga se može obezbediti različitim kombinacijama ljudskog rada i kapitala pri čemu smanjenje radne snage zahteva njenu zamenu određenim iznosom kapitalnog ulaganja.⁹³

Za društva (ili delatnosti) u kojima je ljudski rad najznačajniji ulazni faktor se kaže da su radno intenzivne. Nasuprot tome, za društva koja su živi rad zamenila kapitalnim ulaganjima (novcem, zemljištem, nekretninama, postrojenjem, računarskom opremom i softverom) se kaže da su kapitalno intenzivne.

Kalkulacija:

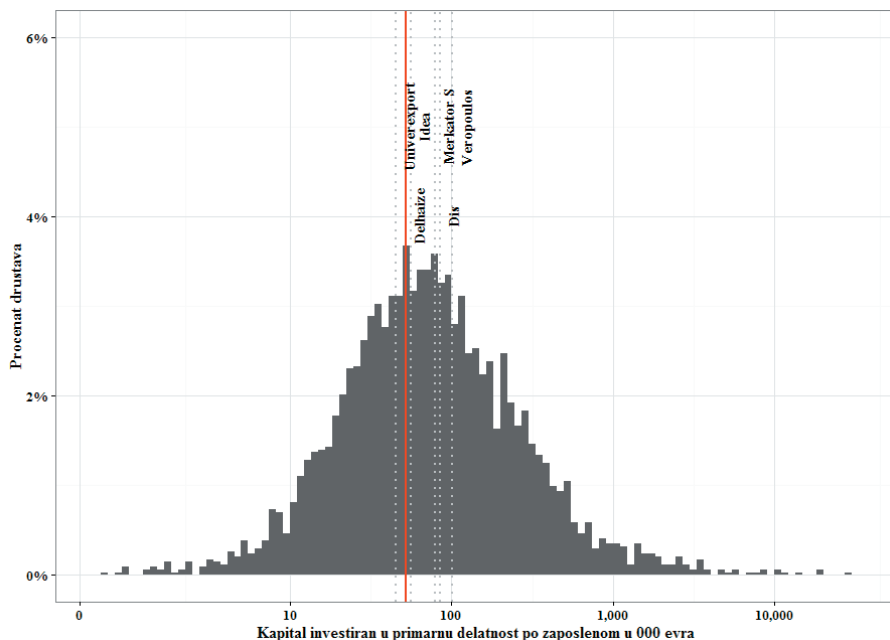
(AOP 022: G. POSLOVNA IMOVINA - AOP 009: V. DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI - AOP 018: 3. Kratkoročni finansijski plasmani - Višak gotovine) / Broj zaposlenih

93 Kalkulacija MSS implicira da se smanjenje obima dobara i usluga do koga je došlo zbog smanjenja faktora ljudskog rada može nadomestiti povećanjem kapitalnog ulaganja.

Marginalna stopa supstitucije:

$$MSS \text{ (Marginalna stopa supstitucije)} = \frac{\Delta K}{\Delta L} = \frac{\text{Marginalna produktivnost ljudskog rada}}{\text{Marginalna produktivnost kapitala}}$$

Grafik 52. Histogram vrednosti pokazatelja investirani kapital po zaposlenom



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Investirani kapital po zaposle- nom	0	10	32	70	162	646	28.959	218	N=3.433

Tumačenje:

Delhaize je u 2013. godini imao 52 hiljade evra kapitala investiranog u primarnu delatnost po jednoj zaposlenoj osobi.

Prosek pokazatelja za maloprodajne lance u kontrolnoj grupi iznosi 73 hiljade evra, a medijana 79 hiljada evra. Ovaj pokazatelj se ne treba koristiti za ocenu uspešnosti, jer društva mogu uspešno ili neuspešno poslovati sa različitim kombinacijama radne snage i kapitala, ali značajno odstupanje od referentnih vrednosti može ukazati na specifičnost organizacije poslovanja i samim tim doprineti procesu finansijske analize.

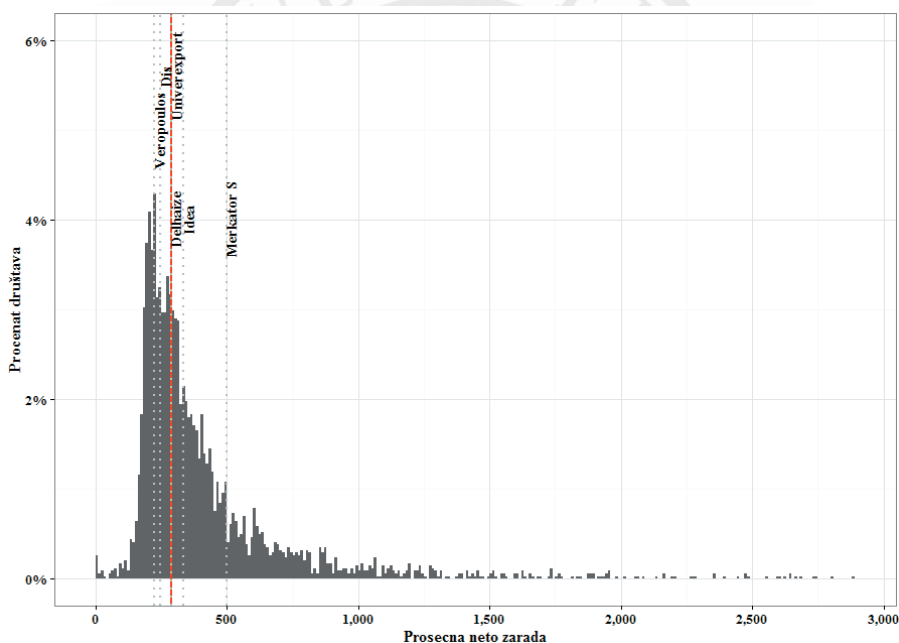
Prosečna neto zarada (potrebni su podaci iz statističkog aneksa)

je prosečna vrednost neto zarade (plate) svih zaposlenih lica jednog društva u obračunskom periodu. Na osnovu prosečne vrednosti možemo stvoriti opštu predstavu o motivaciji i kvalitetu⁹⁴ zaposlenih lica u jednom društvu.

Kalkulacija:

AOP 644: 6. Obaveze za neto zarade i naknade zarada (potražni promet bez početnog stanja) / AOP 605: 5. Prosečan broj zaposlenih na osnovu stanja krajem svakog meseca (ceo broj) / 12×1000

Grafik 53. Histogram vrednosti pokazatelja prosečna neto zarada



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Velicina uzorka
Proseč- na neto zarada	0	144	215	290	434	993	2.982	392	N=4.376

⁹⁴ Pored prosečne vrednosti zarada u jednom društvu, veoma je bitan način na koji su one raspoređene. Takođe, na motivaciju i kvalitet zaposlenih, osim visine i rasporeda zarada utiče i veliki broj drugih faktora. Međutim, racionalnost nalaže da u finansijskoj analizi iskoristimo raspoložive podatke na što bolji način.

Prosečna neto zarada u uporedivim maloprodajnim lancima je iznosila 319 evra, a medijana 290 evra.

Tumačenje:

Prosečna neto zarada zaposlenih lica u *Delhaize* je u 2013. godini iznosila 288 evra.

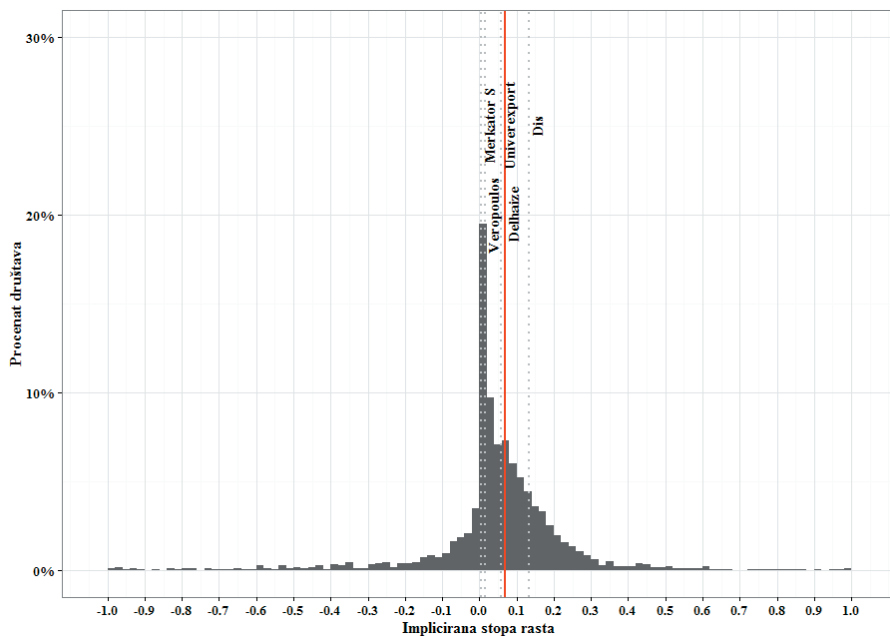
Implicirana stopa rasta

je očekivana buduća stopa rasta neto rezultata. Dobija se množenjem prinosa na kapital sa stopom reinvestiranja. Počiva na fundamentalnoj činjenici da isplata dividende vlasnicima smanjuje stopu reinvestiranja u društvo i samim tim ograničava njegove mogućnosti za rast. Opseg vrednosti implicirane stope rasta je time ograničen visinom stope prinosa na kapital. Zbog svoje konzervativnosti, veze sa fundamentima i jednostavnosti se koristi kao okvirna vrednost u projekciji finansijskih izveštaja i proceni vrednosti kapitala. Naravno, kako jednostavnost ima svoju cenu, pretpostavke ovog modela su prilično rigidne, a one su da je jedini izvor rasta i smanjenja vrednosti kapitala neto rezultat, da nema značajnih razlika između neto rezultata i gotovinskog toka ka kapitalu i da su ratio isplate dividendi i stopa prinosa na kapital konstantne u okviru perioda predviđanja. Sa odstupanjem od gore navedenih pretpostavki, očekivana stopa gubi na preciznosti i ekonomskom smislu. Zrela društva sa stabilnom strukturom finansiranja i ustanovljenim dividendama su najpogodnija za primenu ovog ratio broja. U slučajevima u kojima je zbog negativnog kapitala bilo nemoguće izvršiti kalkulaciju stope prinosa na kapital, ni kalkulacija implicirane stope rasta nije moguća.

Kalkulacija:

$$\text{ROE} \times (1 - \text{Ratio isplate dividende})$$

Grafik 54. Histogram vrednosti pokazatelja implicirana stopa rasta



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksi- mum	Prosek	Veličina uzorka
Implicira- na stopa rasta	-1,00	-0,27	0,00	0,04	0,12	0,30	1,00	0,05	N=2.819

Prosečna implicirana stopa rasta u uporedivoj grupi maloprodajnih lanaca je iznosila 5,26%, a medijana 3,63%.

Tumačenje:

U slučaju *Delhaize*-a, usled činjenice da u prethodne dve godine nisu isplaćivane dividende, implicirana stopa rasta je jednaka stopi prinosa na kapital tj. 6,90%.

Održiva stopa rasta

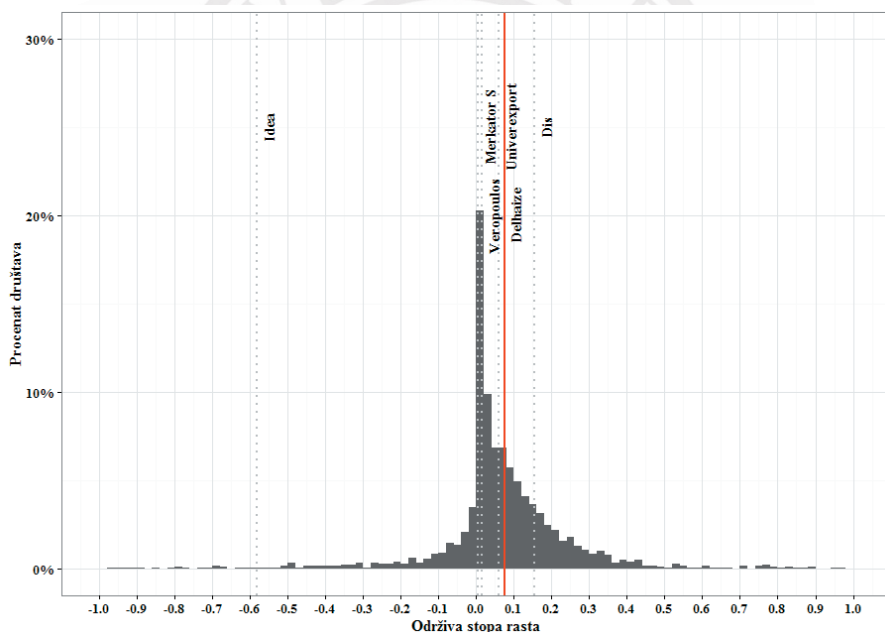
je očekivana godišnja stopa rasta u prihodima imajući u vidu finansijsku politiku društva (Higgins R.,1972).

Ukoliko privredno društvo celokupnu dobit isplaćuje u vidu dividende, održiva stopa rasta je jednaka nuli. Ukoliko je neto rezultat nula, održiva stopa rasta je takođe nula.

Kalkulacija:

$$\text{Održiva stopa rasta}^{95} = (\text{Neto margina} \times (1 - \text{Racio isplate dividende}) \times (1 + \text{Racio obaveza prema kapitalu})) / (\text{Poslovna imovina} / \text{Poslovni prihodi} - (\text{Neto margina} \times (1 - \text{Racio isplate dividende}) \times (1 + \text{Racio obaveza prema kapitalu})))$$

Grafik 55. Histogram vrednosti pokazatelja održiva stopa rasta



	Minimum	Percentil 05	Percentil 25	Medijana	Percentil 75	Percentil 95	Maksimum	Prosek	Veličina uzorka
Održiva stopa rasta	-0,98	-0,20	0,01	0,05	0,14	0,35	0,97	0,07	N=2.619

95 Ovde se koriste prethodno definisani pokazatelji (Racio obaveza prema kapitalu se računa na sledeći način (AOP 0424: B. DUGOROČNA REZERVISANJA i OBAVEZE + AOP 0441: V. ODLOŽENE PORESKE OBAVEZE + AOP 0442: G. KRATKOROČNE OBAVEZE) / AOP 0401: A. KAPITAL

Prosečna održiva stopa rasta u uporedivoj grupi maloprodajnih lanaca je iznosila -6,98%, a medijana 1,60%.

Tumačenje:

Delhaize je u 2014. godini imao vrednost održive stope rasta od 7,41%.

Za kalkulaciju održive stopa rasta bi trebalo koristiti očekivane iznose ulaznih racio brojeva (očekivanu neto marginu, očekivani racio dividende, targetirani racio obaveza prema kapitalu). U slučaju korišćenja racio brojeva iz prethodnih perioda, potrebno je proveriti konzistentnost brojeva. Na primer, u slučaju negativnih neto margina u prošlim periodima, potrebno je vrednost isplate dividende fiksirati na 0%, u suprotnom se dobijaju neočekivani rezultati.

Zaključak sekcije

Delhaize je u 2014. godini 53,90% svoje imovine držao u obliku stalne imovine. U 2013. godini 100% akcionarskog kapitala je bilo u vlasništvu fizičkih i pravnih lica sa sedištem u inostranstvu. Dividenda nije isplaćivana proteklih godina, pa je implicirana stopa rasta jednaka stopi prinosa na kapital, tj. 6,90 %. Efektivna poreska stopa na dobit je iznosila 0%. Održiva stopa rasta prihoda je iznosila 7,41%. *Delhaize* je u 2014. godini na svoje finansijske obaveze plaćao prosečnu efektivnu kamatu u iznosu od 24,26%, a mogao bi imati rashode kamate 150 puta veće od sadašnjih bez ulaska u zonu neto gubitka. *Delhaize* je u 2013. godini imao je 52 hiljade evra kapitala investiranog u primarnu delatnost po jednoj zaposlenoj osobi, a prosečna neto zarada je iznosila 288 evra.

Pitanja i odgovori

- ♦ Koje delatnosti su kapitalno, a koje radno intenzivne?

Tipični primeri kapitalno intenzivne delatnosti su:

- Građevinska delatnost
- Izdavanje nekretnina
- Delatnost holding privredno društvo
- Trgovina na veliko
- Proizvodnja ambalaže
- Flaširanje vode

Tipični primeri radno intenzivnih delatnosti su:

- Izdavanje novina
- Proizvodnja obuće
- Pekarska delatnost
- Obezbeđivanje objekata i lica
- Istraživanje i razvoj
- Marketinške usluge.



Finansijski izveštaji Delhaize za 2014. godinu – deo koji je korišćen u primeru analize

Bilans stanja sa stanjem na dan 31.12.2014. godine			
Naziv pozicije	AOP	Iznos u 000 dinara	Iznos u 000 evra
		2014. godina	2014. godina
AKTIVA			
A. UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL	1		
B. STALNA IMOVINA (0003+0010+0019+0024+0034)	2	35,895,916	296,763
I. NEMATERIJALNA IMOVINA (0004+0005+0006+0007+0008+0009)	3	3,864,141	31,946
1. Ulaganja u razvoj	4		
2. Koncesije, patenti, licence, robne i uslužne marke, softver i ostala prava	5	221,897	1,834
3. Gudvil	6	197,432	1,632
4. Ostala nematerijalna imovina	7	3,348,465	27,683
5. Nematerijalna imovina u pripremi	8	96,347	797
6. Avansi za nematerijalnu imovinu	9		
II. NEKRETNINE, POSTROJENJA i OPREMA (0011+0012+0013+0014+0015+0016+0017+0018)	10	27,936,011	230,956
1. Zemljište	11	541,783	4,479
2. Građevinski objekti	12	20,169,122	166,744
3. Postrojenja i oprema	13	4,276,824	35,358
4. Investicione nekretnine	14	731,366	6,046
5. Ostale nekretnine, postrojenja i oprema	15	313,148	2,589

6. Nekretnine, postrojenja i oprema u pripremi	16	616,413	5,096
7. Ulaganja na tuđim nekretninama, postrojenjima i opremi	17	1,247,999	10,318
8. Avansi za nekretnine, postrojenja i opremu	18	39,356	325
III. BIOLOŠKA SREDSTVA (0020+ 0021+ 0022+0023)	19		
1. Šume i višegodišnji zasadi	20		
2. Osnovno stado	21		
3. Biološka sredstva u pripremi	22		
4. Avansi za biološka sredstva	23		
IV. DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI (0025+0026+0027+0028+0029+0030+0031+0032+0033)	24	4,086,771	33,787
1. Učešća u kapitalu zavisnih pravnih lica	25	3,896,170	32,211
2. Učešća u kapitalu pridruženih pravnih lica i zajedničkim poduhvatima	26		
3. Učešća u kapitalu ostalih pravnih lica i druge hartije od vrednosti raspoložive za prodaju	27	79	1
4. Dugoročni plasmani matičnim i zavisnim pravnim licima	28		
5. Dugoročni plasmani ostalim povezanim pravnim licima	29		
6. Dugoročni plasmani u zemlji	30		
7. Dugoročni plasmani u inostranstvu	31		
8. Hartije od vrednosti koje se drže do dospeća	32		
9. Ostali dugoročni finansijski plasmani	33	190,522	1,575
V. DUGOROČNA POTRAŽIVANJA (0035+0036+0037+0038+0039+0040+0041)	34	8,993	74
1. Potraživanja od matičnog i zavisnih pravnih lica	35		
2. Potraživanja od ostalih povezanih lica	36		
3. Potraživanja po osnovu prodaje na robni kredit	37		
4. Potraživanje za prodaju po ugovorima o finansijskom lizingu	38		
5. Potraživanja po osnovu jemstva	39		
6. Sporna i sumnjiva potraživanja	40		

7. Ostala dugoročna potraživanja	41	8,993	74
V. ODLOŽENA PORESKA SREDSTVA	42	1,288,530	10,653
G. OBRTNA IMOVINA (0044+0051+0059+0060+0061+0062+0068+0069+0070)	43	29,415,989	243,191
I. ZALIHE (0045+0046+0047+0048+0049+0050)	44	6,068,610	50,171
1. Materijal, rezervni delovi, alat i sitan inventar	45	44,231	366
2. Nedovršena proizvodnja i nedovršene usluge	46		
3. Gotovi proizvodi	47		
4. Roba	48	5,773,529	47,732
5. Stalna sredstva namenjena prodaji	49	173,844	1,437
6. Plaćeni avansi za zalihe i usluge	50	77,006	637
II. POTRAŽIVANJA PO OSNOVU PRODAJE (0052+0053+0054+0055+0056+0057+0058)	51	9,675,656	79,992
1. Kupci u zemlji - matična i zavisna pravna lica	52	8,280,589	68,458
2. Kupci u inostranstvu - matična i zavisna pravna lica	53	2,805	23
3. Kupci u zemlji - ostala povezana pravna lica	54		
4. Kupci u inostranstvu - ostala povezana pravna lica	55		
5. Kupci u zemlji	56	1,313,916	10,863
6. Kupci u inostranstvu	57	78,346	648
7. Ostala potraživanja po osnovu prodaje	58		
III. POTRAŽIVANJA IZ SPECIFIČNIH POSLOVA	59	922	8
IV. DRUGA POTRAŽIVANJA	60	71,888	594
V. FINANSIJSKA SREDSTVA KOJA SE VREDNUJU PO FER VREDNOSTI KROZ BILANS USPEHA	61		
VI. KRATKOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI (0063+0064+0065+0066+0067)	62	1,251,107	10,343
1. Kratkoročni krediti i plasmani - matična i zavisna pravna lica	63	2,800	23
2. Kratkoročni krediti i plasmani - ostala povezana pravna lica	64		
3. Kratkoročni krediti i zajmovi u zemlji	65		

4. Kratkoročni krediti i zajmovi u inostranstvu	66		
5. Ostali kratkoročni finansijski plasmani	67	1,248,307	10,320
VII. GOTOVINSKI EKVIVALENTI i GOTOVINA	68	12,202,970	100,886
VIII. POREZ NA DODATU VREDNOST	69	5,460	45
IX. AKTIVNA VREMENSKA RAZGRANIČENJA	70	139,376	1,152
D. UKUPNA AKTIVA = POSLOVNA IMOVINA (0001 + 0002 + 0042 + 0043)	71	66,600,435	550,607
Đ. VANBILANSNA AKTIVA	72	377,944	3,125
PASIVA			
A. KAPITAL (0402 + 0411 - 0412 + 0413 + 0414 + 0415 - 0416 + 0417 + 0420 - 0421) ≥ 0 = (0071 - 0424 - 0441 - 0442)	401	43,414,452	358,921
I. OSNOVNI KAPITAL (0403+0404+0405+0406+0407+0408+0409+0410)	402	54,574,544	451,185
1. Akcijski kapital	403		
2. Udeli društava s ograničenom odgovornošću	404	54,574,544	451,185
3. Ulozi	405		
4. Državni kapital	406		
5. Društveni kapital	407		
6. Zadružni udeli	408		
7. Emisiona premija	409		
8. Ostali osnovni kapital	410		
II. UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL	411		
III. OTKUPLJENE SOPSTVENE AKCIJE	412		
IV. REZERVE	413	131,443	1,087
V. REVALORIZACIONE REZERVE PO OSNOVU REVALORIZACIJE NEMATERIJALNE IMOVINE, NEKRETNINA, POSTROJENJA i OPREME	414	4,435,139	36,667
VI. NEREALIZOVANI DOBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI i DRUGIH KOMPONENTI OSTALOG SVEOBUHVAATNOG REZULTATA (potražna salda računa grupe 33 osim 330)	415		

VII. NEREALIZOVANI GUBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI i DRUGIH KOMONENTI OSTALOG SVEOBUHVAATNOG REZULTATA (dugovna salda računa grupe 33 osim 330)	416	16,077	133
VIII. NERASPOREĐENI DOBITAK (0418 + 0419)	417	7,355,375	60,809
1. Neraspoređeni dobitak ranijih godina	418	4,360,175	36,047
2. Neraspoređeni dobitak tekuće godine	419	2,995,200	24,762
IX. UČEŠĆE BEZ PRAVA KONTROLE	420		
X. GUBITAK (0422 + 0423)	421	23,065,972	190,694
1. Gubitak ranijih godina	422	23,065,972	190,694
2. Gubitak tekuće godine	423		
B. DUGOROČNA REZERVISANJA i OBAVEZE (0425 + 0432)	424	1,233,060	10,194
I. DUGOROČNA REZERVISANJA (0426 + 0427 + 0428 + 0429 + 0430 + 0431)	425	1,224,102	10,120
1. Rezervisanja za troškove u garantnom roku	426		
2. Rezervisanja za troškove obnavljanja prirodnih bogatstava	427		
3. Rezervisanja za troškove restrukturiranja	428		
4. Rezervisanja za naknade i druge beneficije zaposlenih	429	82,875	685
5. Rezervisanja za troškove sudskih sporova	430	941,767	7,786
6. Ostala dugoročna rezervisanja	431	199,460	1,649
II. DUGOROČNE OBAVEZE (0433 + 0434 + 0435 + 0436 + 0437 + 0438 + 0439 + 0440)	432	8,958	74
1. Obaveze koje se mogu konvertovati u kapital	433		
2. Obaveze prema matičnim i zavisnim pravnim licima	434		
3. Obaveze prema ostalim povezanim pravnim licima	435		
4. Obaveze po emitovanim hartijama od vrednosti u periodu dužem od godinu dana	436		
5. Dugoročni krediti i zajmovi u zemlji	437		
6. Dugoročni krediti i zajmovi u inostranstvu	438		
7. Obaveze po osnovu finansijskog lizinga	439	8,958	74
8. Ostale dugoročne obaveze	440		

V. ODLOŽENE PORESKE OBAVEZE	441		
G. KRATKOROČNE OBAVEZE (0443 + 0450 + 0451 + 0459 + 0460 + 0461 + 0462)	442	21,952,923	181,492
I. KRATKOROČNE FINANSIJSKE OBAVEZE (0444 + 0445 + 0446 + 0447 + 0448 + 0449)	443	27,238	225
1. Kratkoročni krediti od matičnih i zavisnih pravnih lica	444		
2. Kratkoročni krediti od ostalih povezanih pravnih lica	445		
3. Kratkoročni krediti i zajmovi u zemlji	446		
4. Kratkoročni krediti i zajmovi u inostranstvu	447		
5. Obaveze po osnovu stalnih sredstava i sredstava obustavljenog poslovanja namenjenih prodaji	448		
6. Ostale kratkoročne finansijske obaveze	449	27,238	225
II. PRIMLJENI AVANSI, DEPOZITI i KAUCIJE	450	11,160	92
III. OBAVEZE IZ POSLOVANJA (0452 + 0453 + 0454 + 0455 + 0456 + 0457 + 0458)	451	20,856,770	172,429
1. Dobavljači - matična i zavisna pravna lica u zemlji	452	22,263	184
2. Dobavljači - matična i zavisna pravna lica u inostranstvu	453	273,590	2,262
3. Dobavljači - ostala povezana pravna lica u zemlji	454		
4. Dobavljači - ostala povezana pravna lica u inostranstvu	455		
5. Dobavljači u zemlji	456	11,422,139	94,430
6. Dobavljači u inostranstvu	457	1,405,725	11,622
7. Ostale obaveze iz poslovanja	458	7,733,053	63,932
IV. OSTALE KRATKOROČNE OBAVEZE	459	473,352	3,913
V. OBAVEZE PO OSNOVU POREZA NA DODATU VREDNOST	460	231,860	1,917
VI. OBAVEZE ZA OSTALE POREZE, DOPRINOSE i DRUGE DAŽBINE	461	21	0
VII. PASIVNA VREMENSKA RAZGRANIČENJA	462	352,522	2,914
D. GUBITAK IZNAD VISINE KAPITALA (0412 + 0416 + 0421 - 0420 - 0417 - 0415 - 0414 - 0413 - 0411 - 0402) ≥ 0 = (0441 + 0424 + 0442 - 0071) ≥ 0	463		
Đ. UKUPNA PASIVA (0424 + 0442 + 0441 + 0401 - 0463) ≥ 0	464	66,600,435	550,607
E. VANBILANSNA PASIVA	465	377,944	3,125

Bilans uspeha za period od 01.01.2014 do 31.12.2014. godine			
Naziv pozicije	AOP	Iznos u 000 dinara	Iznos u 000 evra
		2014. godina	2014. godina
PRIHODI IZ REDOVNOG POSLOVANJA			
A. POSLOVNI PRIHODI (1002 + 1009 + 1016 + 1017)	1001	74,943,321	619,580
I. PRIHODI OD PRODAJE ROBE (1003 + 1004 + 1005 + 1006 + 1007+ 1008)	1002	74,193,882	613,384
1. Prihodi od prodaje robe matičnim i zavisnim pravnim licima na domaćem tržištu	1003	12,216,911	101,001
2. Prihodi od prodaje robe matičnim i zavisnim pravnim licima na inostranom tržištu	1004	54,988	455
3. Prihodi od prodaje robe ostalim povezanim pravnim licima na domaćem tržištu	1005		
4. Prihodi od prodaje robe ostalim povezanim pravnim licima na inostranom tržištu	1006		
5. Prihodi od prodaje robe na domaćem tržištu	1007	61,691,403	510,022
6. Prihodi od prodaje robe na inostranom tržištu	1008	230,580	1,906
II. PRIHODI OD PRODAJE PROIZVODA i USLUGA (1010 + 1011 + 1012 + 1013 + 1014 + 1015)	1009	65,672	543
1. Prihodi od prodaje proizvoda i usluga matičnim i zavisnim pravnim licima na domaćem tržištu	1010	17,407	144
2. Prihodi od prodaje proizvoda i usluga matičnim i zavisnim pravnim licima na inostranom tržištu	1011	248	2
3. Prihodi od prodaje proizvoda i usluga ostalim povezanim pravnim licima na domaćem tržištu	1012		
4. Prihodi od prodaje proizvoda i usluga ostalim povezanim pravnim licima na inostranom tržištu	1013		
5. Prihodi od prodaje proizvoda i usluga na domaćem tržištu	1014	37,856	313
6. Prihodi od prodaje gotovih proizvoda i usluga na inostranom tržištu	1015	10,161	84
III. PRIHODI OD PREMIJA, SUBVENCIIJA, DOTACIJA, DONACIJA i SL.	1016		
IV. DRUGI POSLOVNI PRIHODI	1017	683,767	5,653
RASHODI IZ REDOVNOG POSLOVANJA			
B. POSLOVNI RASHODI (1019 - 1020 - 1021 + 1022 + 1023 + 1024 + 1025 + 1026 + 1027 + 1028 + 1029) ≥ 0	1018	71,646,608	592,325
I. NABAVNA VREDNOST PRODATE ROBE	1019	58,570,673	484,222
II. PRIHODI OD AKTIVIRANJA UČINAKA i ROBE	1020	28,977	240

III. POVEĆANJE VREDNOSTI ZALIHA NEDOVRŠENIH i GOTOVIH PROIZVODA i NEDOVRŠENIH USLUGA	1021		
IV. SMANJENJE VREDNOSTI ZALIHA NEDOVRŠENIH i GOTOVIH PROIZVODA i NEDOVRŠENIH USLUGA	1022		
V. TROŠKOVI MATERIJALA	1023	760,158	6,284
VI. TROŠKOVI GORIVA i ENERGIJE	1024	1,088,538	8,999
VII. TROŠKOVI ZARADA, NAKNADA ZARADA i OSTALI LIČNI RASHODI	1025	5,245,555	43,367
VIII. TROŠKOVI PROIZVODNIH USLUGA	1026	2,506,354	20,721
IX. TROŠKOVI AMORTIZACIJE	1027	1,612,372	13,330
X. TROŠKOVI DUGOROČNIH REZERVISANJA	1028	6,106	50
XI. NEMATERIJALNI TROŠKOVI	1029	1,885,829	15,591
V. POSLOVNI DOBITAK (1001 - 1018) ≥ 0	1030	3,296,713	27,255
G. POSLOVNI GUBITAK (1018 - 1001) ≥ 0	1031		
D. FINANSIJSKI PRIHODI (1033 + 1038 + 1039)	1032	377,665	3,122
I. FINANSIJSKI PRIHODI OD POVEZANIH LICA i OSTALI FINANSIJSKI PRIHODI (1034 + 1035 + 1036 + 1037)	1033	122,562	1,013
1. Finansijski prihodi od matičnih i zavisnih pravnih lica	1034	121,880	1,008
2. Finansijski prihodi od ostalih povezanih pravnih lica	1035		
3. Prihodi od učešća u dobitku pridruženih pravnih lica i zajedničkih poduhvata	1036		
4. Ostali finansijski prihodi	1037	682	6
II. PRIHODI OD KAMATA (OD TREĆIH LICA)	1038	179,327	1,483
III. POZITIVNE KURSNE RAZLIKE i POZITIVNI EFEKTI VALUTNE KLAUZULE (PREMA TREĆIM LICIMA)	1039	75,776	626
Đ. FINANSIJSKI RASHODI (1041 + 1046 + 1047)	1040	245,224	2,027
I. FINANSIJSKI RASHODI IZ ODNOSA SA POVEZANIM PRAVNIM LICIMA i OSTALI FINANSIJSKI RASHODI (1042 + 1043 + 1044 + 1045)	1041	93,895	776
1. Finansijski rashodi iz odnosa sa matičnim i zavisnim pravnim licima	1042	10,509	87
2. Finansijski rashodi iz odnosa sa ostalim povezanim pravnim licima	1043		
3. Rashodi od učešća u gubitku pridruženih pravnih lica i zajedničkih poduhvata	1044		
4. Ostali finansijski rashodi	1045	83,386	689

II. RASHODI KAMATA (PREMA TREĆIM LICIMA)	1046	13,207	109
III. NEGATIVNE KURSNE RAZLIKE I NEGATIVNI EFEKTI VALUTNE KLAUZULE (PREMA TREĆIM LICIMA)	1047	138,122	1,142
E. DOBITAK IZ FINANSIRANJA (1032 - 1040)	1048	132,441	1,095
Ž. GUBITAK IZ FINANSIRANJA (1040 - 1032)	1049		
Z. PRIHODI OD USKLAĐIVANJA VREDNOSTI OSTALE IMOVINE KOJA SE ISKAZUJE PO FER VREDNOSTI KROZ BILANS USPEHA	1050	407	3
I. RASHODI OD USKLAĐIVANJA VREDNOSTI OSTALE IMOVINE KOJA SE ISKAZUJE PO FER VREDNOSTI KROZ BILANS USPEHA	1051	131,349	1,086
J. OSTALI PRIHODI	1052	740,731	6,124
K. OSTALI RASHODI	1053	2,066,787	17,087
L. DOBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA (1030 - 1031 + 1048 - 1049 + 1050 - 1051 + 1052 - 1053)	1054	1,972,156	16,304
LJ. GUBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA (1031 - 1030 + 1049 - 1048 + 1051 - 1050 + 1053 - 1052)	1055		
M. NETO DOBITAK POSLOVANJA KOJE SE OBUSTAVLJA, EFEKTI PROMENE RAČUNOVODSTVENE POLITIKE I ISPRAVKA GREŠAKA IZ RANIJIH PERIODA	1056		
N. NETO GUBITAK POSLOVANJA KOJE SE OBUSTAVLJA, RASHODI PROMENE RAČUNOVODSTVENE POLITIKE I ISPRAVKA GREŠAKA IZ RANIJIH PERIODA	1057		
NJ. DOBITAK PRE OPOREZIVANJA (1054 - 1055 + 1056 - 1057)	1058	1,972,156	16,304
O. GUBITAK PRE OPOREZIVANJA (1055 - 1054 + 1057 - 1056)	1059		
P. POREZ NA DOBITAK			
I. PORESKI RASHOD PERIODA	1060		
II. ODLOŽENI PORESKI RASHODI PERIODA	1061		
III. ODLOŽENI PORESKI PRIHODI PERIODA	1062	1,023,044	8,458
R. ISPLAĆENA LIČNA PRIMANJA POSLODAVCA	1063		
S. NETO DOBITAK (1058 - 1059 - 1060 - 1061 + 1062 - 1063)	1064	2,995,200	24,762
T. NETO GUBITAK (1059 - 1058 + 1060 + 1061 - 1062 + 1063)	1065		

I. NETO DOBITAK KOJI PRIPADA MANJINSKIM ULAGAČIMA	1066
II. NETO DOBITAK KOJI PRIPADA VEĆINSKOM VLASNIKU	1067
III. NETO GUBITAK KOJI PRIPADA MANJINSKIM ULAGAČIMA	1068
IV. NETO GUBITAK KOJI PRIPADA VEĆINSKOM VLASNIKU	1069
V. ZARADA PO AKCIJI	
1. Osnovna zarada po akciji	1070
2. Umanjena (razvodnjena) zarada po akciji	1071



Izveštaj o tokovima gotovine u periodu od 01.01.2014 do 31.12.2014. godine			
Naziv pozicije	AOP	Iznos u 000 dinara	Iznos u 000 evra
		2014. godina	2014. godina
A. TOKOVI GOTOVINE IZ POSLOVNIH AKTIVNOSTI	3001	88,603,436	732,512
I. Prilivi gotovine iz poslovnih aktivnosti (1 do 3)	3001	88,603,436	732,512
1. Prodaja i primljeni avansi	3002	87,842,456	726,221
2. Primljene kamate iz poslovnih aktivnosti	3003	156,633	1,295
3. Ostali prilivi iz redovnog poslovanja	3004	604,347	4,996
II. Odlivi gotovine iz poslovnih aktivnosti (1 do 5)	3005	86,123,032	712,006
1. Isplate dobavljačima i dati avansi	3006	78,964,089	652,821
2. Zarade, naknade zarada i ostali lični rashodi	3007	5,388,265	44,546
3. Plaćene kamate	3008	18,568	154
4. Porez na dobitak	3009		
5. Odlivi po osnovu ostalih javnih prihoda	3010	1,752,110	14,485
III. Neto priliv gotovine iz poslovnih aktivnosti (I-II)	3011	2,480,404	20,506
IV. Neto odliv gotovine iz poslovnih aktivnosti (II-I)	3012		
B. TOKOVI GOTOVINE IZ AKTIVNOSTI INVESTIRANJA	3013	5,245,318	43,365
I. Prilivi gotovine iz aktivnosti investiranja (1 do 5)	3013	5,245,318	43,365
1. Prodaja akcija i udela (neto prilivi)	3014		
2. Prodaja nematerijalne imovine, nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava	3015	318,067	2,630
3. Ostali finansijski plasmani (neto prilivi)	3016	4,032,100	33,335
4. Primljene kamate iz aktivnosti investiranja	3017	895,151	7,400
5. Primljene dividende	3018		
II. Odlivi gotovine iz aktivnosti investiranja (1 do 3)	3019	5,324,099	44,016
1. Kupovina akcija i udela (neto odlivi)	3020	18,363	152
2. Kupovina nematerijalne imovine, nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava	3021	5,305,736	43,864
3. Ostali finansijski plasmani (neto odlivi)	3022		
III. Neto priliv gotovine iz aktivnosti investiranja (I-II)	3023		
IV. Neto odliv gotovine iz aktivnosti investiranja (II-I)	3024	78,781	651

V. TOKOVI GOTOVINE IZ AKTIVNOSTI FINANSIRANJA			
I. Prilivi gotovine iz aktivnosti finansiranja (1 do 5)	3025	4,630,000	38,278
1. Uvećanje osnovnog kapitala	3026	4,630,000	38,278
2. Dugoročni krediti (neto prilivi)	3027		
3. Kratkoročni krediti (neto prilivi)	3028		
4. Ostale dugoročne obaveze	3029		
5. Ostale kratkoročne obaveze	3030		
II. Odlivi gotovine iz aktivnosti finansiranja (1 do 6)	3031	35,015	289
1. Otkup sopstvenih akcija i udela	3032		
2. Dugoročni krediti (odlivi)	3033		
3. Kratkoročni krediti (odlivi)	3034		
4. Ostale obaveze (odlivi)	3035		
5. Finansijski lizing	3036	35,015	289
6. Isplaćene dividende	3037		
III. Neto priliv gotovine iz aktivnosti finansiranja (I-II)	3038	4,594,985	37,988
IV. Neto odliv gotovine iz aktivnosti finansiranja (II-I)	3039		
G. SVEGA PRILIV GOTOVINE (3001 + 3013 + 3025)	3040	98,478,754	814,155
D. SVEGA ODLIV GOTOVINE (3005 + 3019 + 3031)	3041	91,482,146	756,311
Đ. NETO PRILIV GOTOVINE (3040 - 3041)	3042	6,996,608	57,843
E. NETO ODLIV GOTOVINE (3041 - 3040)	3043		
Ž. GOTOVINA NA POČETKU OBRAČUNSKOG PERIODA	3044	5,227,596	43,218
Z. POZITIVNE KURSNE RAZLIKE PO OSNOVU PRERAČUNA GOTOVINE	3045	1,560	13
I. NEGATIVNE KURSNE RAZLIKE PO OSNOVU PRERAČUNA GOTOVINE	3046	22,794	188
J. GOTOVINA NA KRAJU OBRAČUNSKOG PERIODA (3042 - 3043 + 3044 + 3045 - 3046)	3047	12,202,970	100,886

- 2012 Report to the Nations*. (2010). Retrieved Oktobar 01, 2013, from Association of Certified Fraud Examiners: <http://www.acfe.com/rtn-highlights.aspx>
- Agencija za licenciranje stečajnih upravnika. (2016, Novembar 4). *Prosečno trajanje stečajnih postupaka*. Retrieved Avgust 16, 2013, from Agencija za licenciranje stečajnih upravnika: <http://alsu.gov.rs/statistika-stecajnih-postupaka/>
- Agencija za privredne registre. (2013). *Napomene uz finansijske izveštaje privrednog društva Tigar*. Retrieved Avgust 28, 2013, from Agencija za privredne registre, finansijski izveštaji i bonitet: http://www.tigar.com/docs/izvestaji/izvestaji11/TIGARad_Konsolidovani_izvestaj_revizora_2011_SR.pdf
- Agencija za privredne registre. (2013). *Napomene uz finansijske izveštaje za 2012. godinu Metalac*. Retrieved Avgust 20, 2013, from Objavlivanje finansijskih izveštaja: http://fi.apr.gov.rs/prijemfi/cir/Podaci_Komplet_1.asp?strSearch=07177984&kod=a1d60e4733a0377fb862b61d92d0feb52a60217c&godina=2011&pk_zag=283831
- Agencija za privredne registre. (2013). *Napomene za privredno društvo Telekom*. Retrieved Mart 20, 2013, from Agencija za privredne registre, finansijski izveštaji: http://www.telekom.rs/Dokumenta/pr/pdf/telekom_izvestaj%20revizora_konsolidovani%20statutarni%20fi_%202011_final.pdf
- Altman, E. (1968). Financial Ratio, Discriminate Analysis and Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance*, str. 589-629.
- Amor, K., & Warner, A. (2003). *Uncovering Creative Accounting*. London: Pearson Education Limited.
- APR. (2015). *Napomene uz finansijske izveštaje privrednog društva Delhaize Serbia doo za 2014. godinu*. Retrieved from Agencija za privredne registre: <http://pretraga2.apr.gov.rs/pretragaObveznikaFI/>
- Barjaktarović, L. (2009). *Upravljanje rizikom*. Beograd: Univerzitet Singidunum.
- Bradley, B., & Cowdery, C. (2004). *Small Business: Causes of Bankruptcy*. Retrieved Avgust 19, 2013, from Small Business Advancement National Center: http://sbaer.uca.edu/research/asbe/2004_fall/16.pdf

- CNN Money. (2009, November 01). *The 10 Largest U.S. Bankruptcies*. Retrieved August 15, 2013, from CNN Money, A Service of CNN, Fortune & Money: http://money.cnn.com/galleries/2009/fortune/0905/gallery.largest_bankruptcies.fortune/index.html
- Dechow, P., Ge, W., Larson, C., & Sloan, R. (2011). Predicting Material Accounting Misstatement. *Contemporary Accounting Research*, 28 (1), 17-82.
- Eccles, R., & Saltzman, D. (2011). The Role of the Board in Accelerating the Adoption of Integrated Reporting. *Stanford Social Innovation Review* .
- Eccles, R., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science* 60 (11), pp. 2835-2857.
- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have Financial Statements Lost Their Relevance? *Journal of Accounting Research*, 37 (2), pp. 319-352.
- Fridson, M., & Alvarez, F. (2002). *Financial Statement Analysis*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Gherai, D. E., & Balaciu, D. E. (2011). From Creative Accounting Practices and Enron Phenomenon to the Current Financial Crisis. *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica*, 13(1), 34-41.
- Higgins, R. (1998). *Analysis for Financial Managers*. New York: Irwin Mc Graw Hill.
- Higgins, R. (1977). How Much Growth Can A Firm Afford? *Financial Management*, 6 (3), pp. 7-16.
- Hodgson, P. (2013, Jul 19). *The Five Highest Cash Bonuses in CEO America*. Retrieved August 24, 2013, from Forbes: <http://www.forbes.com/sites/paulhodgson/2013/07/19/the-five-highest-cash-bonuses-in-ceo-america/>
- IASB. (2011, Februar 18). *IAS 1: Presentation of Financial Statements*. Retrieved August 26, 2013, from IASB: <http://www.ifrs.org/Pages/default.aspx>
- IASB. (2003). *IAS 16 - Property, plant and equipment*. Retrieved from Iasplus: <http://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias16>
- IASB. (2009). *IAS 18: Revenue*. Retrieved August 2013, 2013, from IAS-plus: <http://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias18>
- IASB. (2007, March). *IAS 23 - Borrowing Costs*. Retrieved from Iasplus: <http://www.ias-plus.com/en/standards/ias/ias23>
- IASB. (2013). *IFRS 13 - Fair Value Measurement*. Retrieved December 25, 2016, from International Financial Reporting Standards: <http://www.ifrs.org/IFRSs/Pages/IFRS.aspx>

IASB. (2001a). *The IFRS framework*.

Knežević, G., Mizdraković, V., & Arežina, N. (2012). Management as Cause and Instrument of Creative Accounting Suppression. *Management*, 62 (1), 103-110.

KPMG. (2013, Decembar 8). *Survey of Corporate Responsibility Reporting*. Retrieved from KPMG: home.kpmg.com

Kulić, S. (2002). *Primena Međunarodnih računovodstvenih standarda*. Beograd: SRRS.

Marai, A., & Pavlović, V. (2014). An Overview of Earnings Management Measurement Approaches: Development and Evaluation. *Facta Universitatis*, 11 (1), 21-36.

Meigs, R. (2000). *Financial Accounting*. Wiley.

Mizdraković, V. (2012). *Komparativna analiza ekonomskih aspekata stečaja*. Retrieved August 21, 2013, from Singipedia, Naučno-istraživački portal: <http://www.singipedia.com/content/3276-Komparativna-analiza-ekonomskih-aspekata-ste%C4%8Daja>

Narodna skupština Republike Srbije. (2013). *Zakon o računovodstvu*. Retrieved August 26, 2013, from Narodna skupština Republike Srbije: <http://www.parlament.gov.rs/akti/doneti-zakoni/doneti-zakoni.1033.html>

Narodna skupština RS. (2016). *Zakon o javno-privatnom partnerstvu i koncesijama*. Retrieved from Paragraf: http://www.paragraf.rs/propisi/zakon_o_javno_privatnom_partnerstvu_i_koncesijama.html

Narodna skupština RS. (2015). *Zakon o rokovima izmirenja novčanih obaveza u komercijalnim transakcijama*. Retrieved from Paragraf: http://www.paragraf.rs/propisi/zakon_o_rokovima_izmirenja_novcanih_obaveza_u_komercijalnim_transakcijama.html

Narodna skupština. (2013a). *Zakon o reviziji*. Retrieved from Narodna skupština Republike Srbije: <http://www.parlament.gov.rs/upload/archive/files/cir/pdf/zakoni/2013/2270-13.pdf>

NBS. (2013). *Izveštaj Narodne banke Srbije o inflaciji - februar 2013*. Retrieved from Narodna banka Srbije: <http://www.nbs.rs/internet/latinica/90/ioi.html>

NBS. (2014, decembar). *Izveštaj o dinarizaciji finansijskog sistema Srbije - decembar 2014*. Retrieved from Narodna banka Srbije: <https://www.nbs.rs/internet/latinica/90/dinarizacija/index.html>

Palepu, K., Healy, P., Bernard, V., & Peek, E. (2007). *Business Analysis and Valuation*. London: Thompson, IFRS Edition.

Peavler, R. (2013). *Restrictive Bank Loan Covenants for Small Businesses*. Retrieved August 20, 2013, from About.com Business Finance: <http://bizfinance.about.com/od/businessloans/qt/restrictive-bank-loan-covenants-small-businesses.htm>

- Petković, A. (2010). *Forenzička revizija*. Bečaj: Proleter.
- Petrović, M. (2002a). Smisao i korist od računovodstvenih standarda. In *Primena Međunarodnih računovodstvenih standarda*. Beograd: Savez računovođa i revizora Srbije.
- Petrović, Z. (2013). *Finansijsko izveštavanje*. Beograd: Univerzitet Singidunum.
- Petrović, Z. (2010). *Međunarodni standardi revizije*. Beograd: Univerzitet Singidunum.
- Petrović, Z., Stanišić, N., & Vićentijević, K. (2016). *Priručnik za primenu kontnog okvira za privredna društva, zadruge i preduzetnike*. Beograd: Poslovni informativni centar.
- Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy*. New York: Free Press.
- Pratt, J. (2003). *Financial Accounting in an Economic Context*. New York: Wiley Publishing.
- Ranković, J. (2003). *Teorija bilansa*. Beograd: Ekonomski fakultet.
- SIFMA Invested in America. (2013, Semptember 12). *Statistics and data pertaining to financial markets and the economy*. Retrieved Semptembar 29, 2013, from SIFMA: Statistics and data pertaining to financial markets and the economy.
- Singleton, T., & Singleton, A. (2010). *Fraud auditing and forensic accounting, Fourth edition*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Sl. glasnik RS 112. (2015). *Zakon o porezu na dobit preduzeća*.
- Sl. glasnik RS 95. (2014). *Pravilnik o kontnom okviru i sadržini računa u kontnom okviru za privredna društva, zadruge, druga pravna lica i preduzetnike*.
- Službeni glasnik RS. (2014). *Pravilnik o sadržini i formi obrazaca finansijskih izveštaja za privredna društva, zadruge i preduzetnike*. Retrieved decembar 22, 2016, from Overa:
<http://www.overa.rs/pravilnik-o-sadrzini-i-formi-obrazaca-finansijskih-izvestaja-za-privredna-drustva-zadruge-i-preduzetnike-primenjuje-se-na-fi-za-2014-g.html>
- Službeni glasnik RS. (2011). *Zakon o privrednim društvima*. Beograd, br. 36/2011 i 99/2011.
- Soliman, M. (2008). The Use of DuPont Analysis by Market Participants. *Accounting Review*, 83 (3) .
- Stanisic, M., Radojevic, T., Mizdrakovic, V., & Stanic, N. (2012). Capital Efficiency Analysis of Serbian Companies. *Singidunum Journal of Applied Sciences*, 9 (2), pp. 41-49.
- Stanišić, N., & Knežević, G. (2014). Prelomna tačka: Akademska igračka ili upotrebljiva alatka finansijskog analitičara. *FINIZ 2014* (pp. 45-47). Belgrade: Univerzitet Singidunum.

- Stanišić, N., Mizdraković, V., & Knežević, G. (2013). Corporate Bankruptcy Prediction in the Republic of Serbia. *Industrija*, 41 (4), 145-159.
- Starkman, D. (2005, Avgust 03). *Enron Fraud Pacts Set Record*. Retrieved Avgust 16, 2013, from The Washington Post: <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2005/08/02/AR2005080201977.html>
- Stock Analysis on Net. (2013). *Inventory Disclosure Exxon Mobil*. Retrieved Mart 16, 2013, from Stock Analysis on Net: <http://www.stock-analysis-on.net>
- Stojilković, M., & Krstić, J. (2000). *Finansijska analiza*. Niš: Ekonomski fakultet.
- Sullivan, T., Warren, e., & Westbrook, J. (1998). *Financial Difficulties Of Small Businesses And Reasons For Their Failure*. Retrieved Avgust 15, 2013, from Business Bankruptcy Project, University of Texas at Austin: <http://archive.sba.gov/advo/research/>
- Telekom Srbije. (2013). *Prikz vlasničke strukture Telekom Srbije*. Retrieved Mart 28, 2013, from Telekom Srbija: <http://www.telekom.rs/Contents/ContentDefault.aspx?temp=0&sid=1253&id=1314>
- Thibodeau, J., & Frier, D. (2011). *Auditing and Accounting Cases- third edition*. New York: McGraw-Hill Companies.
- U.S. Department of Justice and the Federal Trade Commission. (2010). *Horizontal Merger Guidelines*. United States of America.
- Wells, J. (2004). *Corporate Fraud Handbook*. New Jersey: John Wiley and Sons.
- Wikinvest. (2013). *Trend - Cash and equivalents*. Retrieved Avgust 20, 2013, from Wikinvest: http://www.wikinvest.com/stock/Apple_%28AAPL%29/Data/Cash_&Equivalents
- World Bank. (2016). *Doing Business 2016: Economy Profile Serbia*. Washington: The International Bank for Reconstruction and Development.
- Žager, K., & Žager, L. (1999). *Analiza finansijskih izvještaja*. Zagreb: Masmedia.

CIP - Каталогизација у публикацији -
Народна библиотека Србије, Београд

657.6(497.11)(075.8)

КНЕЖЕВИЋ, Горанка, 1972-

Analiza finansijskih izveštaja : namenjeno tržištu Republike Srbije /
Goranka Knežević, Nemanja Stanišić, Vule Mizdraković. - 3. izd. - Beograd :
Univerzitet Singidunum, 2019 (Beograd : Caligraph). - IX, 337 str. :
ilustr. ; 24 cm

Tiraž 1.000. - Napomene i bibliografske reference uz tekst. -
Bibliografija: str. 333-337.

ISBN 978-86-7912-651-1

1. Станишић, Немања, 1981- [аутор] 2. Миздраковић, Вуле, 1982- [аутор]

а) Финансијски извештаји - Анализа - Србија

COBISS.SR-ID 273644556

© 2019.

Sva prava zadržana. Nijedan deo ove publikacije ne može biti reprodukovан u bilo kom vidu i
putem bilo kog medija, u delovima ili celini bez prethodne pismene saglasnosti izdavača.



Goranka Knežević
Nemanja Stanišić
Vule Mizdraković

ANALIZA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

NAMENJENO TRŽIŠTU REPUBLIKE SRBIJE

Udžbenik pod naslovom „Analiza finansijskih izveštaja” je prevashodno namenjen studentima viših godina Poslovnog fakulteta u Beogradu Univerziteta Singidunum. Njegova namena je usmerena na izučavanje istoimenog predmeta, ali ga mogu koristiti i ostali zainteresovani za ovu problematiku. Upravo to je opredelilo sadržaj ovog udžbenika, kao i način izlaganja materije. U udžbeniku su razmatrani elementi koji čine jednu potpunu analizu, kao što su: analiza poslovne strategije, analiza računovodstvenih politika, finansijska analiza, kao i primer analize finansijskih izveštaja. Cilj udžbenika nije usmeren isključivo na to da se studenti osposobe da prenesu vrednosti iz finansijskih izveštaja u tabele za računanje finansijskih pokazatelja. Naprotiv, želimo da čitaoci steknu potpuni uvid u suštinu analize finansijskih izveštaja i da kreiraju stav pozitivnog skepticizma, kako prema podacima koji se koriste kao osnova analize finansijskih izveštaja, tako i prema informacijama koje dobijamo kao rezultat ove analize. Imajući u vidu da je udžbenik napisan u skladu sa pozitivno-pravnim propisima Republike Srbije i da je primer analize finansijskih izveštaja urađen na domicilnom privrednom društvu, ovaj udžbenik je prvenstveno namenjen čitaocima na tržištu Republike Srbije.