Univerzitet Singidunum



Lidija Barjaktarović
Zoran Jović
Marko Milojević

POSLOVNE FINANSIJE

Beograd, 2021.

UNIVERZITET SINGIDUNUM
POSLOVNI FAKULTET

Lidija Barjaktarović
Zoran Jović
Marko Milojević

POSLOVNE FINANSIJE

4. dopunjeno izdanje

Beograd, 2021.

POSLOVNE FINASIJE

Autori:

dr Lidija Barjaktarović
dr Zoran Jović
dr Marko Milojević

Recenzenti

dr Milovan Stanišić
dr Radojko Lukić
dr Ljiljana Jeremić

Izdavač:

Univerzitet Singidunum
Danijelova 32
www.singidunum.ac.rs

Za izdavača:
dr Milovan Stanišić

Priprema za štampu:
Miloš Višnjić

Dizajn korica:
Aleksandar Mihajlović, MA

Godina izdanja:
2021

Tiraž:
1700

Štampa:
Birograf, Beograd

ISBN: 978-86-7912-756-3

Copyright:
© 2021. Univerzitet Singidunum
Izdavač zadržava sva prava.
Reprodukcija pojedinih delova ili celine ove publikacije nije dozvoljena.

Sadržaj

Izvod iz recenzije VIII
Predgovor IX

1. DEO
SISTEM FINANSIJSKOG UPRAVLJANJA U PREDUZEĆU

1. Sistem finansijskog upravljanja u preduzeću 4
2. Osnovne odluke u finansijama 17
   2.1. Odluke o finansiranju 31
   2.2. Odluke o investiranju 33
3. Finansijska funkcija preduzeća: pojam, zadaci i organizacija 37
   3.1. Zadaci finansijske funkcije preduzeća 41
   3.2. Organizacija finansijske funkcije preduzeća 45
4. Finansijski cilj preduzeća 52
5. Struktura sistema upravljanja finansijama preduzeća 57

2. DEO
FINANSIJSKA POLITIKA PREDUZEĆA I PRAVILA FINANSIRANJA

1. Finansijska politika kao faktor upravljanja finansijama preduzeća: ciljevi, instrumenti i faktori finansijske politike preduzeća 70
2. Finansijska strategija i pravila finansiranja 82

3. DEO
FINANSIJSKO PLANIRANJE

1. Finansijsko planiranje kao aktivnost upravljanja finansijama preduzeća 96
2. Vrste finansijskih planova preduzeća 98
3. Načela metodologije izrade finansijskog plana 100
4. Svodno finansijsko planiranje 104

4.1. Planski bilans uspeha 105
4.2. Planski bilans stanja 109
4.3. Utvđivanje ciljnog dobtika 120
4.4. Konačna varjanta planskog bilansa uspeha 123
4.5. Konačna varjanta planskog bilansa stanja 126
4.6. Analiza levridža 129
4.6.1. Poslovni levridž 130
4.6.2. Finansijski levridž 134
4.6.3. Složeni levridž 137
4.7. Plan novčanih tokova 140
4.8. Plan dugoročnih (kapitalnih) ulaganja 144
5. Biznis plan u funkciji finansijskog odlučivanja 146
5.1. Izvršni rezime biznis plana 149
5.2. Marketing segment biznis plana 152
5.3. Proizvodni segment biznis plana 153
5.4. Finansijski segment biznis plana 154
6. Osnovi koncepta vremenske vrednosti novca 157
6.1. Buduća vrednost 157
6.2. Sadašnja vrednost 158
6.3. Vrednost serije nejednakih novčanih tokova 160
6.4. Inflacija i vremenska vrednost novca 161

4. DEO
FINANSIJSKA KONTROLA I FINANSIJSKA ANALIZA PREDUZEĆA

1. Finansijska kontrola preduzeća 168
1.1. Pojam i značaj finansijske kontrole 168
1.2. Sadržaj i vrste finansijske kontrole 169
2. Finansijska analiza preduzeća 171
2.1. Pojam i ciljevi finansijske analize 171
2.2. Vrste finansijske analize 174

3. Analiza neto obrtnog fonda (NOF) 176
4. Finansijska analiza pomoću racio brojeva 180
4.1. Racia likvidnosti 181
4.2. Racia aktivnosti (efikasnosti) 188
4.3. Racia finansijske strukture i zaduženosti 194
4.4. Racia rentabilnosti 198
4.5. Racia tržišne vrednosti 202
4.6. Dometi i ograničenja racio analize 207
5. Cash flow analiza 209
5.1. Dometi cash flow analize 215
5.2. Ograničenja cash flow analize 215
6. Funds flow analiza 217
7. Ostali instrumenti finansijske analize 219
8. Sistemi pokazatelja i sintetički pokazatelji 222
8.1. Du Pont sistem analize 222
8.2. Zeta model analize 224

5. DEO

FINANSIJSKO UPRAVLJANJE OBRTNIM SREDSTVIMA U PREDUZEĆU

1. Pojam i klasifikacija obrtnih sredstava 235
2. Kružno kretanje obrtnih sredstava 239
3. Konverzioni ciklus 242
4. Upravljanje zalihama 246
5. Upravljanje potraživanjima od kupaca 250
5.1. Kreditni standard 251
5.2. Kreditni uslovi – credit terms 252
5.3. Monitoring kredita 252
5.4. Prodajna politika 254
6. Upravljanje obavezama prema dobavljačima 256

7. Upravljanje novcem – cash management 257
7.1. Motivi upravljanja novcem 260
7.2. Sistemi upravljanja novcem 261

Finansijska analiza kompanije Metalac a.d. Gornji Milanovac 267
Prilog 301
Literatura 309
Rečnik pojmova 315

Izvod iz recenzije

Težnja autora je bila da materiju i odgovarajuće probleme iz oblasti poslovnih finansija približe studentima pa je stil pisanja jednostavan i razumljiv i prilagođen studentima, što je zadatak koji su autori sebi postavili i u potpunosti ispunili.

Ovu monografiju krasi, što je za studente veoma korisna jer je njima i namenjena, da su posle svakog teorijskog dela dati primeri iz prakse za bolje razumevanje problematike. Takođe, je pohvalno što je za studente koji žele više da saznaju kroz odgovarajuće priloge to i omogućeno. I ono što je najvažnije, autori su vrlo jasno istakli da je sticanje znanja iz ovog predmeta osnov za izučavanje drugih srodnih (više sofisticiranih predmeta) na narednim godinama studija.

Važno je istaći da ova monografija ima izuzetan značaj za domaću i stručnu javnost jer po prvi put:

- celokupno izlaganje prati praktična primena teorijskih znanja, s posebnim osvrtom na poslovanje kompanije Metalac a.d. Gornji Milanovac;
- prikazuje objedinjeno značaj finansijske analize na studiji sučaja Metalca iz Gornjeg Milanovca, odnosno ukazuje na vezu između teorije i prakse, ali i interdisciplinarnosti sa drugim predmetima koji se izučavaju tokom studija;
- se afirmiše profesija u sektoru finansija, kao izvršioca i finansijskog direktora,
- ostvaruje jednostavan vizuelan pristup između teorije i primera.

U Beogradu, decembar 2013.

Prof. dr Milovan Stanišić
Prof. dr Radojko Lukić
Prof. dr Ljiljana Jeremić

Predgovor

Poslovne finansije, kao primenjena ekonomska (naučna) disciplina, trebalo bi da ponude odgovore na pitanje kolika treba da budu finansijska ulaganja u pojedine oblike stalne i obrtne imovine, kao i ulaganje u ukupnu poslovnu imovinu. A u sledećem koraku da daju odgovore na pitanje: iz kojih izvora bi se ta imovina mogla pribaviti, tj. na koji način bi trebalo kreirati finansijsku strukturu izvora finansiranja preduzeća. Finansijski menadžment privrednog subjekta brine o sticanju, finansiranju i upravljanju imovinom, imajući u vidu osnovni cilj poslovanja. U skladu sa tim, glavna područja funkcije finansijskog menadžera su: investiranje, finansiranje i odluke o upravljanju imovinom.

Odluka o investiranju je najvažnija odluka i započinje određivanjem ukupnog iznosa imovine koji je potreban za poslovanje preduzeća. Pošto se donese odluka o strukturi finansiranja onda se pronalazi način kako pribaviti neophodna finansijska sredstva. Treća važna odluka je vezana za upravljanje imovinom. To praktično znači, jednom kada je imovina stečena i kad je osigurano odgovarajuće finansiranje, tom imovinom se mora efikasno upravljati. Može se zaključiti da osnovne odluke o finansijama obuhvataju sve odluke koje imaju finansijske implikacije na poslovanje preduzeća. U skladu sa tim, važno je obezbediti efikasnost svih poslovnih funkcija u preduzeću.

Analogno, prethodno iznetom, važno je uočiti da poslovne finansije preduzeća uvažavaju tri osnovna principa: investiconi, finansiranja i dividendni. U skladu sa tim, investicioni princip znači da preduzeća treba da ulažu sredstva samo kada se očekuje da će prinos biti veći od minimalno prihvatljivog prinosa (koliko prinosa bi ulagači tog novca imali da su uložili u neke druge slične investicije ili bezrizično ulaganje). Princip finansiranja, kaže da odnos (miks) duga i akcijskog kapitala izabran za finansiranje investicija treba da maksimizira vrednost tih investicija.Dividendni princip ukazuje da preduzeća ne mogu pronaći investicije koje generišu minimalni zahtevani prinos ili minimalnu zahtevanu stopu prinosa. Ukoliko taj problem potraje, preduzeća mogu celokupan iznos ostvarenog profita da isplate vlasnicima.

Knjiga je koncipirana na sledeći način:

- U prvom delu, pod nazivom Sistem finansijskog upravljanja u preduzeću, biće reči o pojmu poslovnih finansija, sistemu finansijskog upravljanja, o osnovnim odlukama u finansijama, o finansijskoj funkciji u preduzeću

(o načinu organizovanja, zadacima i ciljevima), kao i finansijskim ciljevima preduzeća. Poglavlje će biti ispunjeno istraživanjima koja su sproveli *Delloite, Ernst and Young, PriceWaterHouseCoopers* i *CFO Magazine*, u vezi poslovnog opredeljenja za funkcijom finansijskog direktora, karakteristikama finansijskog direktora u zavisnosti od toga u kojoj kompaniji radi, evolucijom finansijske funkcije, posebno perspektivom Majkrosofta, kao i obuhvatnosti aktivnosti finansijske funkcije (isticanjem važnosti *cash management* koncepta u radu kompanije), i naravno očekivanjima generalnog direktora od finansijskog direktora.

- U drugom delu, pod nazivom, Finansijska politika preduzeća i pravila finansiranja, biće reči o pojmovnom određenju finansijske politike, ciljevima koji žele da se postignu njome, faktorima koji utiču na kreiranje i sprovođenje iste, finansijskoj strategiji i pravilima finansiranja koja obezbeđuju dugoročno poslovanje kompanije (što će biti propraćeno odgovarajućim primerom). U ovom delu će biti prezentovani razlozi zašto su za svakoga finansije bitne, a posebno za one koji ih ne vole, odnosno, u kojim segmentima dotiču njihov privatan i poslovni život. Takođe, će biti izneti rezultati istraživanja u vezi toga gde finansijski direktori vide prostor za unapređenje finansijske funkcije, kako im je trenutno organizovano vreme po tipovima poslova koje obavljaju i koje su barijere u poslu koji rade.
- U trećem delu, pod nazivom, Finansijsko planiranje, biće obrađeni pojmovi finansijskog planiranja, finansijskog plana i biznis plana. Poseban osvrt će biti na formi, sadržini i načelima izrade finansijskog plana. Izlaganje će pratiti odgovarajući primeri koncepta sadašnje i buduće vrednosti novca.
- U četvrtom delu, pod nazivom Finansijska kontrola i analiza preduzeća, biće objašnjeni navedeni pojmovi, kao i osnov za klasifikaciju. Autori će istaći značaj analize osnovnih finansijskih izveštaja, bilansa stanja i bilansa uspeha, ali će se osvrnuti i na analizu neto obrtnog fonda, racio analizu, *cash flow* analizu, *funds flow* analizu, vizuelnu analizu i analizu pomoću računa pokrića. Razmatranja će završiti sa *Du Pont* analizom i Altmanovim *Z-score* modelom. Teorijsko izlaganje će se dopuniti praktičnom finansijskom analizom Metalca a.d. Gornji Milanovac.
- U petom delu, pod nazivom Finansijsko upravljanje obrtnim sredstvima u preduzeću, će biti obrađena obrtna sredstva privrednog subjekta, odnosno novačana sredstva, finansijski instrumenti; zalihe sirovina i repromaterijala, poluproizvoda i gotovih proizvoda; kao i potraživanja od kupaca. Istovremeno će biti dat osvrt i na kratkoročne obaveze koje

preduzeće ima. Autori će istaći značaj konverzionog ciklusa gotovine za upravljanje obrtnim sredstvima. I zaključiti da je za finansijski menadžment važno da nauči da deluje u pravcu skraćenja pojedinih faza i ukupne dužine konverzionog ciklusa.

Važno je istaći da su autori zajednički radili na izradi ove monografije, pri čemu su konkretni pojedinačni dorpinosi autora ogledaju u sledećem: prof. dr Lidija Barjaktarović u I delu, II delu i III delu (poglavlja 1, 2, 3 i 4); prof. dr Zoran Jović u delu III (poglavlja 5 i 6), IV delu i V delu monografije, dr Marko Milojević u poglavljima: I (šematski prikazi u delovima 3.2. i 5), II deo (šematski prikazi u delu 2.), III dela (primeri u delovima 3, 4, 4.1., 4.2., 4.3., 4.4., 4.5, 4.6, 4.7.), IV dela (primeri u delovima 3, 4.1, 4.2, 4.3, 4.4, 4.5, 4.6.1, 4.6.2 ,4.6.3, 4.7, 5, 6, 7, 8.1, 8.2) i objedinjene finansijske analize studije slučaja Metalac a.d. Gornji Milanovac.

Na sadržaj monografije presudni uticaj su imali polaznici seminara Instituta Singidunum iz Beograda, Privredne komore Srbije i Narodne banke Srbije, koji su praktičnim pitanjima u vezi rešavanja realnih problema u poslovanju kompanija gde rade, iskristalisali pravac prezentacije materije iz oblasti Poslovnih finansija. Autori su se opredelili da praktičnu primenu poslovnih finansija prikažu na primeru kompanije Metalac iz Gornjeg Milanovca, s obzirom na to da je u pitanju značajna domaća kompanija čijim se akcijama trguje na Beogradskoj berzi i koja ima impresivan izvoz u inostranstvo. Takođe, njeni finansijski izveštaji su javno dostupni, i omogućavaju kvalitetnu analizu za eksterne korisnike. Tako da su u četvrtom delu udžbenika obrađeni odgovarajući indikatori pomenute kompanije, a na kraju knjige se nalazi kompletna objedinjena finansijska analiza studije slučaja kompanije Metalac a.d. Gornji Milanovac. Istovremeno, autori su pozitivna iskustva finansijskih direktora prezentovana na Forumu finansijskih direktora Republike Srbije u toku 2012. i 2013. godine pretočili u ovu monografiju kao informativni deo.

Monografija „Poslovne finansije" je namenjena pre svega studentima Poslovnog fakulteta Univerziteta Singidunum i biće korišćena kao udžbenik za izvođenje nastave na predmetu Poslovne finansije. Monografija je takođe namenjen svima onima koji imaju interes za problematiku poslovnih finansija u realnom poslovanju.

Autori koriste ovu priliku da se posebno zahvale recezentima i drugim saradnicima čije su ideje i korisne sugestije doprinele unapređenju kvaliteta knjige. Takođe, autori će sa zahvalnošću prihvatiti sve dalje sugestije i dobronamerne kritike koje bi mogle doprineti da ova knjiga u svojim narednim izdanjima još bolje ispuni svrhu kojoj je namenjena.

Decembar 2013. *Autori*

Deo 1

SISTEM FINANSIJSKOG UPRAVLJANJA U PREDUZEĆU



Poslovne finansije trebalo bi da odgovore na pitanje kolika treba da budu finansijska ulaganja u pojedine oblike stalne i obrtne imovine, kao i ulaganje u ukupnu poslovnu imovinu. A u sledećem koraku da daju odgovore na pitanje: iz kojih izvora bi se ta imovina mogla pribaviti, tj. na koji način bi trebalo kreirati finansijsku strukturu izvora finansiranja preduzeća. Finansijski menadžment privrednog subjekta brine o sticanju, finansiranju i upravljanju imovinom, imajući u vidu osnovni cilj poslovanja. U skladu sa tim, glavna područja funkcije finansijskog menadžera su: investiranje, finansiranje i odluke o upravljanju imovinom.

Odluka o investiranju je najvažnija odluka i započinje određivanjem ukupnog iznosa imovine koji je potreban za poslovanje preduzeća. Pošto se donese odluka o strukturi finansiranja onda se pronalizi način kako pribaviti neophodna finansijska sredstva. Treća važna odluka je vezana za upravljanje imovinom. To praktično znači, jednom kada je imovina stečena i kad je osigurano odgovarajuće finansiranje, tom imovinom se mora efikasno upravljati. Može se zaključiti da osnovne odluke o finansijama obuhvataju sve odluke koje imaju finansijske implikacije na poslovanje preduzeća. U skladu sa tim, važno je obezbediti efikasnost svih poslovnih funkcija u preduzeću.

Kada pročitate ovaj deo trebalo bi da znate da odgovrite na sledeća pitanja:

- Šta je predmet izučavanja poslovnih finansija?
- Na šta se odnosi finansijsko upravljanje u preduzeću?
- Koje su osnovne odluke u finansijama?
- Šta je finansijska funkcija preduzeća?
- Koji su finansijski ciljevi preduzeća?
- Šta je sistem upravljanja finansijama preduzeća?

1. SISTEM FINANSIJSKOG UPRAVLJANJA U PREDUZEĆU

Preduzeće je deo šireg tržišnog okruženja. Najčešće se pod preduzećem podrazumeva samostalna privredna organizacija koja obavlja određenu ekonomsku delatnost radi sticanja dobiti (profita), odnosno, realizacije većih prihoda od troškova poslovanja. U skladu sa tim, uspešnost poslovanja kompanije se ogleda u ostvarenoj veličini profita u odnosu na angažovani kapital (T.Peters, 1987). Takođe, preduzeće je osnovna jedinica privrednog sistema, pri čemu je privredni sistem podsistem društvenog sistema i međuzavistan je sa ostalim društvenim podsistemima, kao što su: politički, proizvodno-tehnički, socio-kulturološki i pravni. (redaktor L.Žager, 2008)

„Preduzeće se posmatra, s jedne strane, kao ekonomska celina koja deluje na tržištu kao ekonomski subjekt, i s druge strane, kao ljudska organizacija sa svojom strukturom funkcija ili uloga, interesa, vlasti i moći!" (D.Gorupić i D. Gorupić, 1990)

Ulazne veličine u privredni sistem su mašine, sirovine, materijal, finansijska sredstva, ljudski resursi, energija, informacije i drugo, a izlazne veličine su proizvodi, usluge, finansijski rezultat, informacije itd. U skladu sa tim, proces pretvaranja ulaznih u izlazne veličine je podržan funkcionisanjem elemenata sistema, koji obezbeđuju ostvarenje cilja preduzeća. U slučaju odstupanja od definisanog cilja ili eventualnih promena okruženja, aktivira se povratna veza putem koje se preduzeće prilagođava novim zahtevima. To će reći da je povratna veza instrument upravljanja (D.Gorupić i D. Gorupić, 1990) uz pomoć koje se nastoji obezbediti ostvarivanje cilja preduzeća - opstanak, koji je u tržišnim uslovima privređivanja moguć jedino ako se preduzeće razvija. Marrison ističe da je cilj svakog preduzeća maksimizirati stopu uravnoteženog rasta preduzeća, a to je moguće maksimiziranjem rasta potražnje za proizvodima tog preduzeća i maksimiziranjem uvećanja kapitala. (A.Koutsoyiannis, 1987) Maksimalni uravnoteženi rast ima dva ograničenja: 1) prvo ograničenje, koje postavlja upravljački (menadžment) tim, odnosno, njegove veštine; 2) finansijsko ograničenje proizilazi iz želje menadžera za postizanjem masimalne sigurnosti poslovanja. To znači da menadžment želi izbeći rizike i sprovesti konzervativnu finansijsku politiku, na osnovu upravljanja trima ključnim pokazateljima baziranim na finansijskim izveštajima:

- *Debt ratio* (racio zaduženosti = vrednost duga/ukupna imovina),
- *Liqudity ratio* (racio likvidnosti = obrtna imovina/kratkoročne obaveze),
- *Retention ratio* (racio zadržavanja = zadržani proft/ukupni profit).

U uslovima tržišnog poslovanja privredni subjekt mora zadovoljiti očekivanja različitih interesnih grupa tzv. stejkholdera, kao što su: vlasnici preduzeća, menadžment, zaposleni, dobavljači, kupci, zajednica, vlada, itd. Pri čemu su neka od tih očekivanja nefinansijska ili se teško mogu iskazati u novčanim ekvivalentima (npr. upravljačke nadležnosti, radni moral zaposlenih, reputacija preduzeća na tržištu, tržišno učešće, proizvodni kapacitet mašina i slično). Važno je istaći da se mnoga razmišljanja vezano za poslovanje preduzeća pokušavaju iskazati na finansijski način, odnosno putem finansijskih izveštaja i indikatora, zato što nedostatak finansijskih znanja i finansijskog razmišljanja može dovesti do vrlo negativnih posledica koje mogu ugroziti kontinuitet poslovanja preduzeća i njegov opstanak na tržištu. U skladu sa tim, nedostatak finansijskih informacija znači nemogućnost aktiviranja povratne veze (instrument upravljanja) koja je vrlo značajna pretpostavka uklapanja preduzeća u njegovo okruženje. Znači, u razmatranju poslovanja preduzeća na tržištu „niko ne sme ignorisati finansijski način razmišljanja". (R.M.S. Wilson i G.McHugh, 1987)

Tabela 1. Osnovni pokazatelji uspešnosti poslovanja kompanije

Finansijski		**Nefinansijski**	
Profitabilnost	Prinos na kapital Prinos na aktivu Profitna marža Prinos na ulaganje Preostala dobit…	Kvalitet usluge	Broj primedbi Procenat ponovljenih narudžbi Vreme isporuke/čekanja kupca Isporuke prema zadatim rokovima...
Likvidnost	Koeficijent tekuće likvidnosti Koeficijent ubrzane likvidnosti…	Uspešnost proizvodnje	Vreme izmene u proizvodnji Broj dobavljača Dani korišćenja zaliha Proizvodnja po zaposlenom Procenat proizvoda na ponovnoj preradi Neiskorišćeno proizvodno vreme ...
Efikasnost upravljanja	Obrt imovine Obrt zaliha Dani vezivanja kupaca Dani vezivanja dobavljača….	Marketinška efikasnost	Trend u tržišnom udelu Rast volumena prodaje Vreme provedeno sa kupcima po komercijalistima Odnos planiranog i ostvarenog volumena proizvodnje Broj komitenata ...
Rizik i investitori	Koeficijent zaduženosti Pokriće kamata Pokriće dividendi Dobit po akciji….	Zaposleni	Broj primljenih žalbi Obrt po zaposlenom Dani izgubljeni kroz povrede na radu/ bolovanja ..

Drucker ističe da se osnovi upravljanja u savremenim uslovima nisu promenili u poređenju s onim u tradicionalnim uslovima privređivanja i pri tome kao značajne pretpostavke preživljavanja preduzeća ističe: likvidnost, produktivnost i troškove budućnosti. (Ovde se misli na profit, tj. prinos na uloženi kapital, opažanje L.Ž, 2008)

FINANSIJSKA INTELIGENCIJA

Naša filozofija je da svi u kompaniji rade bolje kad razumeju kako se meri finansijski uspeh i kako oni mogu da utiču na učinak kompanije. To razumevanje mi zovemo finansijska inteligencija... Za većinu poslovnih ljudi uključujući i nas, finansijska inteligencija nije ništa više od skupa veština koje mogu i moraju da se nauče.

- Šta je to finansijska inteligencija? Nije urođena sposbnost koju imate ili nemate, već skup veština koje se mogu i moraju načuti.
- Finansijska pismenost podrazumeva da se razume šta računovodstveni iskazi i brojevi znače, šta su osnove finansijskog merenja, kako se kvantifikuje ono što ne može uvek biti kvantifikovano, kako se koriste informacije iz finansijskih izveštaja za „dublju analizu brojki" i donošenje dobrih odluka.
- Finansije su jezik poslovanja.
- Suština je razumeti finansijski rezultat poslovanja u okviru celine i sticanje finansijske inteligencije se mora vežbati i primenjivati (naučiti jezik, postaviti pitanja, koristiti informacije). „Ne možete uvek verovati brojkama!"
- Finansijska inteligencija se u osnovi svodi na četiri različita skupa znanja i veština: razumevanje osnove, razumevanje umeća, razumevanje analize i razumevanje celine.
- Korišćenje organičenih podataka da bi se došlo do najpreciznijeg mogućeg opisa koliko kompanija dobro radi: procene (rashodi poslovanja, kapitalni izdaci); utvrđivanja gde se pojavljuju pretpostavke, procene i predubeđenja (vremenska razgraničena, i rashodi, diskrecione odluke o amortizaciji, različite metodologije procene vrednosti); zašto povećati svoju finansijsku inteligenciju? (pojedinac, kompanija); kako se dobija ono što želite?
- Barikade na putu do dobrog razumevanja finansija: mrzite matematiku, strogo se pridržavate svih informacija, šef ne voli da Vi ispitujete, nemate vremena.....

PRIMENJENA FINANSIJSKA INTELIGENCIJA U SVAKODNEVNOM POSLOVANJU PRIVREDNOG SUBJEKTA

- Gde je naša kompanija?
- U kom pravcu želi da ide naša kompanija?
- Kako izgleda naša industrijska grana?
- Šta možemo unaprediti u našem bilansu stanja?
- Šta možemo unaprediti u našem bilansu uspeha?
- Šta možemo unparediti u našem ličnom bilansu?

[Izvor: K.Berman i Dž. Najt (2009) Finansijska inteligencija – vodič za menadžere do znanja o tome šta brojevi zaista znače, ASEE]

Kada se preduzeće ne uklapa na zadovoljavajući način u svoje okruženje, govori se o lošem poslovanju ili neuspehu preduzeća, i u tom kontekstu se najčešće spominje likvidacija preduzeća. Međutim, sistem se, po pravilu, putem povratne veze prilagođava zahtevima okruženja (retko sastav može bitno uticani na promenu okruženja, pogotovo u kratkom roku).„U slučaju neuspeha preduzeće čini sledeće: menja se poslovna politika, organizacija i metode upravljanja; menja se menadžment; menja se vlasnik; preduzeće se likvidira". (D. Gorupić i D.Gorupić, 1990)

Preduzeće posluje u uslovima tržišnog okruženja, što znači da razvoj i opstanak na tržištu ni jednom preduzeću nisu unapred obezbeđeni. To znači da je preuzimanje rizika poslovanja jedna od osnovnih karakteristika preduzeća. Bitno je istaći da su osnovna sistemska načela poslovanja preduzeća sledeća (D.Gorupić i D.Gorupić, 1990):

1. Načelo autonomije – preduzeće je samostalno u određivanju svoje delatnosti,
2. Načelo da jedino vlasnici uloženog kapitala posredno ili neposredno odlučuju,
3. Načelo privređivanja uz maksimiziranje profita,
4. Načelo preuzimanja rizika za svoje poslovanje na tržišu u uslovima konkurencije.

Povratna veza shvaćena u smislu kolektivnog elementa podrazumeva postojanje kontrole nad poslovanjem preduzeća.

Osnovni finansijski kriterijumi za utvrđivanje kvaliteta poslovanja preduzeća su: sigurnost uloženog kapitala (sigurnost poslovanja), i uspešnost tj. efikasnost poslovanja merena rentabilnošću (zadovoljavajuća stopa prinosa na uloženi kapital).

Može se zaključiti da je upravljanje ključno za adekvatno prilagođavanje preduzeća okruženju, opstanak, rast i razvoj na tržištu. Pri čemu je neophodno poštovati ograničenja koja proizilaze iz sigurnosti i uspešnosti poslovanja.

Upravljanje znači svesno i kontrolisano menjanje postojećeg stanja. Takođe, odlične odluke ne znače dobro upravljanje, ukoliko se efikasno ne sprovode. Isto tako, sprovođenje loših odluka na što bolji način, za kompaniju znači nepovoljniju situaciju. Prema tome, kvalitet upravljanja je funkcija kvaliteta usvojenih odluka i delotvornosti i efikasnosti njihovog sprovođenja. (I.Adižes, 1989)

Proces upravljanja se sprovodi na sledeća tri nivoa (redakcija Deželjin, 1992 i S.Mitrra, 1986): 1) strateškom (najvišem), 2) taktičkom (srednjem) i 3) operativnom (najnižem).

Tabela 2. Proces upravljanja u preduzeću – nivo i vreme[1]

Nivo	Vreme	Opis	Informacije kao osnov odlučivanja
Strateški (najviši)	Dugi rok	Streteško upravljanje se bavi dugoročnim ciljevima poslovanja preduzeća i kako ih ostvariti. To znači proces kojim menažderi postavljaju dugoročne smernice organizacije, utvrđuju specifične načine ostvarivanja ciljeva, razvijaju strategiju za postizanje tih ciljeva u skladu sa relevantnim internim i eksternim ograničenjima i preuzimaju obaveze za sprovođenje izabranog plana delovanja. (A.Thompson, 1987)	Opšte informacije, širokog obuhvata
Taktički (srednji)	Kraći rok	Kraći rok, putem koga se razmatraju rezulati koji su potrebni za ostvarivanje predviđenih ciljeva, naziva se taktičko upravljanje.	Češće informacije, za kraće vremenske periode, užeg obuhvata
Operativni (najniži)	Operativno (dnevno)	Operativno upravljanje podrazumeva delovanje tokom odvijanja poslovnih operacija.	Dnevne informacije, užeg obuhvata

U tom je kontekstu moguće istaći da, po pravilu, upravljački organi donose strateške odluke, a poslovodni organi donose taktičke i operativne odluke.

1 Tabela 2 je kreirana na osnovu raspoloživih podataka u izvorima redaktora Deželjina (1992) i S.Mitrra (1986).

Informacije su pretpostavka bilo kog nivoa upravljanja. U skladu sa tim sasvim je sigurno da upravljanje i odlučivanje u preduzeću nije zamislivo bez informacija koje se baziraju na finansijskim izveštajima i onome što računovodstvo preduzeća procesuira.

Proizilazi da se traži da finansijski izveštaji budu verodostojna slika stvarnog poslovanja preduzeća.

Tabela 3. Mogući ciljevi preduzeća[2]

STRATEŠKI CILJEVI	FINANSIJSKI CILJEVI
Veće tržišno učešće	Dobit
Osvajanje novih tržišta	Rast prihoda
Zadovoljavanje potreba kupaca	Likvidnost
Niži troškovi u odnosu na konkurenciju	Veći novčani tok
Veći kvalitet proizvoda	Veće marže profita
Veće plate zaposlenim	Veća profitabilnost imovine (ROA)
Usluge kupcima	Veća profitabilnost kapitala (ROE)
Lojalnost kupaca	Veće dividende
Uvođenje novih proizvoda	Rast cena akcija

Prema tome, sva tri nivoa upravljanja koriste računovodstvene informacije, ali podrazumeva se različiti nivo opštosti za pojedine nivoe upravljanja.

2 Tabela kreirana na osnovu podataka raspoloživih u udžbeniku redaktora L.Žagera, Analiza finansijskih izvještaja, Ekonomski fakultet, Zagreb, 2008, str. 332

AKTIVNOSTI KOJE KREIRAJU VREDNOST KOMPANIJE

Korporacija postaje poslovno sposobna kroz emisiju akcija i obveznica na finansijskom tržištu. Emisijom i prodajom akcija korporacija pribavlja kapital od vlasnika, dok emisijom i prodajom korporativnih obveznica stiče kapital od poverilaca, a kroz kreditne aktivnosti stiče kapital od velikih kreditora, kao što su banke. U tom kontekstu, organizacije i pojedinici koji obezbeđuju kapital smatraju se ključnim stejkholderima jedne kompanije. Sve aktivnosti kompanije usmerene su na kreiranje vrednosti za vlasnike i poverioce.

Kreiranje vrednosti za ove interesne grupe odvija se kroz tri aktivnosti: finansijske, investicione i poslovne.

Finansijske aktivnosti određuju odnos kompanije sa sadašnjim i potencijalnim vlasnicima i kreditorima. U ove aktivnosti ubrajamo pribavljanje kapitala iz sopstvenih i pozajmljenih izvora.

Pribavljen kapital iz ovih izvora ulaže se u nabavku stalnih i obrtnih sredstava kojima se kompanija osposobljava za obavljanje delatnosti (core business). Ove aktivnosti su sračunate na ulaganje novca koji je prethodno pribavljen u finansijskoj aktivnosti. Zbog toga se aktivnosti ulaganja novca nazivaju investicione aktivnosti.

Delatnost jedne kompanije materijalizuje se kroz obavljanje poslovnih 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).

Sve pomenute aktivnosti predstavljaju poslovne događaje (transakcije) koje računovodstvo beleži i na kraju poslovne godine sažima u finansijskim izveštajima. Dakle, sve aktivnosti jedne kompanije materijalizovane su u sledećim finansijskim izveštajima: bilans stanja, bilans uspeha, izveštaj o tokovima gotovine i izveštaj o promenama na kapitalu.

INVESTICIONE	*POSLOVNE*	*FINANSIJSKE*
Kratkoročna sredstva *Dugoročna sredstva*	Prihodi od prodaje Tr.prodatih proizvoda Nabavna vrednost prodate robe Tr. prodaje Tr.opšte uprave i administracije Tr.kamata na kredite Tr.poreza na dobitak	Tekuće, kratkoročne obaveze Netekuće dugoročne obaveze
	BILANS USPEHA	BILANS STANJA
	IZVEŠTAJ O TOKOVIMA GOTOVINE BILANS STANJA	IZVEŠTAJ O PROMENAMA NA KAPITALU

Poslovne aktivnosti kompanije opredmećene su u bilansu uspeha. Investicione aktivnosti materijalizovane su u bilansu stanja, kao i finansijske aktivnosti. Izveštaj o tokovima gotovine i izveštaj o promenama na kapitalu predstavljaju izvedene izveštaje koji se sačinjavaju na osnovu bilansa stanja i bilansa uspeha.

[Izvor: G.Knežević (2009) Analiza finansijskih izveštaja, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009]

Upravljanje je umeće da se određena zamisao obavi preko ljudi. U privrednim subjektima je zastupljeno poslovno upravljanje. Najčešća definicija upravljanja u menadžmentu je „ Upravljanje predstavlja proces planiranja, organizovanja, vođenja i kontrole finansijskih, fizičkih, ljudskih i informacionih resursa preduzeća da bi se (sa i preko ljudi) obezbedilo efektivno i efikasno ostvarivanje ciljeva preduzeća u promenljivoj sredini". (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011)

Menadžment procesi u preduzeću obuhvataju:

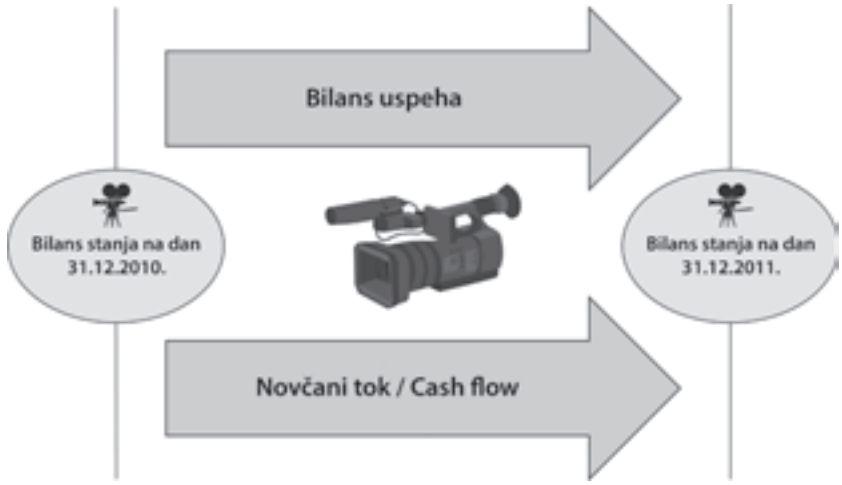
1) Planiranje; predstavlja primarnu fazu procesa upravljanja. Osnovne vrste planiranja su: strategijsko i operativno planiranje.
2) Organizovanje; obuhvata podelu rada, mikrostrukturiranje i makrostrukturiranje preduzeća, delegiranje autoriteta i koordinaciju.
3) Vođenje (rukovođenje); odnosi se na naređivanje, motivisanje i komuniciranje kako bi se ostvarili ciljevi preduzeća.
4) Kontrolu; finalna faza procesa upravljanja, predstavlja proces praćenja realizacije ciljeva, u smislu da akcije koje se sprovode odgovaraju akcijama koje su planirane.

Vrlo je važno da se u preduzeću ciljevi ostvaruju efikasno i efektivno. Efikasno, znači uspešno, odnosno,„raditi stvari na pravi način". Efektivno znači„raditi prave stvari". Pri čemu je efektivnost osnova uspeha, a efikasnost je minimalni uslov za opstanak preduzeća na tržištu.

U skladu sa tim može se reći da je finansijsko upravljanje deo ukupnog upravljanja preduzećem[3]. Finansijsko upravljanje je „upravljanje novčanim poslovima privrednog subjekta" ili„proces kreiranja finansijskih uslova za efikasno postizanje odabranih finansijskih ciljeva preduzeća". (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011) Prema profesoru D.Nikoliću (2007) finansijski menadžment preduzeća obuhvata: finansijsku politiku preduzeća, finansijsko planiranje preduzeća, finansijsku evidenciju preduzeća, finansijsku analizu preduzeća, finansijsku kontrolu preduzeća i finansijsku informaciju preduzeća.

3 Ekvivalentni termini: poslovne finansije, finansijsko upravljanje, upravljanje finansijama, upravljačke finansije, menadžerske finansije, finansijski menadžment, korporativne finansije itd. Od svih termina najviše se koristi finansijski menadžment.

Slika 1. Osnovni finansijski izveštaji u poslovanju kompanije, osnov uspešnog finansijskog upravljanja



Finansijsko upravljanje treba da obezbedi realizaciju finansijskih ciljeva preduzeća koji se mogu kategorizovati na: početne, prelazne i krajnje ciljeve.

Tabela 4. Finansijski ciljevi preduzeća[4]

FINANSIJSKI CILJEVI PREDUZEĆA		
POČETNI CILJEVI	**PRELAZNI CILJEVI**	**KRAJNJI CILJEVI**
Optimalna struktura sredstava	Finansijska stabilnost	Finansijska snaga
Optimalna struktura izvora sredstava	Minimizacija troškova	Finansijska nezavisnost
Likvidnost preduzeća	Solventnost preduzeća	Maksimizacija dobiti
Racionalnost ulaganja	Brz obrt sredstava	Povećanje imovine

Prema Lj.Jeremić i M.Ivaniš (2009) optimizacijom upravljanja novčanim tokovima se procenjuje:

- koja je uloga i clj načina raspolaganja novčanim sredstvima;
- postoje li neke greške u načinu analize i tumačenja kretanja ekonomskih pojava; i
- koji je pravilan izbor instrumenata plaćanja.

4 Tabela kreirana na osnovu podataka raspoloživih u udžbeniku M.Ivaniš i S.Nešić, Poslovne finansije, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2011, str. 10

U praksi najčešće postoje primeri pogrešnog upravljanja novčanim tokovima, kao što su: raspolaganje kreditnim sredstvima banke, nepredviđeno zaduživanje, itd. Prema H.dela Bruslerie (1999) najčešće greške privida ravnoteže su prikazane tabelom br. 5.

Tabela 5. Greške privida ravnoteže

TIP GREŠKE PRIVIDA RAVNOTEŽE	OPIS GREŠKE
Prevelika mobilizacija novčanih sredstava	Istovremeno, postoji dugovni saldo sa kamatom za plaćanje kod jedne banke, a potražni saldo za vrednost koja ne nosi zaradu kod neke druge banke. Ove zablude ili greške vuku za sobom, kao posledicu, trošak koji je jednak dugovnim kamatama. Dugovne kamate odgovaraju sumama koje će da se pokriju sa potražnim računom (postavlja se pitanje plasmana ili povlačenja sredstava).
Potcenjena mobilizacija novčanih sredstava	Ova greška odgovara potražnom saldu na vrednosti koje ne nose prihod (nekamatonosna vrednost), i kao takva, može da nam eliminiše zabludu o ravnoteži. Zabluda ili greška o prevelikoj mobilizaciji najčešće se pravi zbog potrebe da se obezbedi nedostatak plasmana, koji rešava nekorisnost prosečnog finansiranja. Tako se, na primer, opredeljujemo da koristimo eskont pre roka dospeća naših (ili nekih) obaveza, čime imamo dupli gubitak. Najpre eskontujemo pre roka dospeća, a mogli smo da zaradimo više, a potom nam ta sredstva stoje na računu. Ove greške najčešće se čine iz psiholoških razloga. Moramo uvek da procenimo koliki je trošak eskonta u odnosu na kamatu koju bismo platili kada zaista budu dospele obaveze. Ukoliko je taj trošak veći, onda ćemo čekati stvarni rok dospeća i uzeti kredit, ako nemamo sopstvene izvore iz kojih bismo obezbedili isplatu.
Trošak procenjene mobilizacije	Odgovara razlici između troškova nepokrivenih obaveza i troškova pribavljanja boljeg kredita za preduzeće. Ona se obično stvara kada preduzeće ima obaveze da pokrije, prema roku dospeća kreditne linije i prosečno finansiranje je manje skupo.

Instrumenti domaćeg i međunarodnog platnog prometa biće detaljno izučavani u okviru drugih predmeta na osnovnim studijama Poslovnog fakulteta u Beogradu, ovde su samo informativno prikazani.

INSTRUMENTI PLAĆANJA

Izbor instumenata plaćanja je determinisan: rokovima naplate i isplate, troškovima operacija i stepenom sigurnosti naplate, naročito rizika nenaplate.

1. U DOMAĆEM PLATNOM PROMETU
   a) U užem smislu se podrazumevaju:
      Gotovina
      Bankarski ček ili uputnica
      Virman ili različiti mehanizmi izvedeni od virmana: izveštaj o naplati, opšti dokument o plaćanju i međusobna dokumenta o plaćanju
      Poštanska uputnica
   b) Komercijalni efketi ili hartije od vrednosti
      Menica
      Sopstvena solo menica

2. U MEĐUNARODNOM PLATNOM PROMETU

Sredstva plaćanja nedokumentarna	**Opšta podela – gotovinska i bezgotovinska**
Prava sredstva plaćanja Bankarski nalog – virman Ček Gotovina, putnički ček, kreditna kartica	Instrumenti platnog prometa: Akreditiv Inkaso Doznaka Ček Kreditno pismo Platne kartice
Sredstva plaćanja dokumentarna	Instrumenti obezbeđenja
Sredstva plaćanja i kreditna sredstva Menica Solo sopstvena menica Dokumentarna doznaka Akreditiv Neopoziv akreditiv Neopoziv potvrđeni akreditiv Kreditno pismo Kompenzaciona operacija	 Akreditiv Inkaso Garancija Jemstvo Menica Stvarno-pravno obezbeđenja (ručna zaloga, zaloga potraživanja, hipoteka)

[Izvor: 1) Instrumenti u domaćem platnom prometu: Lj.Jeremić i M.Ivaniš, Osnovi finansija, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009; i 2) Instrumenti u međunarodnom platnom prometu: L.Barjaktarović, Monetarno-kreditni i devizni sistem, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010]

Možemo zaključiti da poslovne finansije u okviru preduzeća treba da odgovore kolika finansijska ulaganja u pojedine oblike stalne i obrtne imovne treba da budu, potom kolika treba da budu ulaganja u ukupnu poslovnu imovinu i iz čega treba da budu finansirana (D.Nikolić, 2009).

Finansijski menadžement vodi računa o sticanju, finansiranju i upravljanju imovinom, u svrhu ostvarenja osnovnog cilja poslovanja preduzeća. Glavna područja funkcije finansijskog menadžera su: investiranje, finansiranje i upravljanje imovinom.

Odluka o investiranju je najvažnija odluka i započinje određivanjem ukupnog iznosa imovine koji je potreban za poslovanje preduzeća. Kada se donese odluka o strukturi finansiranja onda se pronalazi način kako pribaviti finansijska sredstva. Treća važna odluka je vezana za upravljanje imovinom. Naime, jednom kada je imovina stečena i kad je osigurano prikladno finansiranje tom imovinom se mora efikasno upravljati. Dakle, obuhvataju sve odluke koje preduzeće donosi, a koje imaju finansijske implikacije. U skladu sa tim važno je obezbediti efikasnost svih poslovnih funkcija u preduzeću. (D.Nikolić, 2009)

Tabela 6. Jednostavan prikaz poslovanja preduzeća[5]

Aktiva			**Pasiva**
Postojanje investicije danas ostvaruje novčane tokove	Već izvršene investicije	Dug	Pozajmljeni novac
Očekivane vrednosti koje će biti realizovanje budućim investicijama	Investicije koje će se već realizovati	Akcijski kapital	Sredstva vlasnika

Prethodna tabela nam skreće pažnju na osnovne principe korporativnih finansija (D.Nikolić, 2009):

- Investicioni princip: preduzeća treba da ulažu sredstva samo kada se očekuje da će prinos biti veći od minimalno prihvatljivog prinosa (odnosno, koliko prinosa bi ulagači tog novca imali da su uložili u neke druge slične investicije ili bezrizično ulaganje).
- Princip finansiranja: miks duga i akcijskog kapitala izabran za finansiranje investicija treba da maksimizira vrednost tih investicija.
- Dividendni princip: preduzeća ne mogu pronaći investicije koje generišu minimalni zahtevani prinos ili minimalnu zahtevanu stopu prinosa. Ukoliko taj problem potraje, preduzeća mogu celokupan iznos ostvarenog profita da isplate vlasnicima.

5 Tabela kreirana na osnovu podataka raspoloživih u izvoru: D.Nikolić, 2009, str. 5-13

Tabela 7. Princip finansiranja kroz prizmu pasive bilansa stanja kompanije[6]

Pozajmljeni novac Dug	? vezano za finansijski miks: koji odnos duga i akcijskog kapitala preduzeće treba da ima?
Novac vlasnika Akcijski kapital	? vezano za vrstu finansiranja: koju vrstu dužničkih ili vlasničkih hov preduzeće treba da koristi

Princip finansiranja nam nameće da razmotrimo osnovne instrumente korporativnih finansija (D.Nikolić, 2009):

- vremenska vrednost novca,
- razumevanje finansijskih izveštaja,
- kako treba proceniti sredstva.

U skladu sa tim može se zaključiti da je osnovni cilj korporativnih finansija maksimiziranje vrednosti preduzeća uz poštovanje tri principa korporativnih finansija.

Prema profesorki Lj.Jeremić (2008), današnje savremene finansije za predmet proučavanja imaju način upravljanja finansijskim tokovima, investicijama i rizikom. Ostali novčani odnosi su: kretanje novca i drugih oblika finansijske imovine, upravljanje i kontrola tokova novca i finansijske aktive, upravljanje investicionim projektima i procenom rizika. U skladu sa tim, cilj upravljanja finansijama je da se prikažu osnovne primese za donošenje poslovnih odluka vlasnika i menadžmenta preduzeća za uspešno poslovanje. I na kraju, osnovni principi poslovanja banaka i preduzeća su: profitabilnost, likvidnost, zaduženost i poslovne aktivnosti prodaje.

Može se sumirati da su osnovni principi finansija: ekonomski profit, vremenska vrednost novca, i rizik. U skladu sa tim, ekonomski profit je prinos na uloženi kapital koji se ostvari iznad troška uloženog kapitala. Pri čemu je investitor motivisan da ostvari ekonomski a ne računovodstveni profit. Tokom vremena vrednost novca opada, tako da je investitor motivisan da ostvari prinos na uloženi novac srazmerno vremenskom periodu na koji je bio angažovan. I naravno, prinos na uložen kapital mora biti primeren preuzetom riziku. To znači da investitor preuzima rizik za koji očekuje prinos. (I.Terzić i M.Milojević, 2013)

6 Tabela kreirana na osnovu podataka raspoloživih u izvoru: D.Nikolić, 2009, str. 5-6

2. OSNOVNE ODLUKE U FINANSIJAMA

Poslovne finansije, kao primenjena ekonomska (naučna) disciplina, trebalo bi da odgovore na pitanje kolika treba da budu finansijska ulaganja u pojedine oblike stalne i obrtne imovine, kao i ulaganje u ukupnu poslovnu imovinu. A u sledećem koraku da daju odgovore na pitanje: iz kojih izvora bi se ta imovina mogla pribaviti, tj. na koji način bi trebalo kreirati finansijsku strukturu izvora finansiranja preduzeća.

Finansije su naučna disciplina, ali i umetnost i veština upravljanje novcem. Istovremeno, direktno dotiču svakog pojedinca i kompaniju... Pojedinci i kompanije zarađuju ili dobijaju novac, i svi oni ga troše ili investiraju.

Finansijski menadžent privrednog subjekta brine o sticanju, finansiranju i upravljanju imovinom, imajući u vidu osnovni cilj poslovanja. U skladu sa tim, glavna područja funkcije finansijskog menadžera su: investiranje, finansiranje i odluke o upravljanju imovinom.

Tabela 8. Osnovne grupe odluka u okviru poslovnih finansija

Odluka	Opis
Odluke o investiranju	Omogućavaju ostvarivanje prihoda i odgovarajućih ušteda u preduzeću. Izuzetno su važne za preduzeće, zato što je za većinu karakterističan nedostatak kapitala, pa je zbog toga kapital potrebno plasirati tamo gde će on biti najefikasnije iskorišćen. Analogno tome, jedna od osnovnih funkcija poslovnih finansija jeste da se kreira (stvori) okvir za racionalno donošenje investicionih odluka.
Odluke o finansiranju	Predstavljaju odluke koje se odnose na to: kako pribaviti dodatni kapital za finansiranje opstanka, rasta i razvoja korporativnog preduzeća. Isplativo je koristiti dug u finansiranju poslovanja preduzeća sve do momenta dok se ostvaruje stopa rentabilnosti koja je veća od ponderisane kamatne stope za preuzeti dug preduzeća.
Odluke o dividendama	Ako je preduzeće organizovano kao akcionarsko društvo, mora doneti odluku o tome koliki deo dobitka će isplatiti u vidu dividende akcionarima (gotov novac ili akcije preduzeća). Veliki broj faktora utiče na dividendnu politiku preduzeća, među kojima treba pomenute sledeće: (1) problem nelikvidnosti preduzeća, (2) stabilnost neto dobitka, (3) stepen rentabilnosti poslovanja preduzeća, (4) fiskalni razlozi, (5) tretman kontrole preduzeća, (6) sadržaj istraživanja politike dividendi.

Visina dividende po akciji bitno utiče na tržišnu cenu akcija, u smislu: viša dividenda po akciji – veća tržišna vrednost akcije, i obrnuto. Interes akcionara je da tržišna vrednost akcije bude što viša, jer prodajom istih po tržišnoj ceni akcionari ostvaruju veći dobitak (razlika između tržišne i nominalne vrednosti akcija).
Na odluke o dividendama presudan uticaj imaju menadžeri, kao i realne okolnosti koje diktira tržište na kome preduzeće funkcioniše. Međutim, odluke o dividendama bi ipak trebale da uvažavaju i očekivanja akcionara, ali istovremeno i da budu u skladu sa potrebama, politikom i ciljevima razvoja i poslovanja preduzeća.

Finansijske i investicione odluke (dugoročne i kratkoročne) su međusobno povezane. Odluke o finansiranju su vezane za prikupljanje novčanih sredstava za investicije i redovno poslovanje, odnosno izbor strukture kapitala, što znači da odluka može imati dugoročne posledice. Važno je uočiti da se odluke o finansiranju baziraju na pribavljanju novčanih sredstava za podmirivanje tekućih obaveza, dok se odluke o investiranju u određenim kratkim momentima bave time kako investirati višak gotovine. Ključna stvar prilikom donošenja odluke je upravljanje rizikom. Pri tome, iznos investiranja određuje i iznos finansiranja koji treba osigurati. Investitori koji ulažu sredstva danas očekuju prinos na ulaganje u budućnosti koji će biti veći od inicijalno investiranog novca (odnosno, opterećenost u smislu sigurnosti naplate potraživanja i visina troškova). Može se zaključiti, da su odluke o finansiranju i investiranju, u stvari odluke o finansiranju procesa proizvodnje i sticanja dobiti i bogatstva, odnosno kreiranja vrednosti preduzeća (Lj.Jeremić, 2008).

Tabela 9. Veza finansijskih i investicionih odluka kroz prizmu bilansa stanja preduzeća

Aktiva	**BILANS STANJA**		**Pasiva**
Finansijske odluke	Kratkoročna imovina	Kraktoročne obaveze	Finansijsko odlučivanje
Investicione odluke	Dugoročna imovina	Dugoročni izvori	Investicono odlučivanje

Investitori ulažu novac u korporaciju što se vidi u povećanju pasive (kapital ili obaveze) i aktive (novac na računu ili fizička imovina neophodna za poslovanje korporacije) bilansa stanja. Kao što je poznato oblici finansiranja preduzeća mogu biti: sopstveni kapital (akcijski kapital, akumulirani profit, amortizacija, rezerve u kapitalu)i tuđi (pozajmljeni) kapital (kao što su kratkoročni, srednjoročni i

dugoročni krediti; emisija korporativnih obveznica; lizing; faktoring; forfeting; eskont menica; kupovina robe, repromaterijala i sirovina na odloženo plaćanje; plaćanje poreskih dažbina na odloženo, itd.). Izbor finansiranja zavisi od fiskalnih razloga, izbora prihvatljivog rizika za poslovanje kompanije i konkretnih uslova koje privredni subjekt može dobiti (iznos, rok, kolateral), ali i činjenice koji profit generiše osnovni posao kompanije. (L. Barjaktarović i dr., 2012 b i 2012c) U skladu sa tim isplativo je koristiti tuđe izvore finansiranja sve do momenta dok se tim poslovanjem ostvaruje stopa rentabilnosti koja je veća od ponderisane kamatne stope po kojoj se plaćaju kamate na preuzeti kredit. To znači da vlasnike preduzeća interesuje rentabilnost vlastitog ulaganja u preduzeće. Važno je uočiti da je optimalna kombinacija finansiranja determinisana sledećim aspektima (T.Radojević, 2012):

- Likvidnosti

Raspoloživa novčana sredstva + Minimalna likvidna sredstva = Dospele obaveze plaćanja

- Ekomomičnosti

$$\frac{\text{Tr. pribavljanja novčanih sredstava + Tr. korišćenja novčanih sredstava}}{\text{Uk.pribavljena novčana sredstva}} = \text{Min tr.po novčanoj jedinici}$$

- Rentabilnosti

$$\frac{\text{Ostvarena akumulacija od uloženih sredstava x 100}}{\text{Angažovana sredstva}} = \text{Minimalna stopa rentabilnosti}$$

Poslovanje privrednog društva bi trebalo da generiše dovoljno novca za isplatu početnih ulaganja investitorima. U skladu sa tim ostvaren pozitivan finansijski rezultat se ili reinvestira ili se vraća investitorima. (L.Barjaktarović i dr., 2013)

CASH MANAGEMENT KONCEPT

Cash Management je upravljanje tokovima novca pravnih lica – finansijskih i ne-finansijskih institucija. Predmet ovog rada je ***Cash Management*** ponuda banke usmerena na upravljanje svim računima klijenata pravnih lica – ne-finansijskih institucija, kako bi se obezbedila za klijenta optimalna likvidnost i kamatni prihod (***treasury***), finansijsko planiranje, finansijski kontroling i regularno informisanje.

Cilj primene ***Cash Management*** koncepta od strane klijenta je da se obezbedi efektivna maksimalna profitabilnost u poslovanju sa novcem, tj. optimalna količina novca u kompaniji, da se smanje oportunitetni transakcioni troškovi, da se planski upravlja očekivanim novčanim prilivima i odlivima (kompanije mogu koristiti različite procedure za ubrzanje naplate potraživanja i odlaganja plaćanja) odnosno da se obezbede povoljne kreditne linije i pravovremeno investira kompenzacioni saldo. Svrha je da kompanije posluju sa jednom poslovnom bankom, kako bi obezbedile najpovoljnije uslove realizacije finansijskih usluga od strane banke odnosno kako bi njeni raspoloživi deponovani depoziti kod poslovne banke kompenzovali cenu usluge. Takođe, ovim se postiže veća automatizacija u poslu i pojednostavljuje vođenje knjigovodstva kompanije.

Cilj banke da nudi i razvija ***Cash Management*** proizvode je isti kao i kod klijenta – obezbediti dugoročnu profitabilnost i optimalnu likvidnost u poslovanju. ***Cash Management*** ponuda banke se sastoji iz osnovnih, specijalnih i grupnih proizvoda.[7]

Osnovne usluge Cash Management-a su: otvaranje i vođenje računa u lokalnoj i stranoj valuti, plaćanja i naplate u domaćem i međunarodnom platnom prometu, *Direct Debit* (naplata potraživanja), *Cash Collection* (prikupljanje gotovine sa adrese klijenta), *Cash Delivery* (isporuka gotovine na adresu komitenta), elektronsko bankarstvo i platne kartice.

Specijalnu grupu cash management proizvoda čine:

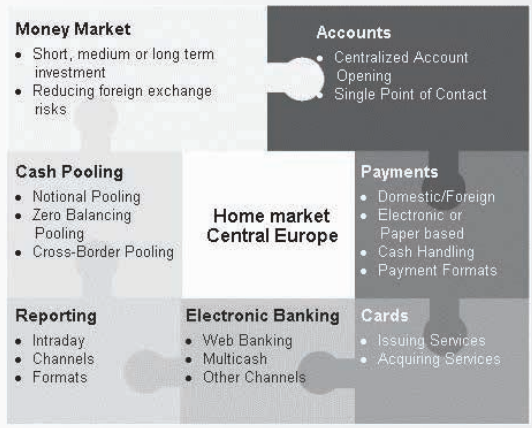
1. *Cash Management Account Web Bill,*
2. *Effective pooling & Notional Pooling.*

7 Prezentovani podela *Cash Management* proizvoda preuzeta iz Kataloga proizvoda RZB Austrija, s obzirom na to da je više puta nagrađivana za *Cash Management* usluge na teritoriji centralne i istočne Evrope. Takođe, jedina poseduje kompletnu ponudu *Cash Management-a* i odgovarajuće softversko rešenje.
Napomena: Autor je pregledao *Cash Management* ponudu bankarskih grupa prisutnih u Srbiji i na osnovu toga pripremio predmetni rad. Istovremeno prevod termina je samostalno urađen s obzirom na to da u stručnim rečnicima nije pronađen prevod.

Grupni proizvodi cash management-a su:

1. *Multicash,*
2. *Cash Management International,*
3. *UniCash,*
4. *Cross Border Margin Pooling.*

Slika br. 1: Prikaz kako banke podržavaju upravljanje tokovima novca klijenta[8]



Izvor: Web site Erste bank Wien

Uvažavajući prethodno navedeno možemo zaključiti da koncept *Cash Management-a* bazira na elektronskom bankarstvu, primeni SWIFT-a i UN/EDIFACT standarda.

8 Osnovno tržište bankarskih grupa koje posluju u Srbiji je centralna i istočna Evropa. Proizvodi koje nude su:
1. vezani za tržište novca: a) kratkoročne, srednjoročne i dugoročne investicije; b) smanjenje valutnog rizika;
2. računi: centralizovano otvaranje računa i vođenje sa jednog mesta,
3. plaćanja: domaća i međunarodna, elektronsko odnosno papirno dostavljanje naloga, upravljanje gotovinskim transakcijama, različiti formati naloga (i izvršenja);
4. kartice: izdavanje kartica i instaliranje (i održavanje) POS terminala,
5. elektronsko bankarstvo: *web, Multicash* i drugi kanali,
6. izveštavanje – dnevno, kanali, formati,
7. Cash Pooling – *Notional Pooling, Zero Balancing Pooling* i *Cross-Border Pooling*.

1) SPECIJALNI PROIZVODI CASH MANAGEMENT-A

Cash Management Account Web Bill omogućava klijentima elektronsko kontrolisanje troškova upravljanja tokovima novca kao što su bankarski troškovi (smanjenje transakcionih troškova), administrativni troškovi i manuelni rad u kompaniji vezan za upravljanje tokovima novca. Istovremeno, obezbeđuje klijentima neophodnu optimalnu likvidnost i profit zahvaljujući pravovremenim kratkoročnim investicijama (optimizacija kamatnih prihoda).[9] *Cash Management Account* obezbeđuje klijentima tržišno prihvatljivu kamatu, kao i transparentne i fiksne jednokratne provizije za domaće i međunarodne transakcije platnog prometa. Raspoloživa salda na računu se automatski investiraju kako bi obezbedio optimalan povraćaj. Znači, cilj upotrebe *Cash Management Account Web Bill-a* je: optimizacija likvidnosti kompanije, finansijsko planiranje, finansijski kontroling i regularno informisanje. ***Effective Pooling & Notional Pooling*** odnosno *Cash Pooling* je efikasna alatka *Cash Management-a* koja se kombinuje sa decentralizovanim upravljanjem računima, centralizovanom koordinacijom grupne likvidnosti i optimizacijom kamatnog rezultata.[10]

Ukoliko se govori o *Effective Pooling-u*, postoje dve mogućnosti za klijente:[11]

a) *Zero Balancing* – je moguć proizvod za grupu povezanih lica u zemlji koji posluju sa jednom bankom ili grupom povezanih banaka (npr. u okviru RZB i RZB grupe u Austriji) – u evrima ili drugoj konvertibilnoj valuti, koji omogućava na dnevnoj osnovi transfer dugovnih i potražnih salda sa pojedinačnih računa članova grupe povezanih lica na jedinstveni račun koji se nalazi u centrali banke, tzv. master račun (*Master Account*). Na kraju dana sva raspoloživa novčana sredstva (uključujući korišćenja pozajmica po tekućem računu nekog od članova grupe povezanih lica) grupe povezanih lica se nalaze na master računu, na koja se obračunava i pripisuje kamata. Znači, master račun je predmet praćenja i upravljanja novčanim sredstvima klijenta.

Effective Pooling je primenjiv za sve kompanije koje žele da optimizuju kamatni rezultat i centralizuju upravljanje likvidnošću celom grupom povezanih lica.

Primer *Zero Balancing-a*: kompanije A, B i C su grupa povezanih lica po vlasništvu (nazvaćemo ih ABC grupa) koja ima otvoren račun kod iste poslovne banke. Na kraju današnjeg dana, pre prenosa sredstava na master račun, kompanija A ima 900 eura na računu, kompanija B je koristi pozajmicu po tekućem

9 *Cash Management Account Web Bill* bi se mogao prevesti kao elektronski izvod Cash Management računa.

10 *Cash Pooling* bi se mogao prevesti kao udruživanje novčanih sredstava odnosno salda na računima klijenta ili grupe povezanih lica.

11 *Effective Pooling* bi se mogao prevesti kao efektivno udruživanje sredstava.

računu u iznosu od 300 evra i kompanija C koristi pozajmicu po tekućem računu u iznosu od 100 evra. Ugovorena kamata je 3%p.a. za oročenje novčanih sredstava odnosno 6%p.a. za korišćenje pozajmice za sva povezana lica ABC grupe.

Pošto se raspoloživa sredstva transferišu na master račun, saldo na individualnim računima povezanih lica je nula evra.

Grupni kamatni prihod za ABC grupu u slučaju ne korišćenja *Zero Balancing-a* bi bio: 900*3%-300*6%-100*6%= 3 evra.

Grupni kamatni prihod za ABC grupu u slučaju korišćenja *Zero Balancing-a*, gde se salda na individualnim računima članova grupe povezanih lica prebacuju na master račun, pa se u sledećem koraku vrši obračun kamate, bi bio: 500*3%=15 evra. Kamatni dobitak za ABC grupu je 12 evra (razlika između grupnog kamatnog prihoda u slučaju korišćenja i u slučaju ne korišćenja *Zero Balancing-a*).

b) *Target Balancing* odnosno *Cross-border Pooling* se nudi klijentima koji imaju povezana pravna lica prevashodno u zemljama centralne i istočne Evrope, a posluju preko bankarske grupe koje obavlja poslove u istom regionu odnosno ima partnerske banke u regionu, ali je bitno naglasiti da se master račun nalazi u osnovnoj poslovnoj banci (npr. kompanija A iz Austrije ima otvoren račun u RZB Austrija, a njena povezana lica obavljaju delatnost u Češkoj, Poljskoj, Mađarskoj i Slovačkoj. Ukoliko povezana lica kompanije A nemaju otvoren račun u Raiffeisen banci u svojim domicilnim zemljama, moguće je da otvore račun u bankama partnerima RZB grupe, ali se master račun nalazi u RZB Austrija). Pomenuta struktura se bazira na korišćenju sledećih SWIFT poruka: MT 101, MT 103, MT 940 i MT 942.[12] Proces prekograničnog udruživanja sredstava se dešava na kraju svakog radnog dana isključivo u evrima, kroz dva koraka. U prvom koraku dolazi do prvog nivoa udruživanja sredstava u domicilnoj zemlji (ukoliko ima više povezanih lica sredstva se prebacuju na lokalni master račun odnosno ako su raspoloživa sredstva u različitim valutama vrši se konverzija i sredstva se prebacuju na lokalni master račun – u evrima), dok se u drugom koraku sredstva prebacuju na master račun, koji se nalazi u inostranstvu (u našem primeru u RZB Austrija). Posebne vrste *Target Balancing-a* su udružena saldiranja koja se odigravaju po postizanju minimalnog ili maksimalnog salda na računu, što je adekvatan metod za snižavanje transakcionih troškova.

12 *Cross-border Pooling* bi se mogao prevesti kao prekogranično (međunarodno) udruživanje novčanih sredstava odnosno salda na računima klijenta ili grupe povezanih lica.

Možemo zaključiti da su koristi od *Effective Pooling-a* sledeće:

- optimizacija kamatnog rezultata i upravljanja likvidnošću, kroz izbegavanje korišćenja pozajmice po tekućem računu i unapređenje upravljanja tokovima novca,
- uprošćen sistem upravljanja novcem zahvaljujući potpunoj automatizaciji koncentracije salda na master računu,
- ušteda vremena kroz izbegavanje manuelnog rada,
- čista identifikacija transfera na/sa master računa korišćenjem specijalnih referentnih kodova,
- interni kamatni izvod (tzv. knjigovodstvo u senci) omogućava grupno interno kamatno knjigovodstvo,
- sve informacije o transakcijama upravljanja novcem su raspoložive putem interneta,
- korisničko upravljanje omogućava da različiti korisnici budu ovlašćeni (autorizovani) da dobijaju različite informacije vezane za upravljanje novcem.

Notional Pooling je poznat kao kamatna kompenzacija, koja je čista matematička koncentracija salda na računima koji pripadaju grupi povezanih lica. Cilj pomenute koncentracije je optimizacija sve ukupnog kamatnog rezultata bez fizičkih transfera odnosno prenosa sredstava. Stoga nije baš efektivna metoda udruživanja novčanih sredstava. Salda na računima se, na dnevnoj osnovi, fiktivno transferišu na interni klirinški račun na dnevnoj bazi. Sveukupni neto grupni saldo na internom klirinškom računu se koristi kao osnov za kamatnu kalkulaciju. Postojeća pozitivna salda na računu se koriste da pokriju delimično kreditna salda (po osnovu korišćenja pozajmica po računu). Glavna prednost korišćenja *Notional Pooling-a* je što se zarađenim kamatnim prihodom pokrivaju kamate na korišćene pozajmice po tekućem računu.

Bitno je naglasiti da je svaki račun povezanog lica u okviru grupe povezanih lica u primeni *Notional Pooling-a* nezavistan i raspoloživ za plaćanje bez ograničenja.[13]

Primer *Notional Pooling-a*: kompanije A, B i C su grupa povezanih lica po vlasništvu (nazvaćemo ih ABC grupa) koja ima otvoren račun kod iste poslovne banke. Na kraju današnjeg dana, pre prenosa sredstava na interni klirinški račun, kompanija A ima 900 evra na računu, kompanija B je koristi pozajmicu po tekućem računu u iznosu od 300 evra i kompanija C koristi pozajmicu po tekućem računu u iznosu od 100 evra. Ugovorena kamata

13 *Notional Pooling* bi se mogao prevesti kao hipotetičko udruživanje sredstava odnosno matematički preračun salda na različitim računima grupe povezanih lica.

je 3%p.a. za oročenje novčanih sredstava odnosno 6% za korišćenje pozajmice za sva povezana lica ABC grupe.

Pošto se raspoloživa sredstva fiktivno transferišu na interni klirinški račun, saldo na individualnim računima je nepromenjen.

Grupni kamatni prihod za ABC grupu u slučaju ne korišćenja *Notional Pooling-a* bi bio: 900*3%-300*6%-100*6%= 3 evra.

Grupni kamatni prihod za ABC grupu u slučaju korišćenja *Notional Pooling-a* bi bio: 500*3%=15 evra. Kamatni dobitak za ABC grupu je 12 evra (razlika između grupnog kamatnog prihoda u slučaju korišćenja i u slučaju ne korišćenja *Zero Balancing-a*).

Preduslovi za korišćenje *Notional Pooling-a* su:

- svi računi integrisani u *National Pooling* moraju biti u istoj poslovnoj banci (npr. RZB Austrija),
- svi računi moraju biti denominovani u istoj valuti,
- svi računi moraju imati isti kraj radnog dana odnosno zatvaranja,
- zaključen ugovor o *Notional Pooling-u* između poslovne banke i klijenta. Koristi od implementacije *National Pooling-a* su:
- optimizacija grupnog kamatnog rezultata,
- salda na integrativnim računima (individualnim računima članova grupe) se ne transferišu i interni klirinški račun se vode nezavisno,
- raspolaganje sredstvima na računima članova grupe je bez ograničenja,
- brz pristup svim informacijama vezanim za interni klirinški račun, preko interneta,
- maksimalno transparentni finansijski rezultati iz jasnih i detaljnih izveštaja.

Izvodi *Cash Pooling-a* sadrže različite informacije, kao što su: individualne kalkulacije po transakciji, kompenzacione kalkulacije, kamatni dobitak i obračunatu kamatnu stopu. Dostupni su u različitim elektronskim formatima. Posebna vrsta usluge za međunarodno aktivne klijente je *International Liquidity Info*, koji obezbeđuje neophodne pouzdane informacije o sveukupnoj grupnoj likvidnosti bez prikazivanja rezultata na internom klirinškom računu.[14]

Bitno je naglasiti, da je pre implementacije bilo koje vrste *Cash Pooling-a*, neophodno proveriti zakonsku i poresku regulativu zemalja u kojima grupa povezanih lica obavlja delatnost.

14 *International Liquidity Info* bi se mogao prevesti kao izveštaj o međunarodnoj likvidnosti.

Potom je važno konsultovati stručnjake u banci, kako isto primeniti u svakodnevnom radu. I na kraju, bi trebalo sagledati koliki su troškovi implementacije istog.

2) GRUPNI PROIZVODI CASH MANAGEMENT-A

Multicash je softver koji podržava sve *Cash Management* proizvode banke i obezbeđuje razmenu podataka između klijenta i banke. Prema raspoloživim podacima, jedina bankarska grupa koja posluje na teritoriji Srbije i ima pomenuto softversko rešenje je Raiffeisen Zentral Bank iz Austrije.

Cash Management International je proizvod koji je nastao kao rezultat globalnog poslovanja klijenata i njihove potrebe za centralizovanim upravljanjem likvidnošću. Podrazumeva standardizovani proces upravljanja novčanim tokovima na globalnom nivou primenom jedinstvenog rešenja za elektronsko bankarstvo. Dva osnovna paketa proizvoda *Cash Management International-a*, bazirana na korišćenju SWIFT poruka, su:

1. *International Account Information* - Izvod međunarodnog računa,
2. *International Disbursement Service* – Zahtev za međunarodnim plaćanjem.

Takođe, *International Customer Support Desk* je na raspolaganju klijentima ukoliko se odluče za ovu uslugu.

UniCash je vrsta međunarodnog *Cash Pooling-a* razvijena za međunarodno aktivne klijente, koji obavljaju poslovne aktivnosti u Evropi i SAD-u, bazirana na primeni *Multicash-a*. Obuhvata usluge plaćanja, naplate potraživanja, praćenja transakcija i transfera raspoloživog salda na master račun, centralizovano preko računa u glavnoj poslovnoj banci (npr. RZB Austrija). *UniCash Pooling* omogućava klijentima optimizaciju kamatnog rezultata. *UniCash* omogućava klijentima elektronsko upravljanje novčanim tokovima u svim zemljama gde ima povezana lica i pravovremenu informaciju o izvršenim transakcijama i prekogranično udruživanje novčanih sredstava u eurima. Bitno je naglasiti da sam klijent definiše koji računi i iz koje zemlje će se integrisati u proces *Cash Pooling-a*.

Cross Broder Margin Pooling je proizvod namenjen multinacionalnim klijentima za optimizaciju procesa upravljanja kamatama i predstavlja vrstu *Notional Pooling-a*, jer dolazi do fiktivnog transfera novčanih sredstava). Multinacionalni klijenti u različitim zemljama imaju otvorene račune u različitim valutama, najčešće u lokalnoj i konvertibilnoj/im (evrima, dolarima, itd.). Stoga proizvod *Cross Broder Margin Pooling* na dnevnoj osnovi u elektronskoj formi prikazuje kakvo je stanje na računima bilo u kojoj zemlji i koje su kamate primenjene za pozitivna odnosno negativna salda na računima primenom *Notional Pooling* strukture tj. kolika je kamatna zarada za kljenta.

Bitno je ponoviti, da je pre implementacije bilo koje vrste *Cash Pooling-a*, neophodno proveriti zakonsku i poresku regulativu zemalja u kojima grupa povezanih lica obavlja delatnost, konsultovati stručnjake u banci za implementaciju proizvoda i sagledati troškove implementacije istog.

I na kraju, možemo zaključiti da su koristi od *Cross Border Margin Pooling-a*:

- optimizacija grupnog kamatnog upravljanja u regionu centralne i istočne Evrope,
- atraktivne kamatne stope,
- brz i pouzdan alat za grupni treasury klijenta,
- visoka sigurnost pri realizaciji transakcija,
- podaci su lako dostupni putem interneta,
- podaci mogu biti eksportovani u drugi sistem,
- lokalno poslovanje članova grupe povezanih lica ostaje lokalno,
- kamate na lokalnom master računu se obračunavaju i plaćaju lokalno,
- zarada se knjiži u korist lokalnog računa.

3) CASH MANAGEMENT PROIZVODI U SRBIJI

Sagledavajući nivo razvijenosti zemlje i važeću zakonsku regulativu u Srbiji, banke uglavnom nude osnovne ***usluge Cash Management-a***. Trenutno jedino Raiffeisen banka a.d. Beograd zvanično ima objedinjenu ponudu Odeljenja za upravljanje novcem publikovanu na sajtu, ostale banke svoju ponudu prikazuju po vrstama proizvoda ne naglašavajući da se radi o *Cash Management* ponudi.

Cash Management ponuda domaćih banaka obuhvata sledeće usluge:[15]

1. *usluge plaćanja* – domaći i međunarodni platni promet (način dostavljanja naloga, vreme dostavljanja naloga, neophodna dokumentacija za izvršenje naloga, mogućnost prijema izvoda), važeće tarife i mogućnost da se iste koriguju na niže uz ispunjenje određenih uslova vezanih za procenta platnog prometa preko računa banke (vrednosno i procenutalno), visinu naplaćenih provizija, visinu depozita na računu banke, volumen različitih proizvoda u korišćenju;
2. *elektronsko bankarstvo* – karakteristike i funkcionalnosti, s naglaskom da je ispostavljanje naloga u elektronskom formatu minimum 30% jeftinije od naloga koji se ispostavljaju banci u papirnom formatu;
3. *poslovi sa gotovim novcem* – uplate i isplate gotovine na šalteru, noćni trezor, *Cash Collection* (prikupljanje gotovine sa adrese komitenta) i *Cash Delivery* (isporuka gotovine na adresu komitenta).

15 Prezentovani proizvodi Odeljenja za upravljanje tokovima novca Raiffeisen banke a.d. Beograd.

4. ostali proizvodi – *Cash Management* proizvodi:

a) Direct Debit (naplata potraživanja) – podrazumeva da prethodno budu ispunjeni sledeći uslovi: otvoreni računi dužnika i klijenta kod Banke, zaključeni Ugovori sa bankom o usluzi naplate potraživanja i testirana specifikacija računa. Prednosti korišćenja *Direct Debit-a* su: olakšana i pojednostavljena naplata potraživanja, jednostavnost ispostavljanja naloga, cena naloga za dužnika je simbolična (5 dinara) odnosno cena naloga za klijenta je nula dinara.

Primer *Direct Debit-a*: Kompanija A, je veletrgovina robe široke potrošnje, i sarađuje sa poslovnom bankom X. Svi kupci kompanije A imaju obavezu da joj plate kupljenu robu na odloženo plaćanje svakog petog u mesecu u skladu sa odgovarajućom fakturom. U saradnji sa bankom X, kompanija A se odlučuje da zaključi da ponudi svojim kupcima – dužnicima plaćanje putem *Direct Debit-a* petog u mesecu uz povoljniju tarifu.

b) *Account Sweeping* - je prenos sredstava sa jednog dinarskog računa na drugi dinarski račun istog ili drugog pravnog lica. Prenos se vrši automatski na kraju dana ili u toku dana, u zavisnosti od toga za koju opciju se klijent opredelio. Usluga je besplatna za klijenta. Provizija po nalogu je nula dinara ukoliko je isto pravno lice odnosno ukoliko su različita pravna lica u okviru banke primenjuje se tarifa internog platnog prometa.

Primer *Account Sweeping-a:* Kompanija A je kupila robu od kompanije B u vrednosti 1.000.000 dinara, koju će otplatiti u roku od mesec dana (dvadeset radnih dana). S obzirom na to da kompanija A očekuje da će dnevno imati pazara u vrednosti od 50.000 dinara, ugovaraju opciju da kompanija A svakog dana na kraju radnog vremena prebaci kompaniji B iznos od 50.000 dinara posredstvom banke X. Banka X ih podržava uslugom *Account Sweeping-a* uz minimalnu naknadu.

c) *International Cash Management* – usluga koja podrazumeva sledeće:

- dostavljanje klijentu SWIFT poruka MT 101 - zahtev za transfer sredstava tzv. usluga *International Account Information*,
- slanje dnevnih izvoda, stanja i prometa računa putem SWIFT poruka (MT 940, MT 941 i MT 942) tzv. usluga *International Disbursment*.

Ponuđeno rešenje za međunarodni *Cash Management*, je u skladu sa važećom zakonskom regulativom koja ne omogućava korišćenje međunarodnog *Cash Pooling-a* s obzirom na to da rezidenti nemaju pravo da otvore račun u inostranstvu, bez posebnih odobrenja Narodne banke Srbije.

U prilogu je dat tabelarni pregled *Cash Management* ponude domaćih i inostranih banaka.

Tabela br. 1. Uporedni pregled *Cash Mnagement* ponude poslovnih banaka koje posluju u Srbiji – na nivou grupe i lokalno[16]

Vrsta proizvoda	RZB Austria	BA&CA (deo Unicredit grupe)	Erste bank Austria	Raiffeisen bank Serbia	Erste bank Serbia
Usluge plaćanja	+	+	+	+	+
Čekovi	+		+	+	+
Zaduženje računa	+	+	+	+	-
Cash collection	+		+	+	
Međunarodni platni promet	+	+	+	+	+
Međunarodni platni promet u zemlji	+	+	+	+	+
Elektronsko bankarstvo - Kartice	+	+	+	+	+
Grupni proizvodi:					
- Multicash	+				
- Cash Management International	+	+	+/	+	
- UniCash	+				
- Cross Border Margin Pooling	+				
Specijalni proizvodi:					
- CM Account Web Bill	+				
- Effective Pooling	+	+			
- Notional Pooling	+	+	+		
- Collection & Disbursment Account	+	+	+		

Izvor: web site Bank Austria Credit Anstalt Wien, web site Erste bank Wien, web site Erste banka.d. Novi Sad, web site Raiffeisen bank a.d. Beograd, web site Raiffeisen Zentral Bank Wien

16 Napomena: Autor nije našao odgovarajuće podatke za sličnu ponudu na sajtu *UniCredit* banke a.d. Beograd.

ZAKLJUČAK

Implementacijom *Cash Management* koncepta klijent obezbeđuje efektivnu maksimalnu profitabilnost u poslovanju sa novcem, smanjuje oportunitetne transakcione troškove, planski upravlja očekivanim prilivima i odlivima novca.

Bitno je naglasiti, da je pre implementacije bilo koje vrste *Cash Management* proizvoda, neophodno: proveriti zakonsku i poresku regulativu zemalja u kojima kompanija obavlja delatnost, konsultovati stručnjake u banci, kako isto primeniti u svakodnevnom radu, i sagledati troškove implementacije.

Uvažavajući nivo razvijenosti zemlje i važeću zakonsku regulativu u Srbiji, domaće banke uglavnom nude ***osnovne usluge Cash Management-a***. Trebalo bi imati u vidu da kako se budemo više približavali Evropskoj Uniji i više usklađivali propise u tom pravcu, domaće banke će biti u mogućnosti da ponude klijentima i sofisticirane proizvode *Cash Management-a*. U međuvremenu banke bi trebalo da razmotre opciju da grupi povezanih lica u zemlji, koja isključivo posluju lokalno, ponude opciju *Notional Pooling-a*.

[Izvor: L.Barjaktarović (2010a) *Cash management* koncept, Bankarstvo 3-4 2010, Udruženje banaka Srbije]

Tabela 10. Sistem *Cash Management*-a[17]

Prikupljanje	**Cash** Investicije u lako unovčive instrumente (likvidaciona vrednost) Kontrola: Informaciono izveštavanje	**Distribucija**
Ključ←....	Tok sredstava←....	Tok informacija
Instrumenti platnog prometa		
Finansijski instrumenti: lizing, faktoring, forfeting		
Optimalan odnos zaduženosti i emisije hartija od vrednosti: životni ciklus privrednog subjekta		
Pojačana disciplina (usled povećane privredne aktivnosti)		
Troškovi stečaja		
Agencijski troškovi		
Potreba za fleksibilnošću		
Neto efekat optimalnog odnosa		

17 Tabela kreirana na osnovu podataka raspoloživih u izvoru: M.D. Đurić, Uvod u finansijski menadžment, IEW, Beograd, 1999, str. 18

Može se zaključiti da rast kapitala u pasivi bilansa stanja znači da preduzeće ostvaruje samofinansiranje, odnosno ima rast dobiti, ali može biti i rezultat dodatnog ulaganja vlasnika kapitala (emisijom hartija od vrednosti, u novcu, stvarima ili pravima).

Na kraju je za poslovne finansije uvek bitna struktura finansiranja. Pod strukturom finansiranja se podrazumevaju svi oblici finansijskih izvora koje preduzeće koristi za poslovanje. Analitičko razmišljanje izbora ovih finansijskih izvora obavlja se najčešće putem poređenja visine troška kapitala i stope rentabilnosti koja se postiže. (Ž.Račić i dr., 2011) Uvek je neophodno da se izvrši ekonomska analiza kako bi mogla da se donese opravdana odluka. (Lj.Jeremić i M.Ivaniš, 2009)

2.1. ODLUKE O FINANSIRANJU

Ekonomska teorija koristi vremenski kriterijum za klasifikaciju osnovnih odluka u finansijama (Lj.Jeremić i M.Ivaniš, 2009). U skladu sa tim:

- Odluke o finansiranju, tiču se plasmana u proizvodnju, koji kao rezultat ima gotov finalni proizvod, koji se direktno prodaje (tzv. kratkoročni plasman). Vremenski se proces realizuje u toku jedne godine, odnosno obuhvata sva ulaganja u sve troškove i prihode koji se ostvare u istom periodu.
- Odluke o investiranju se tiču ulaganja za koja je potreban duži vremenski period, da bi se došlo do čistog prinosa ili novog proizvoda (tzv. dugoročni plasman, odnosno, očekivana investicija).
- U realnom ekonomskom procesu postoji povezanost (uzročno-posledična) kraktoročnih i dugoročnih plasmana i očekivanja. Vrlo je važan stepen saglasnosti očekivanog ulaganja na kratak rok i onih na dugi rok. U skladu sa tim ostvarenje konačnih poslovnih rezultata zavisi od stepena realizacije očekivanja. Naravno, samo u onoj meri u kojoj to ostvarenje utiče kao faktor formiranja ekonomske zaposlenosti svih faktora koji su u funkciji budućih očekivanja.

Tabela 11. Odluke o finansiranju kroz prizmu bilansa stanja

Ativa	**Bilans stanja**		**Pasiva**
Odluke o finansiranju	Kraktoročna imovina	Kraktorični izvori	Finansijsko odlučivanje
	Dugoročna imovina	Dugoročni izvori	

Važno je uočiti da je stepen očekivanja pod uticajem neizvesnosti, odnosno, realizacije neočekivanog rizičnog događaja. Svaka poslovna odluka zavisi od:

1) tekućih očekivanja ostvarenja proizvodnje,
2) pitanja stanja zaliha uz procenu ostvarenih prihoda od prodaje.

Znači odluke o finansiranju se baziraju na donošenju odluke da li kraktoročne plasmane finansirati sopstvenim izvorima (unutrašnje rezerve ili dodatno finansiranje vlasnika) ili putem zaduživanja. (L.Barjaktarović i D.Ječmenica, 2011a) Odluka zavisi od visine tržišne vrednosti privrednog subjekta i oblika vlasništva preduzeća (naročito za donošenje odluka dugoročnog strateškog tipa).

Tržišna vrednost preduzeća jednaka je zbiru tržišne vrednosti pozajmljenog kapitala i tržišne vrednosti sopstvenog kapitala. U skladu sa tim tržišna vrednost sopstvenog kapitala jednaka je razlici tržišne vrednosti preduzeća i tržišne vrednosti pozajmljenog kapitala, dok je tekuća aktiva jednaka zbiru obrtnog kapitala i tekućih obaveza.

Modeli za praktičnu primenu procene vrednosti preduzeća su (Lj.Jeremić i M.Ivaniš, 2009):

- Model stalnog, neprekidnog kontinuiteta rasta,
- Model Gordon Shapiro,
- Model Bates,
- Model goodwill i bedwill.

Ekonomski parametri za donošenje odluke o finansiranju su (Lj.Jeremić i M.Ivaniš, 2009):

- Procena vrednosti preduzeća i sopstvenog akcijskog kapitala,
- Određivanje neto vrednosti imovine,
- Određivanje sposobnosti zaduživanja (primenom metode neto sadašnje vrednosti).

U skladu sa tim ekonomska moć preduzeća je procena vrednosti imovine preduzeća, odnosno prinosne vrednosti bazirane na sadašnjoj ili realnoj vrednosti tokova gotovine i dobiti.

2.2. ODLUKE O INVESTIRANJU

Etimološki koren reči investicija je u latinskoj reči „investitio" što znači ulaganje kapitala u neki unosan posao ili preduzeće. „Investicije u najširem smislu predstavljaju neophodan uslov ostvarenja progresa i ralizacije stalnog nastojanja čoveka da ovlada prirodnim silama i iskoristi ih za što efikasnije zadovoljenje svojih potreba. Bez investicija nema tehnološkog progresa, odnosno, napretka u celini". (P. Jovanović, 2000)

Četiri osnovna elementa investicije kao složene i kompleksne kategorije (S.Barać i dr., 2000) su:

- Subjekt koji investira,
- Objekat u koga se investira (investicioni predlog ili projekat),
- Cena odricanja od potrošnje (kamatna stopa),
- Cena nade (diskontna stopa).

Investicije, dakle, podrazumevaju sadašnje ulaganje koje se vrši u realna proizvodna dobra radi dobijanja određenog efekta u budućnosti i na taj način povećava ukupna vrednost preduzeća. U skladu sa tim, pod investicijama u svakodnevnoj praksi podrazumevaju se (P.Jovanović, 2000):

- novčana sredstva koja se ulažu u određena proizvodna dobra,
- prinos transformisanih novčanih sredstva u proizvodno dobro, odnosno, proces ulaganja u proizvodna dobra,
- predmet (proizvodno dobro) u koje se investira, i koje se dobija kao rezultat procene investiranja.

Tabela 12. Odluke o investiranju kroz prizmu bilansa stanja

Ativa	**Bilans stanja**		**Pasiva**
Odluke o finansiranju	Kraktoročna imovina	Kraktorični izvori	
	Dugoročna imovina	Dugoročni izvori	Investiciono odlučivanje

Proizilazi da investicije mogu biti: materijalne, nematerijalne i finansijske, što je vidljivo kroz dugoročnu imovinu preduzeća u aktivi (D.Stefanović i M.Milojević, 2012).

Izvori finansiranja investicija mogu biti sopstveni i pozajmljeni (pasiva bilansa stanja kompanije). Odluka o izboru finansiranja zavisi od prinosa koji ostvaruje projekat na investirana sredstva (sopstvena i pozajmljena). Takođe, investicije omogućavaju novi polet poslovne aktivnosti preduzeća.

Investicije u širem smislu obuhvataju:

- Ulaganje u objekte, opremu, instalacije, postojeća sredstva, uređivanje i drugo,
- Ulaganje u obezbeđenje trajnih obrtnih sredstava,
- Ulaganje u hartije od vrednosti,
- Ulaganje u nove konstrukcije i prototipe i uopšte ulaganje u poboljšanje postrojenja i razvoj novih proizvoda,
- Ulaganje u nova tehničko-tehnološka rešenja i poboljšanje tekućih procesa,
- Ulaganje u poboljšanje oranizacije i uvođenje novih organizacionih rešenja,
- Ulaganje u obuku i usavršavanje kadrova,
- Ulaganje u nabavku patenata, licenci i drugih prava,
- Ulaganje u načuna istraživanja,
- Ulaganje u razvoj trgovačke mreže, servisa, reklamu,
- Ulaganje u državne zasade i šume,
- Ulaganje u osnovno stado.

Klasifikacija investicija u užem smislu:

- Prema nameni – privredne i neprivredne.

Prema nameni privredne investicije mogu biti u osnovna i obrtna sredstva.

- Prema izvoru: neto, bruto i nove.
- Prema uticaju investicija na obim proizvodnje po stanovniku, odnosno prema porastu društvenog bruto proizvoda i nacionalnog dohotka po glavi stanovnika, uzimajući u obzir prirodni priraštaj stanovnika, investicije se mogu podeliti na deomografske i ekonomske.
- Prema tehničkoj strukturi – investicije u građevinske objekte, investicije u opremu i ostalo.
- Klasifikacija investicija prema tri osnovna kriterijuma:

A) *vrste ekonomskih efekata: a) jednokratno ulaganje – jednokratni efekat, b) višekratno ulaganje – jednokratni efekat, c) jednokratno ulaganje - višekratni efekat d) višekratna ulaganja - višekratni efekti,*

B) *ciljevi ulaganja sredstava – zamena opreme, proširenje postojeće proizvodnje, proizvodnja novih proizvoda, u strategijske svrhe;*

C) predmeti ulaganja – kapitalne i portfolio.

Četiri kategorije investicija u privrednom subjektu:

- Ulaganje u istraživanje i razvoj,
- Ulaganje u obrazovanje,
- Ulaganje u komercijalne investicije,
- Ulaganje u informatičku podršku.

Teorijski pristup investicija:

a) Investiciona teorija profita – osnovni cilj preduzetnika i preduzeća je profit, odnosno rastuće stope profita.

b) Teorija akceleracije – do investiranja ne dolazi zato što se očekivani profit u budućnosti uvećava, već zato što povećanje proizvodnje vrši pritisak na povećanje nivoa i stepena iskorišćenosti postojećih kapaciteta. Odnos između promena na nivou proizvodnje i obima investicija poznat je kao princip akceleracije.

[Izvor: P.Vukadinović i Z.Jović, Investicije (2012) Investicije, Univerzitet Singidunum, Beograd]

Investiranje je srce finansijske teorije i osnovni problem valorizovanja aktive. Finansijsko rezonovanje se zasniva na zakonitostima o kretanju na tržištu kapitala, i u slučaju odluka o investiranju mora obavezno da postoji i funkcioniše na zadovoljavajući način. Finansijska teorija nam nudi listu uslova koje projekat treba da ispuni da bi uopšte bio prihvaćen. Rizik treba da se svede na najmanju moguću meru. (L.Barjaktarović, 2012) Finansijska teorija ukazuje na metode koje potom slede. Ukoliko je teorija loše shvaćena, ako se koriste pogrešna predviđanja, iskazani rezultati biće pogrešni. Finansijska teorija nudi listu uslova koje projekat treba da ispuni da bi bio prihvaćen. Investicija je angažovanje ili korišćenje različitih oblika dugoročnog kapitala (materijalnog i nematerijalnog) u očekivanju da će se postići zadovoljavajući prinos pri datom riziku (budućnost celine investicije, plasman na adekvatno tržište, itd.). Angažovan kapital treba da bude trajno investiran. (Lj.Jeremić i M.Ivaniš, 2009)

U skladu sa tim, odluka o investiranju ne treba da bude po svaku cenu impulsivna, doneta na prečac, mora da bude ozbiljno ispitana po pitanju projekta koji je pažljivo analiziran u svim pojedinačnim detaljima. Namena i svrha investicije, treba da bude usmerena u pravcu istraživanja usluga – razvoja ili u komercijalni rast preduzeća. (Lj. Jeremić i M.Ivaniš, 2009)

Kriterijumi analize isplativosti investicija su:

- Komercijalna isplativost investicija,
- Pitanje nacionalne isplativosti,
- Primena ispitivanja investicija u uslovima rizika.

Komercijalna isplativost investicije	
Analiza isplativosti investicije	*Finansijska analiza*
1) Proste metode – prosta stopa prinosa i period roka otplate 2) Metode diskontnog toka – neto sadašnja vrednost i interna stopa prinosa	1) Analiza likvidnosti 2) Analiza strukture kapitala

Komercijalnom isplativošću investicije se utvrđuje dodata ekonomska vrednost i ekonomski profit.

Dodata ekonomska vrednost se može definisati na dva načina:

1) *Jednaka višku vrednosti koje donosi investicija u kapital u određenom vremenskom periodu,*
2) *Predstavlja ekonomski rezultat, nakon svih naknada investicija u kapital. Ekonomski profit je definisan kao rezultat zbira neto amortizacije i poreza. Radi ocene kriterijuma potrebno je da budu ispunjeni sledeći uslovi*:
   - Kriterijum treba da omogući maksimalno bogatstvo akcionara pod svim okolnostima.
   - Tokovi likvidnosti treba da budu diskontovani po korisnom trošku kapitala (*opportunity cost*) po stopi bez rizika u određenoj budućnosti.
   - Svi troškovi likvidnosti treba da budu uključeni u projekat koji je predmet razmatranja.
   - Oni treba da procenjuju istu funkcionalnu vrednost projekta bez obzira na ostale karakteristike, nezavisno od ostalih projekata.

[Izvor: Lj.Jeremić i M.Ivaniš (2009) Osnovi finansija, Univerzitet Singidunum, Beograd]

3. FINANSIJSKA FUNKCIJA PREDUZEĆA: POJAM, ZADACI I ORGANIZACIJA

Finansijska funkcija je centralna funkcija u privrednom subjektu, i predstavlja jednu od četiri osnovne poslovne funkcije u preduzeću, to su (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011):

- nabavna funkcija,
- proizvodna funkcija,
- prodajna funkcija, i
- finansijska funkcija.

Ukoliko preduzeće želi uspešno da posluje onda je neophodno da se upravlja ovim funkcijama. U skladu sa tim postoji i finansijsko upravljanje, odnosno, upravljanje finansijskom funkcijom. Važno je istaći da finansijsko upravljanje obuhvata sferu novčanih tokova finansijske funkcije, ali i celokupno poslovanje kompanije. Analogno tome, uspešno obavljanje poslova nabavne, proizvodne i prodajne funkcije uvek pretpostavlja i dejstvo finansijskog upravljanja preko ovih funkcija. Može se zaključiti da postoji nekoliko segmenata finansijskog upravljanja i to (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011):

- Finansijsko upravljanje procesom nabavke,
- Finansijsko upravljanje procesom proizvodnje,
- Finansijsko upravljanje procesom realizacije.

Takođe, treba posebno naglasiti da suštinu poslovnih finansija čini upravo izvršavanje finansijske funkcije preduzeća u sklopu integralnog procesa individualne reprodukcije u preduzeću.

Naime, za tržišne uslove privređivanja karakteristično je da svaki privredni proces započinje i završava se novcem, odnosno ulaganjem u pojedine faze procesa reprodukcije. Pri tome, pitanje preobražaja novca u procesu reprodukcije predstavlja područje cirkulacije sredstava, a pitanje nabavke i vraćanja novčanih sredstava predstavlja područje finansijskih odnosa.

Suštinu poslovnih finansija čini izvršavanje poslova finansijske funkcije i to u sklopu integralnog procesa reprodukcije u preduzeću, a koji se može iskazati pomoću sledećeg obrasca (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011):

$$N - R \begin{matrix} Sr \\ \ldots\ldots\ldots \\ Pr \end{matrix} P \ldots\ldots\ldots R1 - N1$$

Obrazac iskazuje tri osnovne sfere procesa reprodukcije u preduzeću

U skladu sa tim mogu se uočiti tri osnonve sfere procesa reprodukcije:

(1) Prva prometna sfera (N – R);

(2) Proizvodna sfera (P);

(3) Druga prometna sfera (R – N1).

To upućuje na zaključak da proces reprodukcije obuhvata neposredni proces proizvodnje, kao i obe faze prometnog procesa reprodukcije. U prvoj prometnoj sferi vrši se nabavka materijalnih faktora proizvodnje, odnosno N – R, i to pretvaranjem čistog novčanog oblika u odgovarajuće robne oblike (sredstva za proizvodnju i predmeti rada). U drugoj prometnoj sferi vrši se prodaja gotovih proizvoda, odnosno realizacija R1 – N1, i to pretvaranjem čistog robnog oblika ponovo u čisti novčani oblik. Između ove dve prometne sfere, ili tržišta dobavljača i tržišta kupaca, odvija se proizvodna funkcija preduzeća u proizvodnoj sferi (P), na jednostavan ili složen višefazni način zavisno od tipa i složenosti proizvodno -tehnološkog procesa. Pri tome, bez obzira kako se posmatra cirkulacija reprodukcionih sredstava (N – N1), neposredni proces proizvodnje je samo deo kružnog kretanja kapitala u procesu reprodukcije. (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011) Međutim, u uslovima savremene tržišne robno-novčane privrede nemoguće je ostvarivati poslovne odnose u obe prometne sfere kao i proizvodnoj sferi, bez istovremenog odvijanja i finansijske funkcije. Naime, u prvoj prometnoj sferi ne uspostavlja se samo kupoprodajni odnos između nabavne funkcije preduzeća i dobavljača već i novčanorobni odnos, jer se za robu koju prodaje dobavljač, daje odgovarajući iznos novca. Isto tako, u drugoj prometnoj sferi ne uspostavlja se samo kupoprodajni odnos između prodajne funkcije preduzeća i kupca, već i robno-novčani odnos, jer se za prodatu robu dobija odgovarajući iznos novca. Takođe, u proizvodnoj sferi paralelno sa proizvodnom funkcijom, odvijaju se i novčane transakcije jer se u toku obavljanja procesa proizvodnje, moraju isplaćivati svi troškovi poslovanja kao i plate zaposlenih radnika. Dakle, finansijska funkcija je prisutna i u proizvodnoj sferi.

Sve ovo upućuje na zaključak da nema i ne može biti materijalnih tokova u procesu reprodukcije bez istovremenog odvijanja i finansijskih (novčanih) tokova. Drugim rečima, ne mogu se odvijati nabavna, proizvodna i prodajna funkcija preduzeća bez istovremenog odvijanja i finansijske funkcije preduzeća. Štaviše, može se reći da finansijska funkcija preduzeća dobija prvorazrednu ulogu u sklopu integralnog sistema poslovnih funkcija preduzeća, jer upravo ona čini centralnu funkciju toka reprodukcije. (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011)

U cilju potvrde ovakvog stava, trebalo bi pomenuti da su novčana sredstva potrebna za nabavku sredstava za rad, nabavku predmeta rada, kao i isplate zarada zaposlenih.

Takođe, međusobni ekonomsko-finansijski odnosi između privrednih subjekata regulišu se posredstvom finansijskih sredstava koja se u kružnom toku transformišu u robu, usluge, radnu snagu i ostale faktore kružnog toka finansijskih sredstava. Na osnovu iznetog, nesumnjivo se može zaključiti da je finansijska funkcija jedna od osnovnih funkcija u preduzeću koja ima i svoje posebne zadatke. (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011)

Upravljanje finansijskom funkcijom, odnosno finansijsko upravljanje u preduzeću, obuhvata upravljanje svim poslovima koji spadaju u zadatke finansijske funkcije preduzeća. Može se zaključiti da je finansijska funkcija jedna od osnovnih poslovnih funkcija u preduzeću koja ima svoje posebne zadatke. Od izvršenja njenih zadataka, zavisi izvršenje zadataka i svih ostalih poslovnih funkcija u preduzeću.

Biljana Bogovac (2012) Uloga finansijskog direktora u trenutnom ekonomskom i finansijskom trenutku

Promena uloge finansijskog direktora

1. Ključni član poslovnih timova.
2. Po važnosti stoji „rame uz rame" sa predsednikom upravnog odbora i Generalnim direktorom (CEO).
3. Interni konsultant za: strateško planiranje, poreze, finansijsko izveštavanje, računovodstvo, kontrolu i usluge.

Zainteresovane strane (stejkholderi) i „kratkoročnost"

1. Kompanije demonstriraju više društvene odgovornosti odnosno maksimizuju vrednost koju donose zainteresovanim stranama (stejkholderima): kupcima, dobavljačima, vlasnicima, zaposlenima, zajednici /društvu.
2. Tokovi gotovine postaju glavni indikator koji se analizira i njihov fokus je na upravljanju njime.

Kreiranje efektivnog i efikasnog finansijskog sistema

1. Finansijsko izveštavanje je po pravilu za protekli period i često nije efikasno jer je potrebna nova informacija koja reflektuje sadašnje, a ne prethodno stanje.
2. Potrebno je stvoriti sistem koji daje finansijske informacije u realnom vremenu.
3. Informacije potrebne finansijskim direktorima neće samo biti finansijske već i one koji su važne kupcima (vreme isporuke, broj defekata i sl.).

Razvoj finansijske strategije

1. Dinamična priroda strateškog plana.
2. Relevantno izveštavanje o poslovnim rezultatima.

Balansiranje između starih i novih veština

1. Liderstvo i timski rad,
2. „Walk the talk",
3. Brže izveštavanje (tačni i relevantni podaci),
4. Gotovinski tok je sada osnovna mera izveštavanja,
5. Upravljanje promenama,
6. Upravljanje kvalitetom,
7. Upravljanje informacijama.
8. Upravljanje ljudskim resursima.

Evolucija uloge finansijskog direktora

1950-te – upravljanje gotovinom, plaćanjem, sredstvima.

1960-te – potrebne su informacije o finansijskim performansama, uvodi se strateško planiranje i operativno istraživanje, planiranje, budžetiranje i kontrola.

1970-te – vreme upravljanja portfolijom, raste kompleksnost računovodstva, upravlja se očekivanjem akcionara. Uloga je „rastegnuta" od planera do računovođe, revizora i sl.

1980-te – informaciona tehnologija se menja, kompanije se smanjuju, finansijski direktori moraju da dodaju kritični faktor uspeha (CSF) kao i da uvažavaju TQM.

1990-te – dekada kvaliteta i restrukturiranja procesa, početak preseljavanja pogona u druge zemlje. Uloga bi trebalo da pokriva decentralizaciju kompanija.

2000-te – Liderstvo i timski rad, „Walk the talk", brže izveštavanje (tačni i relevantni podaci), iniciranje promene, upravljanje kvalitetom procesa, proizvoda i usluga; merenje drugih parametara – povezivanje sa COO, upravljanje informacijama – povezivanje sa CIO, i upravljanje ljudskim resursima – povezivanje sa HR.

Uloga finansijskog direktora u 21. veku - ključne tačke: coaching/motivacija/, mentoring, građenje tima/razvoj ispitivanje, upravljanje ljudima, komunikacija, delegiranje;

[Izvor: Prezentacija direktora sektora za reviziju PwC Beograd, Biljane Bogovac (2012) Uloga finansijskog direktora u trenutnom ekonomskom i finansijskom trenutku, na Prvom forumu finansijskih direktora Republike Srbije / dostupna na sajtu: http://tsomokos.rs/en/projects/details/36/the-1st-cfo-summit- in-the-republic-of-serbia]

3.1. ZADACI FINANSIJSKE FUNKCIJE PREDUZEĆA

Sadržina i uloga finansijske funkcije preduzeća najbolje se može sagledati preko saznanja o osnovnim zadacima finansijske funkcije. U skladu sa tim, u stručnoj literaturi prisutni su različiti pristupi u definisanju zadataka finansijske funkcije. Ovde će se spomenuti tri pristupa definisanju zadataka finansijske funkcije.

Prvi pristup polazi od toga da bi, finansijska funkcija privrednog subjekta trebalo da se posmatra u međusobnoj povezanosti sa ostalim primarnim reprodukcionim funkcijama: nabavnom, proizvodnom i prodajnom funkcijom. Zadaci finansijske funkcije preduzeća odnose se uglavnom na sledeće (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011):

- planiranje finansijskih sredstava,
- obezbeđenje finansijskih sredstava (za nabavnu i proizvodnu funkciju), i
- realizaciju proizvoda i naplatu potraživanja po tim osnovama.

To ukazuje da se tokovi reprodukcije kreću u sledećem nizu: finansijska – nabavna – proizvodna – prodajna – finansijska funkcija. Takođe, praksa pokazuje da je moguće reprodukcioni tok usmeriti bez proizvodne funkcije, tako da se on tada kreće u sledećem nizu: finansijska – nabavna – proizvodna – finansijska funkcija. Isto tako reprodukcioni tokovi mogu biti usmereni na finansijske odnose između nabavne i finansijske funkcije kada su u pitanju avansi i rabati za veće količine nabavke, odnosno između prometne i finansijske funkcije ako je u pitanju kasa-skonto za prevremenu naplatu potraživanja.

Drugi pristup polazi od savremenih uslova poslovanja preduzeća, gde su zadaci finansijske funkcije sledeći (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011):

- Pribavljanje novčanih sredstava preduzeća potrebnih za normalan tok poslovanja preduzeća. Bazira se na zahtevu da finansijska funkcija obezbeđuje novčana sredstva iz sopstvenih izvora tj. samofinansiranjem, a da se samo dodatna novčana sredstva obezbeđuju iz tuđih izvora.
- Korišćenje novčanih sredstava u poslovanju preduzeća, znači da se svakodnevno ispostavlja čitav niz naloga za isplatu, odnosno, obaveza finansijske funkcije jeste da se svako plaćanje obavlja optimalnim instrumentima plaćanja, pri čemu ta plaćanja treba da budu izvršena brzo i efikasno.
- Usklađivanje dinamike priliva novčanih sredstava sa rokovima dospeća obaveza plaćanja prema njihovim izvorima, odnosi se u stvari na likvidnost

preduzeća. Iskustvo pokazuje da se uspešnost rada finansijske funkcije meri upravo stepenom likvidnosti, odnosno nelikvidnosti preduzeća. Međutim, nelikvidnost preduzeća može biti izazvana i poremećajima u robnim tokovima, tako da se dejstvom finansijske funkcije ona može privremeno otkloniti.

- Regulisanje novčanih tokova i praćenje finansijskih odnosa u preduzeću odnosi se uglavnom na sledeće: (a) podmirivanje kratkoročnih i dugoročnih potreba za novčanim sredstvima, (b) ulaganje viškova slobodnih novčanih sredstava, i (c) korišćenje sredstava iz zajedničkih fondova formiranih na nivou preduzeća.
- Kontrola upotrebe novčanih sredstava u kružnom toku preduzeća, odnosi se na kontrolu racionalne upotrebe novčanih sredstava. Pri tome, kontrola upotrebe novčanih sredstava posebno akcentira sledeće činjenice: (a) da li se novčana sredstva u poslovanju preduzeća koriste u smislu zakonskih propisa i akata poslovne politike preduzeća, i (b) da li se novčana sredstva koriste racionalno u svim fazama procesa reprodukcije. U cilju uspostavljanja optimalne kombinacije veličine i strukture sredstava i njihovih izvora, finansijska funkcija treba da kontroliše angažovana novčana sredstva u svim fazama njihovog kružnog kretanja.

I na kraju, treći pristup je teorijska sistematizacija osnovnih zadataka finansijske funkcije na (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011):

- primarne (osnovne ili temeljne) zadatke, i
- sekundarne (tekuće ili operativne).

Tabela 13. Primarni i sekundarni zadaci finansijske funkcije

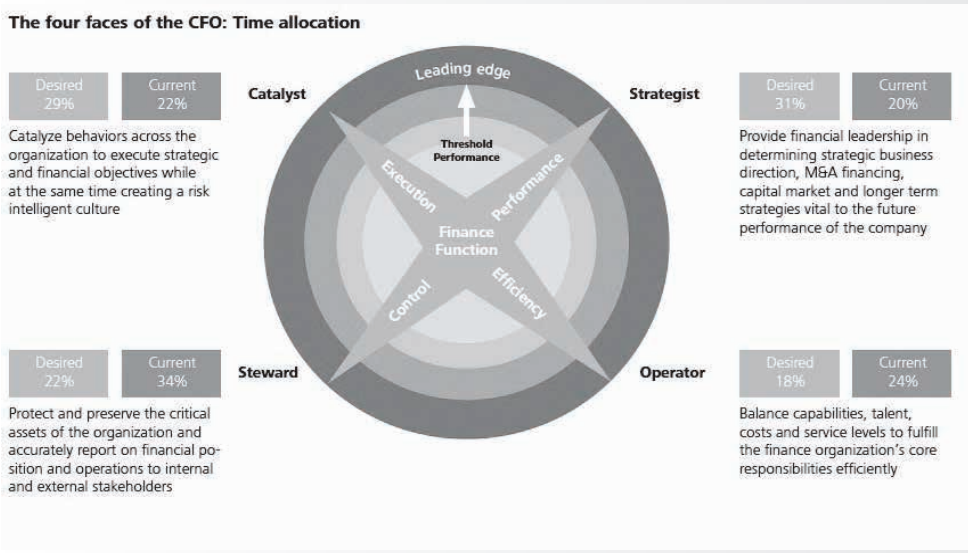
Primarni zadaci finansijske funkcije	Sekundarni zadaci finansijske funkcije
Pribavljanje novčanih sredstava	Disponiranje novca
Upotreba (ulaganje) novčanih sredstava	Kontrola novčanih dokumenata
Vraćanje novčanih sredstava (usklađivanje rokova imobilizacije sredstava sa rokovima raspoloživosti izvora sredstava)	Vođenje operativne (vanknjigovodstvene) evidencije
	Finansijsko planiranje
	Finansijska analiza
	Finansijsko informisanje

Primarni zadaci finansijske funkcije preduzeća jesu oni zadaci koji su neposredno vezani za proces reprodukcije. Znači, to su zadaci od čijeg izvršenja direktno zavisi odvijanje procesa reprodukcije. U skladu sa tim, sekundarni zadaci finansijske funkcije jesu oni zadaci koji su posredno vezani za proces reprodukcije.

U cilju izvršavanja primarnih zadataka, finansijska funkcija preduzeća oslanja se na sledeće: horizontalna i vertikalna pravila finansiranja, planski i stvarni bilans uspeha i bilans stanja, plan neto tokova ukupnih sredstava, plan neto tokova novca, plan tokova obrtnog fonda, i plan priliva i odliva novca.

U kontekstu izlaganja problematike osnovnih zadataka finansijske funkcije preduzeća, svakako treba pomenuti i to da treba praviti jasnu razliku između finansijske funkcije i računovodstvene funkcije preduzeća. Povezanost finansijske i računovodstvene funkcije je samo tehničke, ali ne i sadržajne prirode. Naime, kod finansijske funkcije u pitanju je finansijsko poslovanje, dok je računovodstvena funkcija samo vrednosni izraz finansijskog poslovanja. Zbog toga, računovodstvena funkcija je po svojoj prirodi pasivnog karaktera jer se svodi na stručno evidentiranje svih poslovnih promena, dok je finansijska funkcija preduzeća po svojoj prirodi i ulozi aktivna jer se ona ispoljava u brojnim i složenim transakcijama i operacijama. U modernoj kompaniji, finansijska funkcija (sektor finansija) obuhvata računovodstvo, kontroling i upravljanje sredstvima (*treasury*).

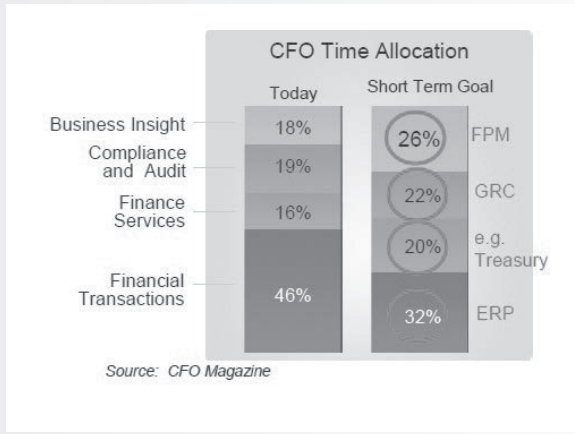
Uloga finansija – upravljanje ili kontrola?!



Studija koju je sproveo *Deloitte* ukazuje na četiri uloge finansijskog direktora (CFO):

1) Katalizator ponašanja kroz organizaciju u svrhu ostvarenja strategijskih i finansijskih ciljeva, kroz kreiranje inteligentne kulture upravljanja rizikom.
2) Strateg koji obezbeđuje finansijsko liderstvo u svrhu strategijskog poslovnog odlučivanja, finansiranja merdžera i akvizicija, tržišta kapitala, i dugoročnih strategija važnih za buduće performanse kompanije.
3) Izvestilac o očuvanju kritične imovne kompanije, odnosno finansijskih izveštaja i operativnosti preduzeća internim i eksternim zainteresovanim stranama.
4) Operater u funkciji kompanijske efikasnosti, kroz balansiranje mogućnosti, talenata, troškova i usluga.

Raspored vremena finansijskog direktora



Prema CFO Magazinu, finansijski direktor (CFO), na sledeći način raspoređuje svoje vreme:

1) Osnovni posao kompanije 18% (kratkoročni cilj je 26%),
2) Usklađenost sa zakonskim propisima i revizija 19% (kratkoročni cilj je 22%),
3) Finansijske usluge 16% (kratkoročni cilj je 20%),
4) Finansijske transakcije 46% (kraktoročni cilj je 32%).

U skladu sa tim može se zaključiti da je finansijski direktor uspeo najviše da uradi na usklađenosti sa zakonskim propisima i revizijom (u skladu sa kratkoročnim ciljevima). Na drugom mestu su finansijske usluge, dok u slučaju finansijskih transakcija najviše zaostaje za definisanim kratkokročnim ciljem.

[Izvor: Prezentacija finansijskog direktora Roche d.o.o. Beograd Vladice Rakića na Prvom Forumu finansijskih direktora Republike Srbije (2012) Finance Role – Management or Control? http://tsomokos.rs/ en/projects/details/36/the-1st-cfo-summit-in-the-republic-of-serbia]

3.2. ORGANIZACIJA FINANSIJSKE FUNKCIJE PREDUZEĆA

Veoma važna komponenta upravljanja finansijama je adekvatna organizacija finansijske funkcije preduzeća, s obzirom na to da omogućava direktno sprovođenje finansijskog upravljanja u preduzeću.

Organizacija finansijske funkcije predominantno zavisi od (M.Ivaniš I S.Nešić, 2011):

- vrste poslova, i
- obima i učestalosti poslova u preduzeću.

Kada govorimo o vrstama poslova finansijske funkcije, najprimerenije je da se klasifikuju u tri segmenta:

(1) obezbeđivanje finansijskih sredstava, koje najčešće obuhvata obezbeđivanje finansijskih izvora kao što su: kreditni poslovi i poslovi finansijskih aranžmana;

(2) alokacija finansijskih sredstava - uglavnom obuhvata poslove platnog prometa preko tekućeg-računa, likvidiranje finansijske dokumentacije, blagajničke poslove i poslove vezane za dužničko-poverilačke odnose.

(3) poslovi koje treba obaviti za uspešno obezbeđivanje i alokaciju finansijskih sredstava - planiranja, finansijske analize, finansijske kontrole i finansijskih informacija.

Veličina i složenost preduzeća determinišu obim i učestalost poslova. Pri tome, manja preduzeća imaju najmanju učestalost, dok srednja i velika preduzeća imaju veću učestalost poslova. Ovakva podela poslova finansijske funkcije sugeriše i njenu organizaciju koja će biti takva da se u grupama poslova gde je učestalost veća konstituiše i određena organizaciona forma u zavisnosti od veličine preduzeća.

Finansijska funkcija u preduzeću organizuje se u skladu sa osnovnim načelima (principima) organizacije finansijske funkcije (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011), što je prikazano tabelom broj 14.

Tabela 14. Načela organizacije finansijske funkcije

Načelo	Opis
Centralizacije	kada se svi primarni i sekundarni zadaci finansijske funkcije obavljaju centralizovano, tj. obavlja ih samo jedna finansijska služba.
Decentralizacije	kada se svi primarni i sekundarni zadaci finansijske funkcije obavljaju u više decentralizovanih finansijskih službi.
Kombinovane organizacije	kada se jedan deo zadataka finansijske funkcije obavlja centralizovano, a drugi decentralizovano.

Sva tri načela organizacije finansijske funkcije imaju svoje specifičnosti koje im objektivno pružaju prednosti, odnosno stvaraju nedostatke.

U skladu sa tim *načelo centralizacije* zahteva da se svi primarni i sekundarni zadaci finansijske funkcije obavljaju centralizovano, što znači da ih vrši samo jedna finansijska služba, po pravilu, za jednog ili za više privrednih subjekata. Prednosti centralizacije finansijske funkcije se ogledaju u sledećem:

- Finansijska funkcija predstavlja jedinstvenu organizacionu celinu, što omogućava jedinstven nastup prema finansijskim partnerima kao što su banke i svi ostali privredni i neprivredni subjekti.
- Brže i efikasnije se izvršavaju pojedini krupniji finansijski zadaci koji se odnose na pribavljanje i ulaganje novčanih sredstava;
- Postiže se bolja koncentracija i iskorišćenost finansijskih kadrova, prostora i opreme, a omogućava se i racionalnije korišćenje savremenih informacionih tehnolgija;
- Omogućava se postizanje višeg stepena podele rada i specijalizacije unutar finansijske službe;
- Ostvaruje se bolji pregled izvršavanja zadataka finansijske funkcije i uvid u stanje i kretanje novčanih sredstava;
- Prisutna je mogućnost smanjenja administracije i pojeftinjenja organizacije izvršavanja zadataka finansijske funkcije;
- Omogućava se bolja saradnja sa drugim poslovnim funkcijama preduzeća (upravljačkom i poslovodnom funkcijom).

Načelo decentralizacije zahteva da se svi primarni i sekundarni zadaci finansijske funkcije obavljaju u više decentralizovanih finansijskih službi za jednog ili za više privrednih subjekata. Prednosti i nedostaci decentralizacije finansijske funkcije prikazani su tabelom broj 15.

Tabela 15. Prednosti i nedostaci decentralizovane finansijske funkcije

Prednosti	Nedostaci
Raspodeljuje se teret izvršavanja zadataka finansijske funkcije na veći broj organizacionih jedinica koje mogu efikasnije da rešavaju zadatke na licu mesta, a što je znatno složenije i teže u jednom udaljenijem centru;	Prisustvo nerealne konkurencije između izvršilaca finansijskih zadataka
Multiplicira i stimuliše finansijsku inicijativu, kao i sposobnost i smisao za odgovornost;	Stvaraju se suvišni troškovi zbog potrebe za većim brojem zaposlenih, kao i većim potrebama za tehničkom opremom
Koje proizlaze iz izvršavanja zadataka na licu mesta tj. odmah;	
Uprošćava i ubrzava izvršavanje pojedinih zadataka finansijske funkcije;	
Omogućava stvaranje sposobnih i nezavisnih finansijskih menadžera, i sl.	

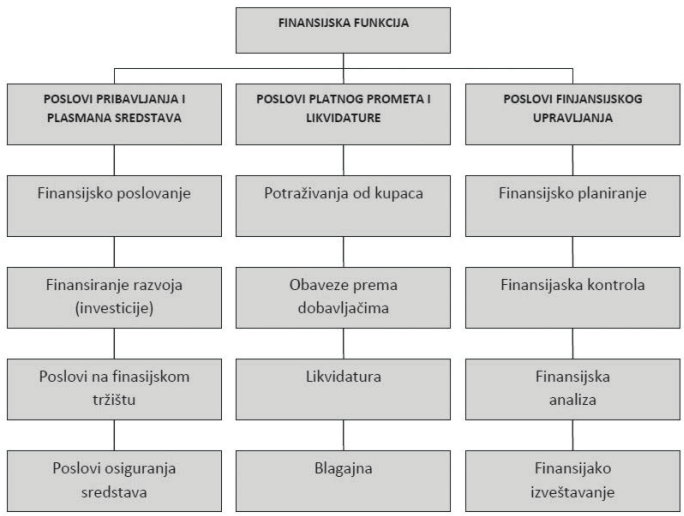
Načelo kombinovane organizacije – zahteva da se jedan deo zadataka finansijske funkcije izvršava centralizovano, a da se ostali deo zadataka finansijske funkcije izvršava decentralizovano. Dakle, kombinovani način organizovanja finansijske funkcije u stvari predstavlja spoj centralizovanog i decentralizovanog načina organizovanja, a zavisi od postojećih konkretnih privrednih okolnosti. Ovaj kombinovani oblik organizacije finansijske funkcije najviše je prisutan kod složenih preduzeća i holding organizacija. Ovaj oblik organizacije finansijske funkcije u datim uslovima nesumnjivo omogućava da se iskoriste prednosti i izbegnu nedostaci centralizovanog i decentralizovanog oblika organizacije. Pri tome, ovde je veoma važno pitanje kako postići optimalni odnos između stepena centralizacije i stepena decentralizacije finansijske funkcije. U vezi s tim, treba naglasiti činjenicu da bez obzira na kojem se načelu temeljila organizacija finansijske funkcije preduzeća, važi pravilo da se upravljačkoj funkciji mora obezbediti nesmetano upravljanje i raspolaganje finansijskim sredstvima datog privrednog subjekta. Konkretan oblik organizacije finansijske funkcije u preduzeću determinišu različiti faktori (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011), među kojima se posebno ističu prikazani tabelom broj 16.

Tabela 16. Faktori koji detrminišu organizaciju finansijske funkcije

Faktor	Opis
Organizaciona struktura preduzeća	u smislu njenih osnovnih karakteristika, a koje se odnose na veličinu, složenost, organizacioni sastav i dislociranost pojedinih poslovnih celina. U vezi s tim, veća dislociranost ide u prilog organizaciji kombinovanog oblika organizacije finansijske funkcije.
Vrsta privredne delatnosti preduzeća	predstavlja veoma važan faktor organizacije finansijske funkcije. U vezi s tim, nesumnjivo je da se privredni subjekti u poljoprivredi, industriji i trgovini međusobno znatno razlikuju po većoj ili manjoj zastupljenosti pojedinih finansijskih zadataka i poslova. Zbog toga se organizacioni oblici finansijske funkcije pojedinih preduzeća iz različitih privrednih delatnosti međusobno veoma razlikuju.
Obim zadataka i poslova finansijske funkcije	najneposrednije utiče na organizaciju finansijske funkcije. U vezi s tim, ako finansijska funkcija obavlja veći obim poslova, onda u njenom sastavu moraju biti organizacione jedinice koje će te poslove izvršavati. To znači da veći broj i obim poslova zahteva i razvijeniju organizaciju finansijske funkcije preduzeća.
Važeće zakonske odredbe	predstavljaju usmeravajući faktor organizacije finansijske funkcije. U vezi s tim, pojedina zakonska rešenja iz oblasti finansijskog i deviznog poslovanja mogu značajno uticati na sistem upravljanja i raspolaganja finansijskim sredstvima preduzeća.
Troškovi izvršavanja finansijske funkcije preduzeća	predstavljaju značajan faktor njene organizacije. U vezi s tim, kod izbora organizacionog oblika finansijske funkcije treba voditi računa o ekonomskim koristima i efektima koje pružaju pojedini organizacioni oblici organizacije funkciji mora obezbediti nesmetano upravljanje i raspolaganje finansijskim sredstvima datog privrednog subjekta.
Raspoloživi izvori finansiranja	imaju značajan uticaj na izbor organizacionog oblika finansijske funkcije. U tom smislu, veća zastupljenost vlastitih izvora finansiranja preduzeća ide u prilog organizaciji posebne finansijske službe, s obzirom na to da postoji manji broj kontakata sa tuđim izvorima na tržištu novca. S druge strane, veća orijentacija na tuđe izvore finansiranja ide u prilog organizaciji koja će imati češće kontakte sa finansijskim posrednicima.
Raspoloživi potencijal ljudskih resursa	značajno determiniše organizaciju finansijske funkcije preduzeća. Naime, nedostatak odgovarajućeg finansijskog osoblja stvara teškoće u sprovođenju decentralizovane i kombinovane organizacije finansijske funkcije preduzeća.
Tehnička opremljenost finansijske funkcije	doprinosi racionalnijem i bržem izvršavanju finansijskih zadataka. Zato se organizacija finansijske funkcije koja je opremljena savremenim tehničkim sredstvima znatno razlikuje od one koja ne raspolaže takvim sredstvima.

Može se zaključiti da konkretan oblik organizacije finansijske funkcije preduzeća, zavisi od pomenutih faktora organizacije i određenih uslova u kojima se poslovanje odvija. To svakako podrazumeva situacije da u jednom slučaju može biti odlučujući jedan faktor, a u drugom slučaju to može biti neki drugi. Međutim, uvek treba voditi računa o ekonomskoj opravdanosti i efikasnosti organizacija pojedinih oblika organizacije finansijske funkcije, kao i njihovom stalnom razvoju i usavršavanju.

Slika 2. Opšti model organizacije finansijske funkcije preduzeća



Šta očekuju generalni direktori (CEO) od finansijskih direktora (CFO)?

Uloga finansijskog direktora se razlikuje u zavisnosti od veličine kompanije. U skladu sa tim uloga finansijskog direktora u:

- multinacionalnoj kompaniji je uloga pouzdanog (stabilnog) specijaliste,
- velikoj kompaniji psa čuvara,
- srednjoj kompaniji čarobnjaka,
- maloj kompaniji alhemičara.

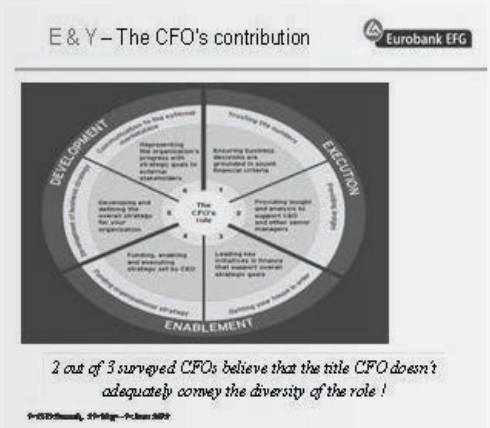
U 1999.godini *CFO Magazine* (julsko izdanje) je objavio rezultate studije istraživanja o očekivanjima generalnog direktora od finansijskog direktora. Anketa je sprovedena na uzorku od preko 500 generalnih direktora iz različitih kompanija. Imajući u vidu razvojni gep među razvijenih zemalja i Srbije, može se reći da rezultati ove ankete odgovaraju sadašnjem trenutku razvoja Srbije.

U skladu sa tim očekivanja su sledeća od finansijskog direktora:

- karakter,
- vizija – strategija,
- poverenje – to je još uvek lični poslovni odnos,
- iskustvo – poslovni partner sa ožiljcima,
- odlična međusobna hemija,
- finansijske sposobnosti.

Važno je uočiti da bi finansijski direktor trebalo da bude navigator (usmeravač aktivnosti), a ne držalac informacija. Takođe, kompetentnost, procena i specifična ekspertiza se očekuju od finansijskog direktora.

Matrica kompetencija je prikzana kroz doprinos finansijskog direktora u istraživanju koje je sproveo *Ernst & Young* (prezentacija Philippos Karamanolis na Prvom *CFO* forumu u Republici Srbiji 2012, dostupna na sajtu: http://tsomokos.rs/en/projects/details/36/ the-1st-cfo-summit-in-the-republic-of-serbia).



E&Y je izvršio istraživanje u vezi doprinosa finansijskog direktora. Identifikovali su 6 oblasti koje bi *CFO* trebalo da pokrije: 1) verodostojnost brojki koje obezbeđuju donošenje odluka u skladu sa jakim finansijskim kriterijumima, 2) obezbeđivanje suštinskih informacija vezanih za posao i analizu, 3) doterivanje kuće u red, odnosno, vođenje ključnih inicijativa u svrhu obezbeđivanja sveukupnog strateškog cilja, 4) obezbeđivanje sredstava za sprovođenje strategije generalnog direktora, 5) razvoj poslovne strategije, 6) komunikacija sa eksternim tržištem odnosno stejkholderima. U skladu sa tim prve dve oblasti (1,2) se tiču izvršenja, druge dve oblasti (3,4) se tiču mogućnosti, a poslednje dve oblasti (5,6) se tiču razvoja kompanije.

Shodno tome savršeni *CFO* (16 *CFO* vodećih svetskih organizacija) ima sledeće karakteristike:

- prvi i najbolji finansijski profesionalac,
- jak komercijalni senzibilitet,

- duboko razume posao kojim se kompanija bavi,
- dobar sa ljudima,
- spsoban da misli strategijski,
- odlične komunikacione sposobnosti,
- sposoban da upravlja konfliktima,
- rešava a ne stvara problem,
- međunarodno iskustvo,
- govori bar jedan strani jezik,
- isksustvo u vođenju velikih projekata,
- poslovni analitičar,
- dobro upravlja stresom i radi bez problema pod pritiskom,
- dobrog zdravlja,
- operativno iskustvo,
- sposoban da se prilagodi promenama,
- iskustvo u raznovrsnim poslovima i industrijskim granama,
- strastven je prema poslu koji obavlja.

[Izvor: Prezentacija generalnog direktora *Eurobank EFG* Beograd, Philippos Karamanolis na Prvom Forumu finansijskih direktora Republike Srbije (2012) Očekivanja generalnog direktora od finansijskog direktora/ dostupna na sajtu: http://tsomokos.rs/en/projects/details/36/the-1st-cfo-summit-in-the-republic-of- serbia i prezentacija osnivača Mokrogorske škole menaždmenta, Srđan Janićijević, na Drugom Vivaldi Forumu finansijskih direktora Republike Srbije: Šta očekuju CEO's od CFO's?, Drugi CFO – Vivaldi letnji forum, 19-21.jun 2013, Mokra Gora /štampani materijal/]

4. FINANSIJSKI CILJ PREDUZEĆA

Trebalo bi imati u vidu da definisanje finansijskih ciljeva preduzeća nije tako jednostavno kao što se u prvom momentu čini. U praksi se definisanje finansijskih ciljeva najčešće svodi na sledeće (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011):

- obezbeđenje potrebnih finansijskih sredstava,
- obezbeđenje likvidnosti,
- maksimizacija finansijskog rezultata.

Međutim, detaljne analize ukazuju da stvaranje i jačanje finansijske snage preduzeća predstavlja u stvari svojevrstan proces koji se može podeliti na niz parcijalnih ciljeva. (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011)

Tabela 17. Parcijalni finansijski ciljevi

Finansijski cilj	Opis
Polazni ciljevi – optimalizacija struktura	Optimalizacija konstitucione strukture; Optimalizacija strukture likvidnosti; Optimalizacija finansijske strukture
Ciljevi dejstvovanja – trajno finansijsko poslovanje	Racionalno finansiranje; Optimalna likvidnost; Smanjenje rizika
Ciljevi učinaka – finansijski rezultat	Prinos iz uloženih sredstava (rentabilnost); Uspešnost finansiranja;
Krajnji ciljevi – finansijska snaga	Trajna sposobnost plaćanja; Trajna sposobnost finansiranja; Očuvanje i povećanje imovine

Može se zaključiti da se svi finansijski ciljevi povezuju u jedan veoma širok konačan cilj, a to je finansijska snaga preduzeća. Pri tome, optimalizacijom finansijskih struktura uspostavljaju se osnovne finansijske pretpostavke i uslovi. Zatim, realizacijom ciljeva dejstvovanja omogućava se ostvarenje onog dela krajnjih ciljeva koji se odnose na trajnu sposobnost plaćanja i finansiranja. Na kraju, kroz postizanje ciljeva učinaka omogućava se realizacija konačnog cilja očuvanja i povećanja imovine. Svakako, sve ovo treba posmatrati i dinamički, odnosno sa aspekta razvoja, s obzirom na to da se kriterijumi vremenom menjaju i da se pojavljuju novi koje treba implementirati u sklopu već definisanih finansijskih ciljeva preduzeća.

Optimalizacija struktura se odnosi na tri osnovna oblika (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011): konstituciona struktura, struktura likvidnosti i finansijska struktura (što je prikazano tabelom broj 18).

Tabela 18. Optimalina struktura sredstava

Struktura sredstava	Opis
Optimalizacija konstitucione strukture	Suštinski predstavlja agregatni odnos zbirova i strukture pojedinih oblika ulaganja u poslovna sredstva. Na primer, dovoljno značajan agregat su sredstva rada koja su uslov za određeni obim poslovanja, s jedne strane, i određena optimalna obrtna sredstva, s druge strane. Međutim, između ovih kategorija najčešće postoji izvestan raskorak koji vodi ka preobimnosti ili suvišnosti jedne kategorije sredstava. U skladu s tim,optimalizacija konstitucione strukture je moguća, pre svega, putem investicionih odluka ali pod uslovom da pri investiranju znamo da postavimo takav cilj koji će biti i kasnije, pri korišćenju investicije svestrano uzet u obzir. Međutim, ako je odstupanje od cilja trajnije prirode onda su potrebne odgovarajuće korektivne mere. To je obično prodaja sredstava rada zbog neiskorišćenosti kapaciteta, s tim da se dobijena sredstva ponovo ulože u one oblike koji će obezbediti bolju konstitucionu strukturu.
Optimalizacija strukture likvidnosti	se odnosi na strukturu pojedinačnih oblika ulaganja u poslovna sredstva, pri čemu se radi o sredstvima u novčanom obliku i o obrtnim sredstvima sa različitim stepenom likvidnosti, u smislu njihove sposobnosti da se u što kraćem roku i bez gubitka pretvore u novčani oblik. Posmatrano sa ovog aspekta, odgovarajuća je ona struktura likvidnosti sredstava koja omogućava realizaciju optimalne likvidnosti. Pri tome, mora se maksimalno uvažavati i kriterijum dinamike što podrazumeva: a) uzimanje u obzir svih ciklusa pojedinačnih oblika sredstava, odnosno njihovu transformaciju, i b) izračunavanje strukture dinamike likvidnosti sredstava pri donošenju odluka o investicijama.
Optimalizacija finansijske strukture	odnosi se na izvore sredstava i njihov raspored po rokovima. U vezi s tim, svakom roku mora da odgovara adekvatno obezbeđenje sredstava. Najtrajniji izvori sredstava su bespovratna sredstva koja se uglavnom označavaju kao sopstvena sredstva. Tuđa sredstva se razlikuju u zavisnosti od izvora finansiranja. U skladu s tim, finansijska struktura se menja obezbeđenjem sredstava iz tuđih izvora i ulaganjem u bespovratna sredstva. Dakle, vremenski postavljen cilj optimalne finansijske strukture veoma je značajan i koristan, pogotovo ako postoji težnja za idealnom finansijskom strukturom u smislu enormno velikog učešća bespovratnih sredstava (sopstvenih), što se ni u kom slučaju ne bi moglo smatrati racionalnim strukturnim rešenjem. Međutim, treba reći da novije definicije optimalnosti finansijske strukture polaze i od aspekta rentabilnosti. Shodno tome, optimalna finansijska struktura se postiže onda kada su troškovi finansiranja najniži, kada su izvori finansiranja pogodni i kada je data dovoljna sigurnost u pogledu rizika.

Pod ciljevima dejstvovanja podrazumevamo postizanje određenih stanja u finansijskim procesima koja su potrebna za nesmetano poslovanje i za ostvarivanje željenih ciljeva njihovih učesnika. Ovde se u fokus posmatranja stavljaju tri osnovna finansijska cilja (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011): (1) racionalno finansiranje, (2) optimalna likvidnost, i (3) smanjenje rizika (što je prikazano tabelom broj 19).

Tabela 19. Finansijski ciljevi dejstvovanja

Cilj dejstvovanja	Opis
Racionalno finansiranje	Suština se svodi na realizaciju obezbeđivanja finansijskih sredstava, tako što se pronađe najbolja kombinacija izvora finansiranja (sopstvenih i tuđih), sa nastavkom na ubrzanoj cirkulaciji finansijskih sredstva koja istovremeno predstavljaju vezu sa strukturom likvidnosti. Shodno tome, obično se u praksi pod najpovoljnijom kombinacijom izvora finansiranja podrazumeva tzv. optimalna kombinacija finansiranja. U vezi s tim, pod optimalnom kombinacijom izvora finansiranja treba podrazumevati takvu kombinaciju internih i eksternih izvora finansiranja koja obezbeđuje optimalne rezultate, pre svega, sa aspekta likvidnosti, ekonomičnosti i rentabilnosti finansiranja i poslovanja preduzeća. 1) Sa aspekta likvidnosti – optimalno finansiranje preduzeća postiže se ako je preduzeće svakodnevno sposobno da izmiri sve svoje dospele obaveze plaćanja bez ograničenja u smislu visine i roka, sa održavanjem minimalne likvidne rezerve koja obezbeđuje potpunu platežnu sposobnost i minimalno smanjuje rentabilnost u odnosu na maksimalno moguću. 2) Sa aspekta ekonomičnosti – optimalno finansiranje preduzeća postiže se ako su ostvareni najmanji troškovi pribavljanja novčanih sredstava i troškova korišćenja novčanih sredstava po jedinici pribavljenih novčanih sredstava. Pri tome, utvrđuje se ekonomičnost sopstvenih izvora i ekonomičnost tuđih izvora. 3) Sa aspekta rentabilnosti – optimalno finansiranje preduzeća postiže se ako su sva pribavljena novčana sredstva uložena tako da se ostvaruje maksimalno moguća stopa rentabilnosti, a da to istovremeno ne dovodi do nelikvidnosti i nestabilnosti, već stvara uslove za optimalan razvoj preduzeća.
Optimalna likvidnost	Suština likvidnosti kao finansijskog cilja jeste realizacija platežne sposobnosti u odnosu između likvidnih sredstava i dospelih obaveza. U vezi s tim, idealan (optimalan) koeficijent likvidnosti trebao bi da bude 1 u svakom momentu, što svakako nije realno i ostvarljivo. Naime, likvidnost samo teorijski ima vrednost 1, a praktično je uvek prisutno odstupanje od 1. Pri tome, obično se radi o rasponu sledećih gradacija likvidnosti: potpuna sigurnost, ograničeni rizik, potpuno pokriće obaveza i improvizovana likvidnost. U starijem konceptu likvidnosti prednost se davala tzv. sigurnoj likvidnosti, dok je u savremenom konceptu likvidnosti prisutna optimalizacija likvidnosti na bazi rentabilnosti u smislu ostvarenja željenog rezultata (najveći mogući rezultat, potreban rezultat i zadovoljavajući rezultat).

Smanjenje rizika	Posmatranje finansijskih ciljeva preduzeća sa aspekta rizika i sigurnosti spada u tzv. područje zaštite preduzeća. Naime, smanjenje rizika ima za cilj sigurnost u poslovanju. Drugim rečima, ovde se radi o štetnom delovanju negativnih faktora i o naknadi štete ako je ona nastala. Posmatrano sa finansijskog aspekta, radi se o riziku kod platežne sposobnosti, kao i o rizicima koji se vezuju za finansijski rezultat i imovinu preduzeća. Sredstva za realizaciju ciljeva smanjenja rizika spadaju u sredstva rezervi. Ova sredstva bi trebalo da obezbede intervencije kod neuspelih rizika za pokriće nastalih gubitaka. Pri tome, ovde treba uzeti u obzir i osiguranje kod osiguravajućih organizacija. Osim navedenog, značajne mogućnosti smanjenja rizika treba tražiti i na području odlučivanja i informatike. To podrazumeva da osim determinističkog pristupa u odlučivanju treba praktikovati i stohastičke hipoteze kod kojih se uvek računa na rizik i verovatnoću.

Može se uočiti da ciljevi učinaka predstavljaju posledicu delovanja poslovanja preduzeća. Najopštije definisanje ove grupe finansijskih ciljeva uslovljeno je pojmom rezultat, koji se može izraziti na više načina. U zapadnim uslovima poslovanja to je najčešće profit ili dobit. U vezi s tim, postavlja se pitanje koja od ove dve kategorije može predstavljati finansijski cilj preduzeća. U praksi se iskristalisalo mišljenje da rezultat zavisi od toga ko je vlasnik kompanije. Ukoliko govorimo o preduzećim gde imamo vlasnika privatno lice ili pravno lice (privredni subjekt – preduzeće) osnovni cilj je dobit pre poreza i kamata (tzv. EBIT */Earnings Before Interest and Taxes/*). U slučaju da je investicioni fond vlasnik preduzeća, ključni rezultat je dobit pre poreza, kamata i amortizacije (tzv. EBITDA */Earnings Beforte Interest, Taxes and Depreciation*). Imajući u vidu onovnu grupu finansijskih ciljeva, može se uočiti da se preko optimalizacije finansijskih struktura uspostavljaju osnovne finansijske pretpostavke i uslovi. Potom se preko realizacije ciljeva dejstvovanja omogućava ostvarenje jednog dela krajnjih ciljeva koji se odnose na trajnu sposobnost plaćanja i finansiranja. Na kraju, kroz postizanje realizacije ciljeva učinaka, koji sa finansijskim rezultatom ostvarenim na osnovu *cash flow*-a, odnosno akumulacije, omogućava se realizacija konačnog cilja očuvanja i povećanja imovine. Međutim, treba imati u vidu da se finansijska snaga preduzeća može posmatrati u dvostrukom smislu (tabela br. 20): kvantitativno i kvalitativno. (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011)

Tabela 20. Finansijska snaga preduzeća

Kvantitativna	Kvalitativna
Obim sredstava	Trajna sposobnost plaćanja – sposobnost preduzeća da u svakom trenutku plati dospele obaveze.
	Trajna sposobnost finansiranja – sposobnost preduzeća da finansira dugoročna ulaganja iz sopstvenih i pozajmljenih izvora, dok kratkoročna ulaganja finanira iz pozajmljenih izvora.
	Očuvanje imovine - podrazumeva u uslovima stabilne novčane jedinice poslovanje bez poslovnog gubitka, a u uslovima inflacije podrazumeva očuvanje nesmanjene vrednosti sopstvenih sredstava.
	Povećanje imovine podrazumeva ostvarivanje akumulacije, što sa svoje strane omogućava sposobnost finansiranja iz sopstvenih izvora.

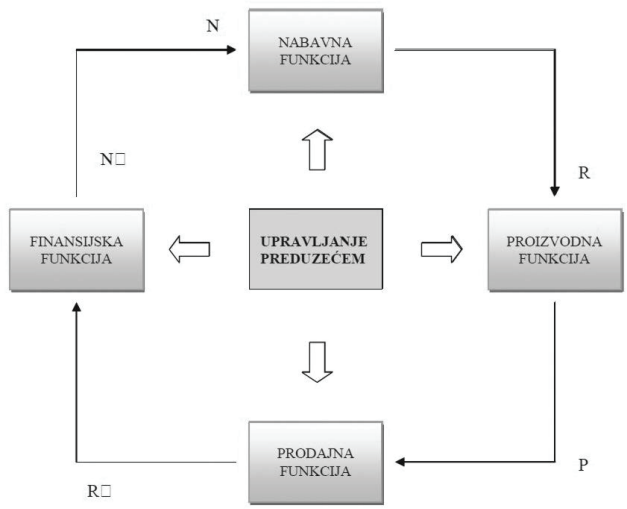
Posmatrano sa finansijskog aspekta, kvantitet finansijske snage u stvari uslovljava obim poslovanja preduzeća, dok kvalitet finansijske snage uslovljava mogućnost poslovanja preduzeća. Pri tome, mogućnost poslovanja postoji samo ako postoji kvalitet finansijske snage (likvidnost, sposobnost finansiranja, očuvanje imovine). Analogno tome, proizlazi zaključak da se egzistencija preduzeća može zasnivati samo na kvalitetu finansijske snage, što praktično znači da kvalitet ima prevagu nad kvantitetom finansijske snage preduzeća.

Može se zaključiti da finansijski ciljevi preduzeća jesu deo široko definisanih i međusobno povezanih ciljeva stvaranja osnovnih finansijskih uslova, optimalizacijom konstitucione strukture, strukture likvidnosti i finansijske strukture, koji obezbeđuju nesmetano poslovanje i uspešno dejstvovanje finansijske funkcije racionalnim finansiranjem, optimalnom likvidnošću i smanjenjem rizika. To rezultira ostvarenjem dobiti i akumacije, odnosno rentabilnosti i finansijalnosti. Pri tome, finansijalnost je novi koncept koji se vezuje za odnose između troškova finansiranja i ostvarenog rezultata, a koji služi za ocenjivanje finansijske uspešnosti i korišćenja izvora (*financial leverage*). Konačan finansijski cilj, kao posledica ostvarivanja posrednih ciljeva jeste finansijska snaga preduzeća kroz trajnu sposobnost finasiranja, očuvanje imovine i povećanje imovine.

5. STRUKTURA SISTEMA UPRAVLJANJA FINANSIJAMA PREDUZEĆA

Preduzeće je složen poslovni sistem, čiji je osnovni cilj i zadatak vršenje određenih privrednih poslova u sklopu individualne reprodukcije kao sastavnog dela integralne društvene reprodukcije. Pri tome, ovaj složeni poslovni sistem je u isto vreme i dinamički složeni sistem. Naime, u savremenom shvatanju preduzeća polazi se od tzv. kibernetske koncepcije čija je osnovna suština u sistemskom pristupu preduzeću. U vezi s tim, preduzeće treba tretirati kao složeni dinamički poslovni sistem u čiji sastav ulaze brojni podsistemi, među kojima i podsistem upravljanja. (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011) Ovakav pristup preduzeću oslanja se na teoriju sistema gde se najpre identifikuju svi bitni elementi upravljanja, a zatim se ti elementi posmatraju u svojoj međusobnoj logičkoj povezanosti i jedinstvu (slika 3).

Slika 3. Sistem upravljanja u preduzeću



Navedena šema na pojednostavljen način prikazuje osnovne tokove materijalnih procesa (funkcija) reprodukcije preduzeća, a njihova kružna forma u stvari izražava nužnost neprekidnog odvijanja tih procesa i to po poznatoj formuli N – R – P – R1 – N1. Pri tome, između pojedinih faza upravljanja vladaju odnosi međusobne kauzalne zavisnosti u dvostrukom smislu:

1) svaka faza izvire iz prethodne, i
2) svaka faza je uslovljena prethodnom fazom.

U skladu sa tim, do raskida između pojedinih faza upravljanja ne sme doći. Drugim rečima, raskid ne sme nastati, bilo da se radi o metodološkoj, organizacionoj ili sistemskoj strani funkcionisanja svake od karika upravljanja ili sistema upravljanja u celini. To ujedno znači da se svaka faza upravljanja može tretirati kao poseban sistem.

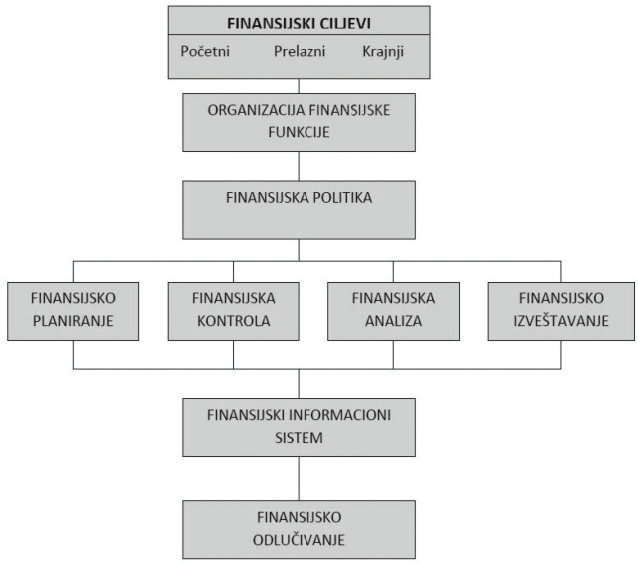
Prema tome, bilo da je reč o funkciji nabavke, funkciji proizvodnje ili drugim poslovnim funkcijama, uvek podsisteme upravljanja pojedinim funkcijama reprodukcije preduzeća treba izgrađivati na principima koji su prihvaćeni i na nivou sistema upravljanja ukupnim poslovnim sistemom. U skladu sa prethodno navedenim, proizlazi da efikasno upravljanje preduzećem podrazumeva uspešno povezivanje poslovnog i finansijskog aspekta tj. skladan odnos upravljanja poslovnim transakcijama i finansijama preduzeća. Pri tome, problematika upravljanja finansijama u preduzeću opredeljena je smislom i sadržinom same finansijske funkcije preduzeća u okviru kompleksnog funkcionalnog mehanizma i ukupnog zadatka preduzeća. Međutim, upravljanje finansijama ne obuhvata samo aspekte finansiranja već zadire i u sve ostale poslovne funkcije preduzeća. To znači da uspešno obavljanje poslova nabavne, proizvodne i prodajne funkcije uvek pretpostavlja i dejstvo finansijskog upravljanja preko ovih funkcija. U vezi s tim, prihvatajući ovakav koncept po logici stvari proizlazi da onda postoji i sledeće:

- finansijsko upravljanje procesom nabavke,
- finansijsko upravljanje procesom proizvodnje, i
- finansijsko upravljanje procesom prodaje (realizacije).

U tom kontekstu, moglo bi se reći da osnovnu strukturu sistema upravljanja finansijama u preduzeću (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011) uglavnom čini sledeće (slika 4):

1. Finansijski ciljevi preduzeća,
2. Organizacija finansijske funkcije,
3. Finansijska politika,
4. Finansijsko planiranje,
5. Finansijska kontrola,
6. Finansijska analiza,
7. Finansijsko izveštavanje,
8. Finansijski informacioni sistem,
9. Finansijsko odlučivanje.

Slika 4. Struktura sistema upravljanja finansijama preduzeća



Finansijski ciljevi predstavljaju veoma značajnu komponentu u strukturi sistema upravljanja finansijama, zbog činjenice da finansijsko upravljanje prevashodno treba da obezbedi realizaciju finansijskih ciljeva preduzeća. Finansijski ciljevi su obrađeni u prethodnom poglavlju tako da se ovde neće posebno objašnjavati.

Organizacija finansijske funkcije jeste izuzetno značajna komponenta u strukturi sistema upravljanja finansijama, s obzirom na činjenicu da upravo ona direktno omogućava sprovođenje finansijske funkcije preduzeća. Pri tome, zadatak finansijske funkcije jeste da obezbedi što racionalnije vođenje finansijske politike, efikasno izvršavanje finansijskih planova, vršenje finansijske analize i kontrole, kao i obezbeđenje potrebnih finansijskih informacija. Imajući u vidu da je u prethodnom poglavlju detaljno obrađena finansijska funkcija, ovde se neće posebno analizirati.

Finansijska politika je veoma značajna komponenta u strukturi sistema upravljanja finansijama preduzeća. Takođe, ona je izuzetno kompleksna aktivnost koja se u domenu finansijskog poslovanja preduzeća sprovodi u određenom vremenu, koristeći se određenim metodama, principima i sredstvima, a sve to u cilju ostvarenja najpovoljnijih efekata u oblasti finansijskog poslovanja preduzeća. Zbog toga, finansijska politika u sistemu upravljanja finansijama predstavlja njegovu osnovnu ishodišnu delatnost.

U tom kontekstu, finansijska politika najčešće podrazumeva:

- svesno traženje i stvaralačko odlučivanje o osnovnim finansijskim ciljevima,
- izbor odgovarajućih finansijskih strategija za detaljnije opredeljivanje ciljeva i izbor pravaca akcija sa svrsishodnom alokacijom resursa za njihovo poslovanje,
- oblikovanje optimalnih struktura sredstava i njihovih izvora, i
- poštovanje pravila finansijskog ponašanja po osnovu finansijskih načela.

Uvažavajući značaj finansijske politike u strukturi sistema finansijskog upravljanja, posebna pažnja će joj biti posvećena u drugom delu udžbenika.

Finansijsko planiranje čini važnu komponentu u strukturi sistema upravljanja finansijama. Ono predstavlja konkretizaciju finansijske politike preduzeća kroz finansijske planove, a izraženo u finansijskim pokazateljima u određenom vremenu i prostoru. Ti planovi se odnose na funkciju nabavke, funkciju proizvodnje, funkciju prodaje i funkciju razvoja. Sve ove poslovne funkcije međusobno su povezane. Pri tome, planiranje finansijskih sredstava sintetizuje se u finansijskom planu preduzeća. Finansijskim planom kao instrumentom finansijske politike preduzeća, pored planiranja finansijskih tokova i strukture sredstava i izvora sredstava, neophodno je predvideti i:

- dinamiku nabavke finansijskih sredstava,
- dinamiku potreba za finansijskim sredstvima,
- dinamiku usmeravanja i raspoređivanja finansijskih sredstava,i
- dinamiku vraćanja tih sredstava svojim izvorima.

Finansijsko planiranje, kao značajna komponenta finansijskog upravljanja biće obrađena u trećem delu udžbenika.

Finansijska kontrola čini značajan element u strukturi sistema upravljanja finansijama. Njen osnovni zadatak jeste praćenje, ispitivanje, ocenjivanje i korigovanje svih poslova koje obavlja finansijska funkcija preduzeća. To znači da je predmet kontrolne funkcije celokupno finansijsko poslovanje preduzeća. Međutim, treba imati u vidu činjenicu da se finansijska kontrola u stvari zasniva na utvrđivanju odstupanja između stvarnih i planskih veličina i utvrđivanju uzroka njihovog odstupanja. Pri tome, značaj finansijske kontrole raste sa veličinom preduzeća i obimom finansijske funkcije, što je inače slučaj i sa finansijskim planiranjem. U vezi s tim, treba imati u vidu da je ova logika sasvim razumljiva, s obzirom na to da finansijska kontrola ujedno predstavlja samo jednu fazu finansijskog planiranja.

Ovako shvaćena finansijska kontrola vezuje se za tzv. upravljački pristup finansijama u preduzeću. Imajući u vidu predominantan značaj finansijske kontrole u ukupnoj strukturi sistema upravljanja finansijama, nesumnjivo je da se nameće potreba za njenim detaljnijim razmatranjem. To će biti razmatrano u četvrtom delu užbenika.

Finansijska analiza predstavlja element strukture sistema upravljanja finansijama koji se vezuje za analizu finansijskog poslovanja u preduzeću. Važno je istaći da je finansijska analiza sastavni deo kompleksne poslovne analize preduzeća. Predmet finansijske analize determinišu tri osnovna kriterijuma: 1) finansijska analiza služi upravljanju finansijama, 2) finansijska analiza polazi od rezultata finansijske politike preduzeća, i 3) finansijska analiza mora rezultirati u relevantnim informacijama koje su neophodne za potrebe odlučivanja o problemima finansija preduzeća. U skladu sa tim, finansijska analiza treba da podvrgne posmatranju, ispitivanju, ocenjivanju i formulisanju dijagnoze svih onih poslovnih procesa i situacija koji spadaju u domen integralne finansijske funkcije preduzeća. Respektujući izuzetan značaj finansijske analize u sistemu upravljanja finansijama preduzeća, ona će biti predmet detaljnog razmatranja u četvrtom i petom delu udžbenika.

Finansijsko izveštavanje ima za cilj da menadžmentu preduzeća pruži relevatne podatke koji su neophodni za donošenje finansijskih odluka i opštih poslovnih odluka vezano za upravljanje preduzećem. Pri tome, oblik i sadržina finansijskih izveštaja veoma je različita u zavisnosti od potreba kojima služe, kao i konkretnih zahteva menadžmenta preduzeća. Uvažavajući metodološke okvire i postavke ovog rada, finansijsko izveštavanje bez obzira na njegov značaj, neće biti predmet posebnih razmatranja.

Finansijski informacioni sistem je informacioni sistem finansijske funkcije preduzeća. To znači da on treba da služi njenom boljem i efikasnijem delovanju. U skladu sa tim važno je identifikovanje zadataka finansijske funkcije u svrhu optimalnog odvijanju finansijskog upravljanja, ostvarivanja usvojene finansijske politike i efikasnijem procesu donošenja finansijskih odluka. Uvažavajući utvrđene metodološke okvire ovog rada finansijski informacioni sistem neće predstavljati područje posebnih razmatranja. Finansijsko odlučivanje predstavlja kreativnu finalizaciju složenog procesa finansijske funkcije preduzeća. Međutim, kao što je finansijsko upravljanje sastavni deo globalnog upravljanja preduzećem, a finansijska politika integralni deo globalne poslovne politike, tako je i finansijsko odlučivanje samo funkcionalni deo globalnog procesa poslovnog odlučivanja u preduzeću. S toga, za uspešno donošenje finansijskih odluka neophodno je poznavanje svih motiva, principa, metoda i instrumenata na kojima se temelji opšta funkcija globalnog poslovnog odlučivanja. (L.Barjaktarović i dr., 2011 i 2011b)

Imajući u vidu metodološke postavke ovog rada finansijsko odlučivanje neće biti predmet posebnih razmatranja u okviru nekog od poglavlja ovog udžbenka, ali će se ono zato razmatrati kontinualno u sklopu svih prethodno navedenih elemenata koji čine sistem finansijskog upravljanja u preduzeću, a koji će u ovom udžbeniku biti detaljno obrađeni.

Može se zaključiti da je struktura sistema upravljanja finansijama privrednog subjekta veoma složena, s obzirom na to da finansijski poslovi dotiču sve funkcije preduzeća.

Majkrosoftov pristup finansijama

Majkrosoft veruje da kreiranje tehnologije koja je dostupna širim narodnim masama će podstaći kreativnost ljudi na većem nivou nego ikada pre.

Osnovno verovanje je da tehnologija može da promeni svet i unapredi život ljudi. To je razlog zašto mi obavljamo posao koji radimo. To vodi naše dugoročne investicije.



1) Unaprediti finansijsku operativnost, kroz automatizaciju, standardizaciju i pojednostavljenje procesa.
2) Vođenje korporativnih performansi, kroz praćenje i analiziranje poslovnih rezultata.
3) Isticanje značaja poslovanja u skladu sa važećim zakonskim propisima, kroz kontrolu, praćenje i reviziju.

Operativni principi Majkrosofta su: praćenje ostvarenih rezultata kroz bilans uspeha, *Scorecard* filijala (preduzeća u različitim zemljama) i konkurentna tabla izlaznih rezultata kompanije. To je ujedno i mehanizam za održavanje ritma u poslovanju Majkrosoft korporacije.

Put ispred nas



Građenje visokoproduktivne organizacije kroz sledeće vrednosti: partnerstvo, prioritetizacija i ljudi. Uticaj ovih vrednosti je bitan za finansije (pre svega ljudi i prioritetizacija) i stvaranje odličnih izlaznih (finalnih) rezultata kroz partnerstvo.

[Izvor: prezentacija finansijskog direktora *Microsoft* Srbija Ivana Milić na Prvom Forumu finansijskih direktora u Republici Srbiji (2012) Uloga finansija: Upravljanje ili kontrola? Dostupna na saju: http:// tsomokos.rs/en/projects/details/36/the-1st-cfo-summit-in-the-republic-of-serbia]

PITANJA ZA PROVERU ZNANJA

1. Šta čini predmet izučavanja poslovnih finansija?
2. Koje su karakteristike razvoja (geneze) poslovnih finansija?
3. Koja su dva osnovna pristupa u izučavanju poslovnih finansija?
4. Koje su osnovne karakteristike savremenih poslovnih finansija?
5. Kakav je odnos poslovnih finansija i upravljanja finansijama preduzeća?
6. Koji su osnovni ciljevi upravljanja finansijama preduzeća?
7. Koje su najznačajnije odluke u finansijskom upravljanju preduzećem?
8. Koje su četiri osnovne poslovne funkcije u preduzeću?
9. U čemu se ogleda značaj finansijske funkcije u preduzeću?
10. Šta čini primarne zadatke finansijske funkcije preduzeća?
11. Šta čini sekundarne zadatke finansijske funkcije?
12. U čemu se ogleda značaj sekundarnih zadataka finansijske funkcije?
13. Koja su osnovna načela organizacije finansijske funkcije preduzeća?
14. Koji faktori determinišu organizaciju finansijske funkcije preduzeća?
15. Šta čini tzv. opšti model organizacije finansijske funkcije preduzeća?
16. Šta obuhvataju osnovni finansijski ciljevi preduzeća?
17. Kako se klasifikuju osnovni finansijski ciljevi preduzeća?
18. Šta čini dva osnovna aspekta finansijske snage preduzeća?
19. Šta obuhvata finansijska snaga preduzeća sa kvalitativnog aspekta?
20. Navedite šta čini strukturu sistema upravljanja finansijama u preduzeću.

LITERATURA:

Adižes, I. (1989) „Kako riješiti krizu upravljanja?", Globus, Zagreb

Barać, S., Ivaniš, M., Jeremić, Lj. (2000) Upravljanje finansijama, FFMO, Beograd

Barjaktarović, L., Ječmenica, D., Paunović, M. (2013) *Ratio analysis of actual business performance of open investment funds in Serbia, Serbian Journal of Management Vol.8.No1*

Barjaktarović, L. (2012) Upravljanje rizikom, Univerzitet Singidunum, Beograd

Barjaktarović, L., Vjetrov, A. Konjikušić, S. (2012b) *Analysis of external financing of the enterprises in Serbia International Conference on Applied Fin.Economics AFE 9, Conference Proceedings*, Samos 2012

Barjaktarović, L., A.Vjetrović, Konjikušić, S. (2012c) Analiza mikrokreditiranja u Srbiji kao jednog od uslova za razvoj preduzetništva, Zbornik FEFA& Centar za promociju nauke inovacije i preduzetništvo: alati za uspeh na tržištu EU

Barjaktarović, L., Popovčić-Avrić, S., Đenić, M. (2011) *Collection management as curtail part of credit risk management during the crisis, 8th AFE 2011 Conference Samos, Greece*

Barjaktarović, L., Ječmenica D. (2011a) Optimizam vs pesizmizam konkurentnosti bankarskog sektora Srbije, Industrija, časopis Ekonomskog instituta - Beograd, broj 2/2011

Barjaktarović, L., Popovčić-Avrić, S., Đenić, M. (2011b) Upravljanje naplatom potraživanja u bankarskom sektoru Srbije u vremenu krize Finansije, br. 1-6/2011

Barjaktarović, L. (2010) Monetarno-kreditni i devizni sistem, Univerzitet Singidunum, Beograd

Barjaktarović, L. (2010a) Cash management koncept, Bankarstvo 3-4 2010, Udru- ženje banaka Srbije

Berman, K. i Najt, Dž. (2009) Finansijska inteligencija – vodič za menadžere do znanja o tome šta brojevi zaista znače, ASEE

Bogovac, B. (2012) Uloga finansijskog direktora u trenutnom ekonomskom i finansijskom trenutku, na Prvom forumu finansijskih direktora Republike Srbije / dostupna na sajtu: http:// tsomokos. rs/en/projects/details/36/ the-1st-cfo- summit-in-the-republic-of-serbia /

Bourrque, D.D.A. (1987) C*onceptual and Analytical Look at Information Reporting, članak iz zbornika radova Management of the Firm Under Conditions of Discontinuity,* Ekonomski fakultet, Beograd

Bruslerie, H. (1999) T*res Orerie D'entreprise, Gestion des Liquidites et de risques*, Dalloz, 1997 on R.et J.Verdie la guestion de tresorie, Dunod

VanHorne (2002) Osnovi finansijskog menadžmenta, Mate, Zagreb

Vukadinović, P. i Jović, Z. (2012) Investicije, Univerzitet Singidunum, Beograd

Gorupić, D., Gorupić, D, Jr. (1990) Poduzeće – postanak i razvoj poduzetništva i poduzeća, Informator, Zagreb

Grupa autora redakcija Deželjin, Ja (1992) Računovodstvo I, SRFR Hrvatske, Zagreb

Davis, G.B. and Olson, M.H. (1985) *Management Information Systems, McGraw- Hill Book Company, New York*

Drucker, P. (1980) *Managing In Turbulent Times, Pan Books Ltd., London*

Žager, K., Mamić Sačer, I., Sever, S., Žager, L. /redaktor Žager L/ (2008) Analiza financijskih izveštaja, Ekonomski fakultet Zagreb

Ivaniš, M. i Nešić, S. (2011) Poslovne finansije, Univerzitet Singidunum, Beograd

Janićijević, S. (2013) Šta očekuju CEO's od CFO's?, Drugi CFO – Vivaldi letnji forum, 19-21.jun 2013, Mokra Gora / štampani materijal/

Jeremić, Lj. (2008) Osnovi finansija, Univerzitet Singidunum

Jeremić, Lj. i Ivaniš, M. (2009) Osnovi finansija, Univerzitet Singidunum, Beograd

Jovanović, P. (2000) Upravljanje investicijama, Grafoslob Beograd

Karamanolis, P. (2012) Očekivanja generalnog direktora od finansijskog direktora / do- stupna na sajtu: http://tsomokos.rs/en/ projects/details/36/the-1st-cfo-summit- in-the-republic-of-serbia

Knežević , G. (2009) Analiza finansijskih izveštaja, Univerzitet Singidunum, Beograd Krasulja, D. i Ivanišević, M. (2001) Poslovne finansije, Ekonomski fakultet CID, Beograd

Koutsoyiannis, A. (1987) *Modern Microeconmics, MacMillan Education, London*

Milić, I. (2012) Uloga finansija: Upravljanje ili kontrola? Dostupna na sajtu: http:// tsomokos.rs/en/projects/details/36/ the-1st-cfo-summit-in-the-republic- of-serbia

Mitrra, S. (1986) *Decision Support Systems, John Willey & Sons, Inc., New York*

Nikolić, D. (2007) Upravljanje finansijskim poslovanjem i politikom cena u hotelijerstvu i turizmu, Univerzitet Singidunum, Beograd

Nikolić, D. (2009) Poslovne finansije u hotelijerstvu, Visoka hotelijerska škola Beograd Radojević, T. (2012) Finansijsko poslovanje u turizmu i hotelijerstvu, Univerzitet Singidunum, Beograd

Rakić, V. (2012) *Finance Role – Management or Control?* http://tsomokos.rs/en/pro- jects/details/36/the-1st-cfo-summit-in- the-republic-of-serbia

Račić, Ž., Barjaktarović L. i Zeremski A. (2011) Analiza uticaja zaduženosti na profitabilnost uspešnih domaćih kompanija u uslovima ekonomske krize, Industrija, časopis Ekonomskog instituta - Beograd, broj 3/2011

Stefanović, D., Milojević, M. i Džamić, V. (2012) T*he role of enviromental accounting in environmental reporting, ICEAA – FAA, University of Bucharest, The Faculty of Business and Administration*, 2012, pp 567-582.

Tezić I. i Milojević M., (2013) *Quality of risk measures on Serbian and German capital market-testing application of historical simulation aproach to evalute value at risk*, Zbornik radova stručnog skupa Univerzitet Sinergija, Bijeljina, Republika Srpska, 2013.

Trhiving, P. (1987) *Handbook for a Management Revolution, Macmillan, London*, 1987, str. 123

Wilson R.M.S, McHugh, G. (1987) *Financial Analysis: A Managerial Introduction, Cassel Edcucational Limited, London*

Deo 2

FINANSIJSKA POLITIKA PREDUZEĆA I PRAVILA FINANSIRANJA



Finansijska politika se odnosi na osnovne finansijske ciljeve preduzeća, i na iznalaženje najpovoljnijih metoda i postupaka kojima se ti ciljevi ostvaruju. Zbog toga, može se reći da predstavlja osnovu upravljanja finansijama preduzeća. Bazirana je na integralnoj poslovnoj politici prduzeća, i u skladu sa tim postavljenim poslovnim ciljevima.

Kada se govori o utvrđivanju i izboru ciljeva finansijske politike preduzeća, trebalo bi imati u vidu njihovu varijabilnost u smislu: 1) da u različitim okolnostima, svaki cilj dobija različit kvantitativni izraz, i 2) u zavisnosti od okolnosti menja se i ponder pojedinog cilja finansijske politike preduzeća.

Za potpunije shvatanje finansijske politike preduzeća neophodno je imati u vidu i osnovne finansijske procese na kojima se baziraju aktivnosti upravljanja finansijama. Posmatrano sa ovog aspekta, finansijska politika obuhvata dva odvojena finansijska procesa: 1) pribavljanje finansijskih sredstava, i 2) upotreba finansijskih sredstava tj. njihov plasman. Pored navedenog, finansijska politika kroz proces usklađivanja priliva i odliva sredstava, javlja se i kao politika likvidnosti preduzeća ili politika permanentnog izmirenja obaveza uz porast rentabilnosti ulaganja sredstava.

Razmatranja u ovom poglavlju biće zaokružena čitavim nizom pitanja iz domena pravila ili normi finansiranja poslovanja preduzeća.

Kada pročitate ovaj deo trebalo bi da znate da odgovrite na sledeća pitanja:

- Šta je finansijska politika preduzeća?
- Koji su ciljevi i instrumenti finansijske politike?
- Koji faktori determinišu finansijsku politiku?
- Koja su pravila finansiranja poslovanja preduzeća?

1. FINANSIJSKA POLITIKA KAO FAKTOR UPRAVLJANJA FINANSIJAMA PREDUZEĆA: CILJEVI, INSTRUMENTI I FAKTORI FINANSIJSKE POLITIKE PREDUZEĆA

Politika je nauka o ciljevima i načelima kao osnovnim izvorima saznanja koja se primenjuju da bi se ostvarili ciljevi. Svaka politika mora da ima definisan cilj i izabere ona načela po kojima će se raditi da bi se ostvario cilj. (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011) U skladu sa tim, može se reći da finansijska politika ima za cilj postizanje i održavanje finansijske snage preduzeća pomoću utvrđenih načela kojih se pridržava u izvršavanju svojih zadataka. Takođe, je ispravno istaći da finansijska politika predstavlja aktivnost preduzeća na iznalaženju najpovoljnijih finansijskih rešenja u cilju postizanja maksimalnih finansijskih rezultata u ukupnom poslovanju preduzeća. (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011) U kvantitativnom smislu, pod finansijskom snagom preduzeća podrazumeva se obim sredstava, dok u kvalitativnom smislu, finansijska snaga obuhvata (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011):

- trajnu sposobnost plaćanja - podrazumeva da je preduzeće u svakom trenutku sposobno da plati sve dospele obaveze. To pretpostavlja da su novčana sredstva uvek jednaka ili veća od dospelih obaveza.
- Trajnu sposobnost finansiranja - podrazumeva da preduzeće može da finansira dugoročna ulaganja iz sopstvenih i pozajmljenih izvora, kao i da finansira kratkoročna ulaganja iz pozajmljenih izvora pri čemu se ne ugrožava likvidnost, rentabilnost i autonomija preduzeća.
- Očuvanje imovine - podrazumeva u uslovima stabilne novčane jedinice poslovanje bez poslovnog gubitka, a u uslovima inflacije podrazumeva očuvanje nesmanjene vrednosti sopstvenih sredstava.
- Povećanje imovine - podrazumeva ostvarivanje akumulacije, što sa svoje strane omogućava sposobnost finansiranja iz sopstvenih izvora.

Može se zaključiti da ciljevi finansijske politike proizlaze iz ciljeva globalne politike preduzeća. Pri čemu, finansijska politika predstavlja polaznu delatnost finansijskog upravljanja u preduzeću. Takođe, je i funkcijska politika u smislu usmeravanja dejstvovanja finansijske funkcije i finansijskih odnosa u preduzeću. Znači, centralna pitanja finansijske politike jesu osnovne odluke o poslovanju preduzeća, posmatrano sa finansijskog aspekta.

Segmenti finansijske politike preduzeća su:

- Politika pribavljanja finansijskih sredstava,
- Politika finansiranja tokova reprodukcije,
- Politika plasmana viška finansijskih sredstava,
- Politika finansiranja investicija,
- Politika zajedničkih ulaganja,
- Politika likvidnosti i stvaranja finansijskih rezervi,
- Politika finansijske stabilnosti i raspodele ukupne dobiti.

Sve pomenute parcijalne finansijske politike čine delove integralne (ukupne) finansijske politike, pri čemu, između njih deluje tzv. zakon povratne sprege (*feed back*).

Pitanje: Ako nemam nameru da postanem finansijski menadžer, zašto moram da razumem finansijski menadžment?

O*dgovor: Postoji jedan dobar razlog: „Da se pripremite za radno mesto u budućnosti". Sve više i više preduzeća smanjuje broj menadžerskih radnih mesta i spaja ih na različitim nivoima korporativne piramide. To se čini zbog smanjivanja troškova i povećanja produktivnosti. Kao rezultat toga, odgovornosti preostalih menadžera su se proširile. Uspešan menadžer će morati sve više da bude timski igrač koji zna i može da se kreće ne samo vertikalno kroz organizaciju, već i vodoravno. Mogućnost kretanja kroz ogranizacionu strukturu će biti pravilo, a ne izuzetak. Zbog toga će se u bliskoj budućnosti na radnom mestu zahtevati dobro poznavanje osnovnih veština finansijskog menadžmetna i osnovna znanja o tome.*

[Izvor: J. VanHorne i J.M. Wachowicz (2007) Osnovi finansijskog menadžmenta, Data Status, Beograd]

Vrlo je važno za razumevanje finansijske politike, imati u vidu finansijske ciljeve i osnovne finansijske procese na kojima se baziraju aktivnosti upravljanja finansijama. U skladu sa tim, finansijska politika obuhvata dva odvojena finansijska procesa: 1) pribavljanje finansijskih sredstava, i 2) upotreba finansijskih sredstava, odnosno njihov plasman. Pri čemu, se ispoljava i politika likvidnosti ili politika permanentnog izmirenja obaveza uz porast rentabilnosti ulaganja sredstava. Može se zaključiti, da su osnovni aspekti finansijske politike u svetlu najznačajnijih finansijskih procesa:

- Politika pribavljanja finansijskih sredstava – obuhvata fazu u kojoj se donose finansijske odluke o: potrebnom volumenu sredstava, odnosu osnovnih i obrtnih sredstava, izvorima odakle ta sredstva treba pribaviti, odnosu sopstvenih i tuđih sredstava, kao i terminima angažovanja sredstava uz uvažavanje odnosa dugoročnih i kratkoročnih sredstava. Cilj ovakve finansijske politike jeste ostvarivanje permanentne ravnoteže između pribavljenih sredstava sa njihovim ulaganjem u sledećoj fazi. Pribavljanje novčanih izvora može biti iz sopstvenih (prodajom proizvoda i usluga, ili dodatnom uplatom kapitala vlasnika) i pozajmljenih (tuđih) izvora. U uslovima nužne potrebe stalnog proširenja reprodukcije, izuzetno je teško poslovati isključivo sa postojećim volumenom finansijskih sredstava. Zbog toga, finansijska politika mora da obezbedi potrebna obrtna i osnovna sredstva. Potrebna obrtna i osnovna sredstva, po svom karakteru spadaju u investicije. Otuda, svako njihovo pokriće kratkoročnim sredstvima izaziva nesklad u vremenskom trajanju i teškoće u poslovanju. Smatra se da preduzeće pravilno posluje ako iz dugoročnih izvora pokriva oko 70% trajnih obrtnih sredstava i sva osnovna sredstva. Pri tome, odnos sopstvenih i tuđih sredstava predstavlja poseban vid konstitucije sredstava. Uslov za pravilnu konstituciju bio bi zadovoljen ako bi procentualno učešće likvidnih sredstava u ukupnim sredstvima bilo obrnuto srazmerno procentualnom učešću sopstvenih sredstava u ukupnim sredstvima. To ukazuje da odnos između osnovnih i obrtnih sredstava mora biti u određenoj proporciji.
- Politika plasmana finansijskih sredstava – obuhvata fazu u kojoj se donose finansijske odluke o rentabilnosti ulaganja pribavljenih finansijskih sredstava. Osnovni cilj ovakve finansijske politike jeste ostvarenje permanentne ravnoteže između uloženih sredstava i vraćanja tih sredstava. Plasman finansijskih sredstava predstavlja izuzetno važno područje finansijske politike preduzeća (L.Barjaktarović i dr., 2011 i 2011b), koje se reguliše načelima: sigurnosti (sredstva bi trebalo ulagati tamo odakle će se ona sigurno vratiti /S.Konjikušić i dr., 2011/), rentabilnosti (sredstva bi trebalo ulagati u one poslovne poduhvate gde se ona mogu oploditi), i likvidnosti (finansijska sredstva bi trebalo ulagati tako da se ona vraćaju u rokovima potrebnim za izmirenje obaveza).
- Politika likvidnosti – podrazumeva ostvarenje permanentne optimalne likvidnosti preduzeća kao celine. Otuda, se finansijska politika u suštini svodi na politiku likvidnosti. Inače, to je skup mera koje se odnose na obezbeđenje platežne sposobnosti preduzeća, odnosno obezbeđenje ravnoteže rokova priliva i rokova odliva sredstava u bilo kojoj fazi kružnog

kretanja sredstava po poznatom obrascu N-R-P-R1-N1, koji time obezbeđuje ostvarenje postavljenih ciljeva preduzeća kao celine. Međutim, posmatranjem obrta sredstava za preduzeće u celini ne može se dobiti siguran pokazatelj likvidnosti. (Ž.Račić i dr., 2011) To ukazuje na potrebu posmatranja koeficijenata obrta sredstava u svakoj pojedinačnoj fazi kružnog toka sredstava. Tek ostvarena sinhronizacija priliva i odliva sredstava u svim fazama, daje koeficijentu obrta potrebnu realnu vrednost koja garantuje da preduzeće neće postati nelikvidno. Istovremeno, likvidnost treba posmatrati i dinamički, odnosno u više stepeni. Prvi stepen likvidnosti preduzeća može biti sa rokom do mesec dana. Drugi stepen likvidnosti može se posmatrati kvartalno i godišnje, pa i više godina. Analogno tome, dovođenjem u sklad različitih stepena likvidnosti ne samo za preduzeće u celini već i za pojedine faze reprodukcije, moguće je stalno planirati i utvrđivati dinamiku likvidnosti i preuzimati blagovremeno odgovarajuće mere kako bi se održala finansijska stabilnost preduzeća što je ujedno i osnovni zadatak finansijske politike preduzeća.

Može se zaključiti da se pribavljanje sredstava vrši u skladu sa mogućnostima, a njihov plasman prema potrebama reprodukcije preduzeća. Važno je da se planski uskladi reprodukciona potrošnja sa realnim mogućnostima preduzeća da bi se likvidnost mogla kretati oko optimuma tj. sa koeficijentom oko 1. Realne mogućnosti za takvo stanje likvidnosti u praksi uvek postoje, ali ih treba dostići jer su teško ostvarljive.

Šta o finansijama treba da znaju menadžeri?

Prava mera uspeha

Bonus kao sistem nagrađivanja dobija sve više na značaju, posebno u vremenu krize, kada mnoge korporacije prestaju sa radom, teško naplaćuju potraživanja i zaposlene tretiraju kao trošak

Posao menadžera u savremenim uslovima postaje sve zahtevniji, u smislu obezbeđenja dugoročnog profitabilnog poslovanja preduzeća, i obavljanja aktivnosti u skladu sa zakonskim propisima i zahtevima zainteresovanih lica – pre svega vlasnika kapitala i klijenata. Bonus, kao sistem nagrađivanja, dobija sve više na značaju, posebno u vremenu krize, kada mnoge korporacije prestaju sa radom, teško naplaćuju potraživanja i zaposlene tretiraju kao trošak, odnosno poboljšanje finansijskog rezultata ostvaruju otpuštanjem radnika.

Prema Blumbergu, jedan od izvršnih direktora je dobio bonus za 2011. u visini od sedam miliona dolara u akcijama (što je manje u odnosu na 2012. kada je bio nagrađen sa 12,6 miliona dolara) i povećanje plate na dva miliona dolara godišnje (umesto dosadašnjih 600 hiljada).

Razlog za to jeste procena uprave banke da bi pad prihoda bio veći od 47 odsto u 2011. da nije bilo angažmana postojećeg izvršnog direktora.

Znači, menadžeri imaju bolje performanse kada razumeju kako se meri finansijski uspeh i kako oni mogu da utiču na poslovni rezultat privrednog društva. To podrazumeva da razumeju šta brojevi u finansijskim izveštajima znače, šta su osnove finansijskog merenja, kako se kvantifikuju poslovni elementi i procesi koji ne mogu uvek da se izraze u novcu, kako se koriste informacije iz finansijskih izveštaja za dalju analizu i donošenje odluka.

Suština finansijske pismenosti je da menadžeri sami kritički mogu da procene kakvo je stvarno stanje u kompaniji, tj. koliko privredni subjekt dobro radi, kolika je neto vrednost kompanije, da li je kreditno sposoban, da li može sam da plati svoje račune, da li se kapital uvećava tokom vremena, itd. Takođe, da prepoznaju koje su stavke u finansijskim izveštajima stvar pretpostavke, procene i predubeđenja finansijskog direktora. Ali, i šta je osnova sa ostvarenje sinergije između različitih organizacionih delova društva. Krajnja korist od finansijske pismenosti menadžera za kompaniju je dugoročno profitabilno poslovanje, odnosno, adekvatan odgovor privrednog subjekta na poslovne izazove u turbulentnom okruženju.

U praksi se pokazalo da menadžeri ne razumeju finansije na dobar način. Razlozi za to su brojni, ali se mogu svesti na sledeće: 1) odbojnost prema matematici, 2) strogo pridržavanje definisanih smernica u radu, 3) uprava društva ili vlasnici kompanije ne vole da menadžeri na nižim nivoima ispituju brojeve, 4) nedostatak vremena ili 5) stav zaposlenih u sektoru finansija da se radi o kompleksnoj i složenoj oblasti u poslovanju društva i da se to ne može na jednostavan način objasniti.

Dobro poznavanje finansija menadžerima omogućava da dobro upravljaju rizicima kojima su izloženi u poslovanju. U savremenim uslovima rizik naplate potraživanja, odnosno kreditni rizik kupca (u slučaju kada je roba/usluga prodata na odloženo plaćanje) je ključni rizik kome su kompanije izložene. Stoga je važno prepoznati sa kojim klijentima sarađivati, odnosno, pod kojim uslovima kojoj kategoriji kupaca prodavati proizvode/usluge. Znači, polazna pretpostavka za potencijalnu realizaciju transakcije jeste znati pročitati zvanične finansijske izveštaje poslovnog partnera.

Zatim, sagledati koji su finansijski instrumenti na raspolaganju za realizaciju konkretnog kupoprodajnog ugovora, ali i koja su sredstva obezbeđenja nužna kako bi se potraživanje naplatilo. To dalje povlači utvrđivanje ukupnih troškova koji su vezani za realizaciju konkretnog posla. U skladu sa tim vrlo je važno znati odlučiti šta se kompaniji više isplati da li da proda određeni proizvod u skladu sa ugovorenim uslovima ili da investira u novčane fondove ili depozite banke ili neku drugu dostupnu investicionu alternativu. U krajnjoj instanci to podrazumeva da se može lako utvrditi koliko provedenog vremena sa kojim klijentom donosi profita samoj kompaniji.

Naravno, da je lična korist za samog menadžera važna, jer zahvaljujući dobrom poznavanju finansija može da utvrdi koliku zaradu donosi društvu i u skladu sa tim koliku platu i bonus bi trebalo da ugovori sa poslodavcem.

[Izvor: L. Barjaktarović (2012a) Šta o finansijama treba da znaju menadžeri? Ekonomist br. 611-612, Beograd, str. 51]

U stručnoj literaturi postoje brojni modeli klasifikacije finansijske politike preduzeća, u zavisnosti od različitih kriterijuma i aspekata posmatranja. Pri čemu, većina modela uvažava osnovne principe i načela koncipiranja zdrave finansijske politike preduzeća.

Slika 1. Klasifikacija finansijske politike preduzeća

Kriterijum	**Segmenti finansijske politike**		
Dinamički aspekt	Osnovna (konstitutivna) finansijska politika	Poslovna finansijska politika	Razvojna (strateška) finansijska politika
Problematično područje	Politika pribavljanja finansijskih sredstava	Politika korišćenja (plasmana) finansijskih sredstava	Politika likvidnosti preduzeća

U praksi je najprihvatljivija klasifikacija finansijske politike sa dinamičkog aspekta

Slika 2. Finansijska politika sa dinamičkog aspekta

Osnovna (konstitutivna) finansijska politika	Poslovna finansijska politika	Razvojna (strateška) finansijska politika
Politika osnovnih načela finansijskog poslovanja	Tekuća politika finansiranja	Politika akumuliranja i mobilizacije finansijskih srdstava
Politika finansijske snage preduzeća	Politika raspolaganja finansijskim sredstvima	Politika finansiranja tržišnog razvoja preduzeća
Politika upravljanja finansijskim sredstvima	Politika likvidnosti preduzeća	Politika finansiranja tehničkog razvoja preduzeća
	Politika sticanja prihoda, dobiti i njihove raspodele	Politika finansiranja kadrovskog razvoja preduzeća
		Politika finansijskog ulaganja preduzeća

Važno je istaći, da kada se govori o politici onda se uglavnom misli na načela kojima se rukovodi neka akcija usmerena na ostvarivanje određenih ciljeva. Pri tome, utvrđivanje cilja uvek označava izbor nekog budućeg poželjnog stanja. Shodno tome, utvrditi ciljeve finansijske politike preduzeća u stvari znači izvršiti izbor neke buduće orijentacije u finansijskom poslovanju. To praktično znači da preduzeće vodeći određenu finansijsku politiku polazi od pretpostavke da ide ka izboru one finansijske situacije kojom treba da se ostvari konačan cilj preduzeća, a to je postizanje najpovoljnijeg finansijskog rezultata. Međutim, ako se imaju u vidu ukupna finansijska sredstva preduzeća onda se ovaj zahtev multiplikuje što pretpostavlja i obezbeđivanje trajne likvidnosti i finansijske stabilnosti preduzeća. Posebno posmatrano, jedno su ciljevi kojima se želi postići optimalna struktura sredstava i izvora, a drugo su ciljevi kojima se postiže optimalna likvidnost, odnosno ciljevi kojima se postiže najpovoljniji finansijski rezultat.

„Podaci! Podaci! Podaci!" vikao je nestrpljivo. „Ne mogu da pravim ciglu bez gline." Scherlock Holmes (The Copper Beeches)

[Izvor: J.VanHorne i J.M.Wachowicz (2007) Osnovi finansijskog menadžmenta, Data Status, Beograd]

Načela ili principi finansijske politike preduzeća predstavljaju ključnu osnovu vezano za saznanja koja determinišu načine rada u cilju ostvarivanja osnovnih ciljeva preduzeća (njegova finansijska snaga). Zajednička karakteristika svih načela finansijske politike jeste da se ona nalaze u međusobnoj sprezi, jer su inteaktivno povezana. Osnovni zadatak finansijske politike sastoji se u potrebi optimalnog usaglašavanja svih načela (principa) finansijske politike.

Slika 3. Načela finansijske politike

Načelo	Karakteristike
Finansijske stabilnosti	Polazi od odnosa između dugoročno vezanih sredstava i sopstvenog kapitala uvećanog za dugoročno pozajmljeni kapital, koji bi trebalo da iznosi maksimalno 1, ili da je manji od 1. Ukoliko je = 1, dugoročno vezana sredstva su pokrivena sopstvenim i pozajmljenim kapitalom, odnosno prisutna je dugoročna finansijska ravnoteža: DVS: (SK + DPK) = 1 Ukoliko je < 1, dugoročno vezana sredstva su manja od sopstvenog i pozajmljenog kapitala, što znači da se dugoročna finansijska ravnoteža pomera prema izvorima sredstava. Trebalo bi da sopstveni kapital ostvaruje dominantan uticaj u izvorima sredstava preduzeća, je je on trajno raspoloživ.
Likvidnosti	Sposobnost preduzeća da u svakom trenutku može izmiriti svoje dospele obaveze. Likvidna sredstva su novac, a ostali oblici sredstava se kategorizuju u različite grupe prema brzini njihovog pretvaranja u novac, i to: *Primarna likvidnost* (unovčivost je trenutna – odmah), *Sekundarna likvidnost* (unovčivost je do 30 dana), *Tercijalna likvidnost* (unovčivost je duže od 30 dana). Brzina pretvaranja imobilisanih sredstava u novac zavisi od roka u kome su sredstva imobilisana (vezana), kao i od rizika njihovog pretvaranja u novac (bez gubitka).
Rentabilnosti	Zarađivačka snaga preduzeća i pokazuje koliko svaki dinar angažovanih sredstava donosi zarade preduzeću. Rentabilnost se utvrđuje odnosom dobiti i angažovanih sredstava, budući da dobit u suštini predstavlja zaradu preduzeća. *Parcijalni pokazatelji rentabilnosti* se utvrđuju samo iz bilansa uspeha: (a) stopa poslovnog dobitka, i (b) stopa neto dobitka. *Globalni ili sintetički pokazatelji rentabilnosti* se utvrđuju na osnovu podataka oba bilansa (bilansa stanja i bilansa uspeha), različite stope prinosa: (a) stopa prinosa na ukupna poslovna sredstva i (b) stopa prinosa na sopstvena sredstva.

Finansijske elastičnosti	Znači sposobnost preduzeća da pribavi jeftine izvore finansiranja (tuđa sredstva) i to u pravo vreme i u potrebnom obimu, kao i njegovu sposobnost da izvrši povraćaj tih sredstava kreditorima i to bez kratkoročnih i dugoročnih posledica na likvidnost preduzeća i njegovo kontinuirano poslovanje. Mogućnost (i cena) pribavljanja dopunskih izvora finansiranja zavisi pre svega od: (1) stanja ponude i tražnje kapitala na finansijskom tržištu, i (2) kreditne sposobnosti preduzeća. Ocena kreditne sposobnosti preduzeća nalazi se u domenu interesa davaoca kredita (banke ili druge institucije koja obezbeđuje finansiranje) i ona direktno zavisi od finansijskog položaja preduzeća, rentabilnosti, buduće likvidnosti preduezća, i njegove konkurentnosti sa sličnim preduzećima u istoj grani.
Finansijske nezavisnosti	Preduzeće bi trebalo da bude u što većoj meri nezavisno od poverilaca preduzeća. *Dužnička zavisnost* preduzeća uglavnom zavisi od sledećih faktora: *Načina dobijanja kredita i instrumenata njegovog obezbeđenja* (? raspolaganja imovinom); Ako preduzeće izvore finansiranja pribavlja uz hipoteku, onda ono neće imati slobodu u raspolaganja svoje založene imovine i obrnuto. *Ukupnih obaveza prema dobavljačima i broja dobavljača* (stepen zavisnosti); Ako preduzeće ima veći broj dobavljača, onda je manja njegova zavisnost od istih. Takođe, važi i obrnuto, ako preduzeće ima manji broj dobavljača, onda je veća njegova zavisnost od istih. *Veličine neto dobitka i rentabilnosti poslovanja preduzeća* (? kapitala). Nedostatak neto dobitka i rentabilnosti poslovanja povećava dužničku zavisnost preduzeća od poverilaca i smanjuje kapital firme.
Finansijske snage	Podrazumeva određeni skup više načela koja se mogu grupisati na sledeći način: (1) Načelo racionalnog finansiranja, (2) Načelo likvidnosti, (3) Načelo sigurnosti (4) Načelo rentabilnosti, (5) Načelo finansijalnosti, (6) Načelo akumulacije i mobilizacije finansijskih sredstava. Sva navedena načela međusobno su povezana, tako da u svojoj interaktivnoj povezanosti čine „načelo finansijske snage preduzeća". Finansijska snaga preduzeća može se posmatrati u dvostrukom smislu: kvantitativno i kvalitativno. Primat pripada kvalitativnom aspektu finansijske snage preduzeća.

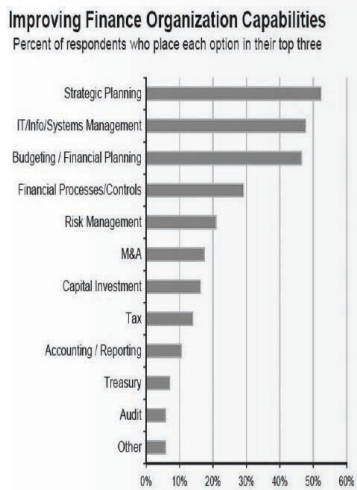
Svi faktori finansijske politike se klasifikuju na eksterne i interne faktore. Kao što sam naziv kaže, eksterni (spoljni) faktori su nezavisni od poslovanja kompanije, ali i te kako utiču na njen opstanak, rast i razvoj. Dok su interni (unutrašnji) faktori u okviru samog preduzeća, i na njih se može uticati, odnosno, preduzeće o njima samostalno odlučuje.

Slika 4. Faktori finansijske politike

Eksterni faktori	Interni faktori
Privredno-finansijski sistem	Proizilaze iz poslovnih planova preduzeća
Tržišni uslovi privređivanja	Proizilaze iz organizacione strukture preduzeća

Različiti instrumenti (sredstva) i mere se koriste za ostvarivanje utvrđenih ciljeva. Uvažavajući činjenicu da je svaka politika, pa i finansijska usmerena u pravcu budućnosti, proizilazi da planska komponenta ovde ima predominantan značaj. To ukazuje da je finansijski plan jedan od najznačajnijih instrumenata u ostvarivanju finansijske politike preduzeća. Imajući u vidu činjenicu da je problematika finansijskog planiranja u preduzeću predmet posebnog razmatranja u okviru trećeg poglavlja udžbenika, ovde se neće detaljnije obrađivati.

Šta očekuju generalni direktori (CEO) od finansijskih direktora (CFO)?



Deloitte CFO Signali istraživanje je sprovedeno u četvrtom kvaralu 2012.godine. 77% od 86 *CFO* ispitanika su bili zaposleni u komapnijama sa poslovnim prihodom preko 1 milijardu dolara, tri četvrtine ispitanika je radilo u kompanijama čijim se akcijama slobodno trguje na berzi.

U skladu sa tim tri najznačajnije oblasti za unapređenje mogućnosti finansijske funkcije u kompaniji su: strategijsko planiranje, upravljanje informacionim sistemom i budžetiranje (finansijsko planiranje). Potom sledi kontrola finansijskih procesa, risk menadžment, merdžeri i akvizicije, investiranje kapitala, poreska pitanja, knjiženje i izveštavanje, upravljanje sredstvima, revizija i ostalo.

[*Deloitte CFO Signals Survey* (2012) dostupno na sajtu: http://www.deloitte.com/view/en_US/us/Services/additional-services/chief-financial-officer/cfo-signals/index.htm]

U prilogu su dati paralelni rezultati istraživanja šta generalni direktor očekuje od finansijskog direktora (već ranije pomenuto istraživanje u prvom delu udžbenika, koje je sproveo *CFO Magazine* 1999.godine) i koja su očekivanja samog finansijskog direktora (u istraživanju *Ernst and Young-a*, 2010)

Očekivanja generalnog direktora od finansijskog direktora *su sledeća:*

- Karakter;
- Vizija – Strategija;
- Poslovni partner, sa ožiljicima;
- Poverenje, jer je to još uvek lični posao;
- Iskustvo;
- Odlična lična hemija;
- Finansijske sposobnosti;
- Navigator, a ne samo čuvar;
- Kompetentnost, prosuđivanje i specifična znanja.

[CFO Magazine (1999) What CEOs want from CFOs, July edition, dostupno na sajtu: http://www.cfo.com/article.cfm/2989537/5/c_3046543]

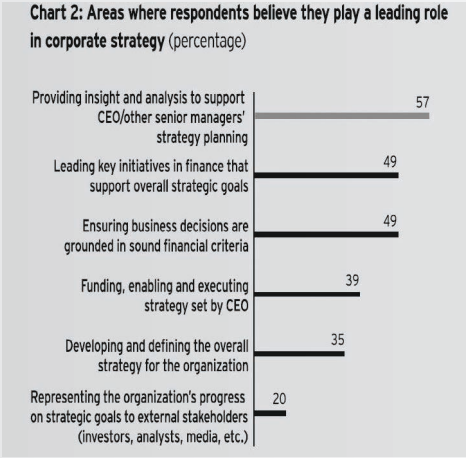
Očekivanja finansijskog direktora*:*

- Jedinstvena perspektiva i disciplina;
- Strategijski doprinosilac;
- Objektivan operativan lider;
- Kontinunirani fokus na osnovama;
- Javno lice performansi kompanije;
- 73% želi da ostane finansijski direktor.

[E&Y (2010)*The DNA of the CFO*, dostupno na sajtu: http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The-DNA-of-the-CFO-2010/$FILE/The-DNA-of-the-CFO-2010.pdf]

U nastavku su prikazani rezultati istraživanja koje je sproveo *Ernst and Young* 2010.godine na temu uloge finansijskog direktora, barijera koje imaju u poslovanju i vrste prioritetnih aktivnosti koje obavljaju za vreme radnog vremena.

E&Y (2010) DNA of the CFO – Role



Oblasti gde finansijski direktori veruju da imaju vodeću ulogu u korporativnoj strategiji

U skladu sa sprovedenim istraživanjem, finansijski direktori veruju da su značajni za:

1) strategijsko planiranje (obezbeđivanje informacija, analize i podrške generalnom direktoru u strategijskom planiranju),
2) finansiranje (odnosno obezbeđivanje ostvarenja svih strategijskih ciljeva),
3) obezbeđenje donošenja poslovnih odluka na osnovu jasnih finansijskih kriterijuma, obezbeđenju izvora sredstava,
4) razvoju i definisanju sveukupne strategije organizacije, i
5) predstavljanja napretka u ostvarenju strategijskih ciljeva eksternim stejkohlderima.

E&Y (2010) DNA of the CFO - Barriers

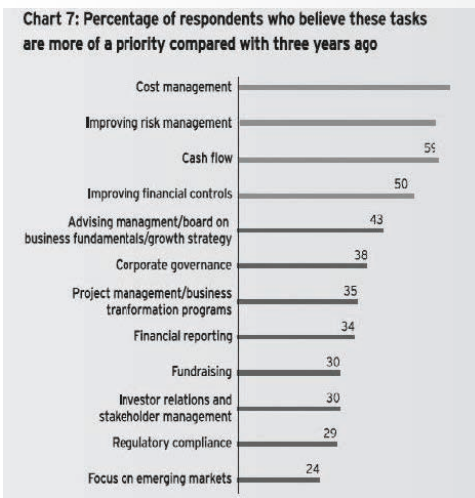


Najveće barijere u efektivnosti uloge finansijskog direktora

U skladu sa sprovedenim istraživanjem, finansijski direktori veruju da imaju sledeće barijere u obavljanju svog posla:

1) organizaciona kultura
2) izazovno ekonomsko okruženje,
3) nedovoljno resursa u finansijskoj funkciji,
4) odnosi sa starijim menadžmentom koji nije zaposlen u finansijskoj funkciji kompanije,
5) nerealni, preambiciozni ciljevi,
6) razlike u ličnim veštinama,
7) nedostatak iskustva u oblastima koje počinju da bivaju sve više značajne za ulogu finansijskog direktora.

CFO E&Y (2010) DNA of the CFO – Activity



Prioritetne aktivnosti za finansijskog direktora:

1) upravljanje troškovima,
2) unapređenje risk menadžmenta,
3) upravljanje tokovima novca,
4) unapređenje finansijske kontrole,
5) savetodavno upravljanje,
6) korporativno upravljanje,
7) upravljanje projektima,
8) finansijsko izveštavanje,
9) obezbeđivanje (povoljnih) finansijskih sredstava,
10) odnosi sa investitorima i stejkholderima,
11) komplajns (usklađenost sa propisima),
12) fokus na tržišta u razvoju.

[Ernst and Young (2010) The DNA of the CFO dostupno na sajtu http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The-DNA-of-the-CFO-2010/$FILE/The-DNA-of-the-CFO-2010.pdf]

[Izvor: Janićijević, S. (2013) Šta očekuju CEO's od CFO's?, Drugi CFO – Vivaldi letnji forum, 19-21. jun 2013, Mokra Gora /štampani materijal/]

2. FINANSIJSKA STRATEGIJA I PRAVILA FINANSIRANJA

Pod pravilima finansiranja podrazumevaju se kriterijumi za izbor sredstava finansiranja, odnosno norme za pribavljanje kapitala. Osnovna svrha pravila finansiranja jeste da preduzećima posluže kao osnovne smernice za donošenje valjanih odluka o finansiranju.

Pravila finansiranja poslovnih sredstava preduzeća nastala su kao rezultat pokušaja finansijske teorije i prakse da identifikuju i postave univerzalne norme koje bi važile za sve privredne subjekte i za sve uslove privređivanja (klasična ili tradicionalna pravila finansiranja). U skladu sa tim, u kvantitativnom smislu obezbeđuju:

- Strukturu izvora sredstava prema poreklu i roku raspoloživosti, što čini tzv. vertikalna pravila finansiranja, i
- Relacije (odnose) pojedinih delova sredstava posmatranih po roku imobilizacije i pojedinih delova izvora sredstava posmatranih po roku raspoloživosti, što čini tzv. horizontalna pravila finansiranja.

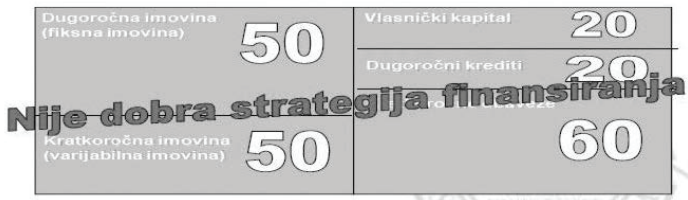
Značaj pravila finansiranja je prikazan slikom broj 5.

Slika 5. Značaj pravila finansiranja

Pravilo finansiranja	Značaj pravila finansiranja
Vertikalna - polaze od pretpostavke da se kroz strukturu izvora sredstava obezbedi sigurnost dužnika i poverioca, rentabilnost uloženih sredstava i autonomija dužnika.	Svako preduzeće unapred zna kako treba da oblikuje strukturu izvora sredstava i kako da postavi relacije (odnose) između pojedinih delova sredstava i izvora sredstava.
Horizontalna - polaze od pretpostavke da se kroz relacije (odnose) pojedinih delova sredstava obezbedi likvidnost preduzeća.	Pravila finansiranja imaju ulogu normale, pa se stvarno stanje upoređuje sa normalom, u smislu merenja stepena odstupanja.
	Pri oceni kreditne sposobnosti dužnika, pravila finansiranja imaju ulogu kriterijuma za kvalifikaciju dužnika kao kreditno sposobnog.

Slikom broj 6 je prikazana strategija finansiranja koja nije dobra za poslovanje preduzeća. Dok je slikom broj 7 prikazan slučaj gde dugoročni izvori finansiraju deo kratkoročne imovine, odnosno neto obrtna sredstva kompanije su 20.000 dinara (kratkoročna imovina umanjena za kraktoročne obaveze).

Slika 6. Strategija finansiranja koja nije dobra



Slika 7. Neto obrtni kapital



Vertikalna pravila finansiranja se odnose na pasivu bilansa stanja privrednog subjekta, i kao što je rečeno tiču se izvora finansiranja, prema poreklu i ročnosti. Pojavljuju se u vidu pojedinačnih pravila (prikazano slikom broj 8): 1) pravilo za odnos sopstvenog prema pozajmljenom kapitalu, 2) pravilo za odnos rezervi prema nominalnom kapitalu, 3) pravilo za odnos dugoročnog prema kraktoročnom kapitalu.

Slika 8. Vertikalna pravila finansiranja

Vertikalno pravilo	Forma u kojoj se javlja
Pravilo za odnos sopstvenog prema pozajmljenom kapitalu	(a) kao fiksni odnos između sopstvenog i pozajmljenog kapitala (gde se optimalnim smatra odnos 2:1 ili 3:1 sopstvenog i tuđeg kapitala); (b) kao donji limit ili minimalni zahtev u pogledu odnosa sopstvenog i pozajmljenog kapitala, gde se najčešće kao donja granica uzima jednakost sopstvenog i pozajmljenog kapitala, odnosno 50%: 50%.
Pravilo za odnos rezervi prema nominalnom kapitalu	U finansijskoj teoriji preovladava shvatanje da rezerve treba da iznose 50% od sopstvenog kapitala, odnosno 25% od ukupnog kapitala (naravno, respektujući pravilo o jednakosti sopstvenog i pozajmljenog kapitala preduzeća - u smislu 50%: 50%). Mada je činjenica da postojanje rezervi za preduzeće uvek znači dodatnu sigurnost, ipak se može reći da ovo pravilo finansiranja nije u praksi naišlo na širu primenu. Osnovni razlog tome, jeste potrebno vreme za formiranje rezervi, i stim u vezi, okolnosti u kojima bi se našla novo-formirana preduzeća, u slučaju da se ovo pravilo potpuno i striktno primenjuje.

Pravilo za odnos dugoročnog prema kratkoročnom kapitalu	Naime, odnos dugoročnog prema kratkoročnom kapitalu uslovljen je strukturom imovine (odnos stalne i obrtne imovine) koja se razlikuje od preduzeća do preduzeća. Iz tih razloga, nije bilo pokušaja da se fiksiraju odnosi dugoročnog prema kratkoročnom kapitalu preduzeća, već se preporučuje da taj odnos bude takav da odgovara potrebama konkretnog preduzeća. Sigurnost preduzeća se povećava većim učešćem dugoročnog u ukupnom kapitalu. Kratkoročni kapital se vraća u kratkim rokovima, pa zbog toga preduzeće dolazi u poziciju manje sigurnosti. Odnos između dugoročnog i kratkoročnog kapitala treba da se kreće ispod kritične tačke na kojoj davaoci kratkoročnih kredita mogu da ugrožavaju kontinuitet poslovanja i nezavisnost preduzeća.

Tri osnovna pokazatelja vertikalnih pravila finansiranja, sa aspekta finansijske analize su: marža sigurnosti (MS), stepen pokrića (SP) i stepen samofinansiranja (SS).

Marža sigurnosti (MS) se izračunava tako što se pozajmljeni (tuđi) izvori (TI) podele sa sopstvenim izvorima (kapitalom /SI).

$$MS = \frac{\text{Tuđi izvori (TI)}}{\text{Sopstveni izvori (SI)}}$$

Stepen pokrića (SP) se izračunava pošto se tuđi izvori podele sa ukupnim izvorima (UI) i pomnože sa sto.

$$SP = \frac{\text{Tuđi izvori (TI)}}{\text{Ukupni izvori (UI)}} \times 100$$

Stepen samofinansiranja (SS) se izračunava tako što se sopstveni izvori podele sa ukupnim izvorima i pomnože sa sto.

$$SS = \frac{\text{Sopstveni izvori (TI)}}{\text{Ukupni izvori (UI)}} \times 100$$

Horizontalna pravila finansiranja se odnose i na aktivu i na pasivu bilansa stanja, i kao što je rečeno polaze od pretpostavke da se kroz relacije (odnos) pojedinih delova sredstava i pojedinih delova iwzvora sredstava obezbeđuje likvidnost preduzeća. Izražavaju se u vidu sledećih zahteva, odnosno pojedinačnih pravila finansiranja (prikazano slikom broj 9): 1) zlatno bankarsko pravilo finansiranja, 2) zlatna bilansna pravila finansiranja, 3) ostala pravila finansiranja.

Slika 9. Horizontalna pravila finansiranja

Horizontalno pravilo	Forma u kojoj se javlja
Zlatno bankarsko pravilo finansiranja	U osnovi se zasniva na težnji banaka da u svakom trenutku održe svoju likvidnost, što se postiže podudarnošću aktivnih i pasivnih (kreditnih i depozitnih) poslova banaka. U skladu sa tim, banke ne bi smele primljeni tuđi kapital (*pasivni depozitni poslovi*) da koriste i plasiraju (*aktivni kreditni poslovi*) pod znatno povoljnijim cenovnim uslovima od onih pod kojima je kapital dobijen.Mora postojati jednakost kvantiteta i kvaliteta primljenih i plasiranih sredstava banke, što znači da kratkoročno pozajmljena novčana sredstva treba da budu uložena (plasirana) kratkoročno, a dugoročno pribavljena novčana sredstva treba da budu uložena (plasirana) dugoročno. Primenjeno na privredna preduzeća, bankarsko pravilo finansiranja znači u suštini zahtev da se likvidnost preduzeća obezbeđuje usaglašavanjem vremena imobilizacije imovinskih delova i rokova dospeća kapitala uloženog za nabavku pojedinih imovinskih delova.Drugim rečima, mora postojati podudarnost između vremena angažovanja (ročnosti) poslovnih sredstava preduzeća i trajanja raspoloživosti (dospelosti) pozajmljenog kapitala preduzeća.
Zlatna bilansna pravila finansiranja	Predstavljaju aplikaciju i adaptaciju bankarskog pravila finansiranja na privredna preduzeća. Prema svojim zahtevima i idejama na kojima se zasnivaju izvučena su dva osnovna bilansna pravila finansiranja, to su: (a) Bilansno pravilo u užem smislu - zahteva da stalna imovina bude finansirana iz dugoročnih izvora, a obrtna imovina da bude finansirana iz kratkorčnih izvora. Međutim, primena osnovnih postulata samo ovog pravila ne obezbeđuje likvidnost preduzeća. (b) Bilansno pravilo u širem smislu - zahteva da pored stalne imovine i deo obrtne imovine bude finansiran iz dugoročnih izvora. Ovo proširenje bilansnog pravila i na deo obrtne imovine bazira se na stavu da jedan deo obrtnih sredstava ima karakter stalno imobilisanih sredstava, kao i stalna imovina (tzv. gvozdene zalihe).
Ostala pravila finansiranja	Razvijena su od strane američke bankarske prakse, a najčešće se odnose na dva osnovna pravila: (1) Pravilo finansiranja 1: 1 (*acid test*), po svojoj suštini predstavlja rigorozniji zahtev od bilansnog pravila u širem smislu, jer traži pokrivenost ukupnih zaliha (ne samo gvozdenih) dugoročnim izvorima finansiranja. (2) Pravilo finansiranja 2: 1 (*current ratio*), po svojoj suštini sadrži zahtev za likvidnošću preduzeća. Ovo pravilo zahteva da odnos ukupne obrtne imovine i kratkoročnih obaveza iznosi najmanje 2:1, kao uslov koji obezbeđuje likvidnost preduzeća. U suštini glasi: „platežna sposobnost (likvidnost) preduzeća je postignuta ako je polovina obrtnih sredstava preduzeća pokrivena kratkoročnim obavezama".

Osnovni pokazatelj horizontalnih pravila finansiranja, sa aspekta finansijske analize je koeficijent finansijske stabilnosti (KFS). Koeficijent finansijske stabilnosti se izračunava tako što se dugoročni izvori (DI) podele sa dugoročno vezanim sredstvima (DVS). Pri čemu su dugoročni izvori, zajedno sopstveni izvori i dugoročno pozajemljeni izvori (kapital+dugoročne obeveze). Dok su dugoročno vezana sredstva jednaka zbiru fiksnih (osnovnih) sredstava i trajnih obrtnih sredstava.

Koeficijent finansijske stabilnosti može da ima sledeće vrednosti:

- KFS = 1, je poželjna vrednost koja znači da preduzeće ima optimalnu finansijsku stabilnost.
- KFS < 1, znači da preduzeće iz krakoročnih izvora finansira dugoročno vezana sredstva, što ukazuje da ima finansijsku nestabilnost .
- KFS > 1, ukazuje da preduzeće iz dugoročnih izvora finansira kratkoročno vezana sredstva, što je pokazatelj njegove stabilnosti,konzervativnosti menadžmenta koji upravlja preduzećem ali i signal potencijalnim investitorima za izvesnu dozu opreznosti.[1]

1 Dugoročni izvori se koriste pre svega sa finansiranje stalne imovine ili najnelikvidnijeg dela obrtne imovine (zaliha). U slučaju kada preduzeće iz sopstvenih izvora ili dugoročnih kredita finansira ostale delove obrtne imovine možemo konstatovati da je politika naplate potraživanja loša, odnosno da menadžment primenjuje konzervativne metode u raspolaganju sredstvima preduzeća, zarad održanja likvidnosti. Preterano velika likvidnost govori o nedostatku poslovnih ideja menadžmenta.

Primer utvrđivanja finansijske stabilnosti preduzeća Oranž i Red

Na osnovu bilansa stanja utvrditi kakav je finansijski položaj preduzeća Oranž i Red? To praktično znači izračunati vrednosti osnovnih pokazatelja:

- MS /Orange/
- SP /Orange/
- SS /Orange/
- KFS /Orange/
- MS /Red/
- SP /Red/
- SS /Red/
- KFS /Red/

*Bilans stanja preduzeća **Oranž** u hiljadama dinara*

Aktiva		**Pasiva**	
Mašine	300	Akcionarski kapital	300
Objekti	250	Dugoročni krediti	230
Transportna sredstva	120	Kratkoročni krediti	220
Krupni alat	20	Dobavljači	100
Materijal	40	Ostale obaveze	60
Nedovršena proizvodnja	10		
Gotovi proizvodi	50		
Potraživanja	20		
Hartije od vrednosti	50		
Gotovina	50		
Ukupna aktiva	910	Ukupna pasiva	910

*Bilans stanja preduzeća **Red** u hiljadama dinara*

Aktiva		**Pasiva**	
Mašine	350	Akcionarski kapital	600
Objekti	300	Dugoročni krediti	200
Transportna sredstva	20	Kratkoročni krediti	50
Krupni alat	10	Dobavljači	50
Materijal	20	Ostale obaveze	10
Nedovršena proizvodnja	30		
Gotovi proizvodi	20		
Potraživanja	80		
Hartije od vrednosti	40		
Gotovina	40		
Ukupna aktiva	910	Ukupna pasiva	910

Vrednosti osnovnih pokazatelja za preduzeće Oranž su:

1. MS ORANŽ = 610.000 / 300.000 = 2,03
2. SP ORANŽ = 610.000 / 910.000 x 100 = 67 %
3. SS ORANŽ = 300.000 / 910.000 x 100 = 33 %
4. KFS ORANŽ = 530.000 / 790.000 = 0,67

Vrednosti osnovnih pokazatelja za preduzeće Red su:

1. MS RED = 310.000 / 600.000 = 0,51
2. SP RED = 310.000 / 910.000 x 100 = 34 %
3. SS RED = 600.000 / 910.000 x 100 = 66 %
4. KFS RED = 800.000 / 750.000 = 1,06

Na osnovu dobijenih rezultata jasno je da preduzeće Red ima bolju sliku finansijske nezavisnosti, sigurnosti i stabilnosti, što potvrđuje sledeće:

- Kod preduzeća Red marža sigurnosti (MS) pokazuje da je svaki 1 dinar kapitala koji je finansiran iz sopstvenih izvora pokriven sa 0,51 dinara iz tuđih izvora, dok kod preduzeća Oranž to iznosi 2,03 dinara.
- Učešće tuđih izvora u ukupnim izvorima tj. u ukupnom kapitalu kod preduzeća Red iznosi 34%, a kod preduzeća Oranž je znatno više (67%).
- Učešće sopstvenih izvora u ukupnim izvorima tj. u ukupnom kapitalu kod preduzeća Red iznosi 66%, a kod preduzeća Oranž 33%.
- *Za preduzeće Red se može reći da je finansijski veoma stabilno, jer je vrednost KFS 1,06 za razliku od preduzeća Oranž koje je finansijski nestabilno jer je KFS ispod 1, odnosno 0,66.*

PITANJA ZA PROVERU ZNANJA

1. Kako se definiše finansijska politika preduzeća?
2. Koji su ciljevi i instrumenti finansijske politike preduzeća?
3. Šta obuhvata finansijska politika sa aspekta osnovnih finansijskih procesa u preduzeću?
4. Kako se vrši klasifikacija finansijske politike preduzeća?
5. Koja su osnovna načela finansijske politike preduzeća?
6. Kako se definiše i šta obuhvata načelo finansijske snage preduzeća?
7. Koji su najznačajniji faktori finansijske politike preduzeća?
8. Kako se definiše finansijska strategija preduzeća?
9. Kako se finansijska strategija najčešće klasifikuje?
10. Šta čini suštinu pravila finansiranja – vertikalnih i horizontalnih?
11. Koja su to vertikalna pravila finansiranja?
12. Koja su to horizontalna pravila finansiranja?
13. Šta je suština tzv. zlatnog bankarskog pravila finansiranja?
14. Šta je suština tzv. zlatnih bilansnih pravila finansiranja?
15. Šta spada u tzv. ostala pravila finansiranja?
16. Šta je suština pravila finansiranja 1:1 (*acid test*)?
17. Šta je suština pravila finansiranja 2:1 (*current ratio*)?

LITERATURA:

Barać, S., Ivaniš, M., Jeremić, Lj. (2000) Upravljanje finansijama, FFMO, Beograd

Barjaktarović, L. (2012a) Šta o finansijama treba da znaju menadžeri? Ekonomist br. 611-612, Beograd

Barjaktarović, L., Popovčić-Avrić, S., Đenić, M. (2011) *Collection management as curtail part of credit risk management during the crisis, 8th AFE 2011 Conference Samos, Greece*

Barjaktarović, L., Popovčić-Avrić, S., Đenić,M. (2011b) Upravljanje naplatom potraživanja u bankarskom sektoru Srbije u vremenu krize Finansije, br. 1-6/2011

Bovan, M. (2002) Finansijskoračunovodstvena analiza, Ekonomski fakultet Priština, Blace

VanHorne, J. (2002) Osnovi finansijskog menadžmenta, Mate, Zagreb

VanHorne, J. And Wachowicz, J.M. (2007) Osnovi finansijskog menadžmenta, Data Status, Beograd

Vunjak, N. (1995) Finansijski menadžment, Ekonomski fakultet Subotica, Subotica

Vunjak, N. (2005) Finansijski menadžment

– poslovne finansije, Proleter-Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, Unireks

– Podgovorica, Subotica

Deloitte CFO Signals Survey (2012) [istraživanje dostupno na sajtu: http://www.deloitte.com/view/en_US/us/Services/ additional-services/chief-financial-offi- cer/cfo-signals/index.htm]

Ernst and Young (2010) T*he DNA of the CFO* [istraživanje dostupno na sajtu http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The-DNA-of-the-CFO-2010/$FILE/ The-DNA-of-the-CFO-2010.pdf]

Ivaniš, M. i Nešić, S. (2011) Poslovne finansije, Univerzitet Singidunum, Beograd

Janićijević, S. (2013) Šta očekuju CEO's od CFO's?, Drugi CFO – Vivaldi letnji forum, 19-21.jun 2013, Mokra Gora / štampani materijal/

Jeremić, Lj. (2008) Osnovi finansija, Univerzitet Singidunum

Jeremić, Lj. i Ivaniš, M. (2009) Osnovi finansija, Univerzitet Singidunum, Beograd

Joksimović-Žarkić, N. (2003) Upravljanje finansijama, Grafoslog Beograd

Kisić, S. i Perović-Jovanović, M. (1999) Ekonomika preduzeća, Savremena administracija, Beograd

Knežević, G. (2009) Analiza finansijskih izveštaja, Univerzitet Singidunum, Beograd

Konjikušić, S., Barjaktarović, L. i Radojević, G. (2011) Metodologija izračunavanja verovatnoće neizvršenja obaveza, Tržište kapital novac 3/2011

Kralj, J. (1982) Finansijska politika i strategija preduzeća, Zbornik radova: Finansijsko upravljanje u organizacijama oudrženog rada, redactor Stanoje Vukić, Književne novine, Beograd

Krasulja, D. i Ivanišević, M. (2000) Poslov- ne finansije, Ekonomski fakultet CID, Beograd

Krasulja, D. i Ivanišević, M. (2001) Poslovne finansije, Ekonomski fakultet CID, Beograd

Nikolić, D. (2007) Upravljanje finansijskim poslovanjem i politikom cena u hotelijerstvu i turizmu, Univerzitet Singidunum, Beograd

Nikolić, D. (2009) Poslovne finansije u hotelijerstvu, Visoka hotelijerska škola Beograd

Ranković, J. (1995) Upravljanje finansijama preduzeća, Ekonomski fakultet Beograd

Račić, Ž., Barjaktarović L. i Zeremski A. (2011) Analiza uticaja zaduženosti na profitabilnost uspešnih domaćih kompanija u uslovima ekonomske krize, Industrija, časopis Ekonomskog instituta - Beograd, broj 3/2011

CFO Magazine (1999) What CEOs want from CFOs, July Edition [istraživanje dostu- pno na sajtu: http://www.cfo.com/ar- ticle.cfm/2989537/5/c_3046543]

Wilson R.M.S and McHugh, G. (1987) Financial Analysis: A Managerial Introduction, Cassel Edcucational Limited, London

Deo 3

FINANSIJSKO PLANIRANJE



Finansijsko planiranje u preduzeću javlja se kao metod i instrument finansijskog upravljanja, budući da ono vrednosno sintetizuje i usklađuje sve naturalno iskazane materijalne planove, odnosno od svih njih pravi konzistentnu finansijsku celinu. Finansijski plan preduzeća čini polaznu osnovu za odvijanje svih projektovanih finansijskih aktivnosti u preduzeću. On je finalni proizvod finansijskog planiranja, i svojim oblikom i sadržajem značajno utiče na stepen uspešnosti upravljanja finansijama u preduzeću. Izrada finansijskog plana se bazira na određenim načelima (principima).

Ovo poglavlje se završava razmatranjem biznis plana, koji u velikom broju preduzeća predstavlja dokument koji služi kao standard za praćenje tekućeg poslovanja i svojevrsni instrument koji omogućava upravljanje poslovnim aktivnostima u preduzeću.

Kada pročitate ovaj deo trebalo bi da znate da odgovrite na sledeća pitanja:

- Šta je to finansijsko planiranje u preduzeću i šta ono obuhvata?
- Koje su osnovne vrste finansijskih planova?
- Šta obuhvata svodno finansijsko planiranje u preduzeću?
- Šta je planski bilans uspeha i kako se dobija njegova prva varijanta?
- Šta je planski bilans stanja i kako se dobija njegova prva varijanta?
- U čemu se sastoji ocena finansijskog položaja preduzeća?
- Šta predstavlja i kako se objašnjava poslovni, finansijski i složeni levridž?
- Šta je biznis plan i u čemu je njegov značaj za preduzeće?
- Koji su ključni segmenti biznis plana i koja je njihova svrha?
- Šta znači vremenska vrednost novca?
- Šta je sadašnja, a šta buduća vrednost novca?

1. FINANSIJSKO PLANIRANJE KAO AKTIVNOST UPRAVLJANJA FINANSIJAMA PREDUZEĆA

Finansijsko planiranje predstavlja konkretizaciju finansijske politike preduzeća kroz finansijske planove, a izraženo u finansijskim pokazateljima za određeni vremenski period. (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011)

Rizik? Rizik je naš posao. Zbog toga je ovaj zvezdani brod svuda. Zato smo ovde u njemu! James T.Kirk (kapetan zvezdanog broda *Enterprise*)

[Izvor: J. VanHorne i J.M. Wachowicz (2007) Osnovi finansijskog menadžmenta, Data Status, Beograd]

U skladu sa tim, možemo reći da je finansijski plan instrument finansijske politike u kojem se sintetizuje planiranje ukupnih finansijskih sredstava preduzeća. Važno je istaći da se u finansijskom planu, ciljevi finansijske politike preduzeća (finansijska snaga) projektuju u vrednosnom izrazu. Takođe, finansijskim planom je neophodno predviđanje sledećih bitnih elemenata:

- Dinamika nabavke finansijskih sredstava;
- Dinamika potreba za finansijskim sredstvima;
- Dinamika usmeravanja i raspoređivanja ukupno raspoloživih finansijskih sredstava;
- Dinamika vraćanja finansijskih sredstava.

Finansijsko planiranje tokova reprodukcije u preduzeću nezamislivo je bez obuhvatanja četiri osnovna elementa:

- Plan bilansa uspeha, kojim se planira finansijski rezultat koji nastaje kao razlika između prihoda i rashoda, odnosno očekivana rentabilnost.
- Plan bilansa stanja, kojom se planira obim i struktura sredstava i izvora sredstava, potrebnih za ostvarenje finansijskog rezultata.
- Plan novčanih tokova, kojim se planira održavanje likvidnosti u planskom periodu, odnosno svi prilivi i odlivi sredstava, kao i mogućnost finansiranja likvidnosti u toku planskog perioda.
- Plan dugoročnih ulaganja, predviđa obim, strukturu i vreme trajanja ulaganja, kao i strukturu finansiranja dugoročnih ulaganja.

Osnovna svrha finansijskog planiranja jeste da se obezbedi optimalizacija strukture sredstava, likvidnosti i izvora sredstava, kao i da se osigura racionalno finansiranje uz odgovarajući stepen likvidnosti i rentabilnosti poslovanja preduzeća. Finansijsko planiranje omogućava da se sa velikim stepenom sigurnosti unapred utvrdi (predvidi) i kontroliše odvijanje ukupnog procesa poslovanja preduzeća. Takođe, se finansijskim planiranjem sprečava neracionalno angažovanje finansijskih sredstava i ukazuje se na pojedine segmente preduzeća gde su finansijska sredstva neracionalno angažovana. I na kraju, finansijskim planiranjem se vrši i finansijska kontrola preduzeća, budući da finansijsko planiranje posebno potencira dva osnovna načela (principa) poslovanja, to su: likvidnost i rentabilnost.

Predviđanje je veoma teško, posebno ako se odnosi na budućnost. (Nepoznati autor)

[Izvor: J.VanHorne i J.M.Wachowicz (2007) Osnovi finansijskog menadžmenta, Data Status, Beograd]

2. VRSTE FINANSIJSKIH PLANOVA PREDUZEĆA

Pojmovi planiriranje i plan su povezani, ali između njih postoji suštinska (fundamentalna) razlika u smislu sledećeg (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011):

- Planiranje – predstavlja primarnu fazu procesa upravljanja koja podrazumeva svojevrstan mentalni proces u smislu razmišljanja o tome: šta je poželjno uraditi i kako bi to trebalo postići (ostvariti).
- Plan – predstavlja konkretan rezultat planiranja, pa se shodno tome, shvata kao opipljivi dokaz razmišljanja, pri čemu se planom detaljno preciziraju osnovni ciljevi preduzeća. Važno je istaći da se finansijski plan preduzeća shvata u višestrukom smislu: (1) kao plan rokova za pribavljanje finansijskih sredstava; (2) kao plan potreba za finansijskim sredstvima; (3) kao plan finansijskih tokova u preduzeću; (4) kao plan finansijskih struktura.

Finansijski plan predstavlja finalni proizvod procesa finansijskog planiranja koji svojim oblikom i sadržajem može u velikoj meri uticati na stepen uspešnosti upravljanja finansijama u preduzeću. Za podelu (klasifikaciju) finansijskih planova mogu se koristiti veoma različiti kriterijumi. Međutim, najprihvatljivija je podela finansijskih planova sa dva aspekta (što je prikazano slikom broj 1): vremenskog i funkcionalnog.

Tabela 1. Klasifikacija finansijskih planova

Sa vremenskog aspekta	Sa funkcionalnog aspekta
Operativni finansijski planovi	Redovni (tekući) finansijski planovi
Kratkoročni (godišnji) finansijski planovi	Vanredni (specifični) finansijski planovi
Dugoročni (perspektivni) finansijski planovi	

Operativni finansijski plan obuhvata predviđanje pojedinačnih iznosa svih finansijskih transakcija (prilivi /uplate/ i odlivi /isplate/ finansijskih sredstava) čije se izvršenje predviđa u toku planskog perioda. Osnovni cilj operativnog finansijskog plana jeste da spreči neravnotežu koja može nastati kao rezultat disproporcija u prilivu i odlivu finansijskih sredstava, i da se održi strukturna finansijska ravnoteža preduzeća. Dakle, suštinski cilj ovog plana je u tome da se predvide eventualni poslovni rizici i da se izaberu metode za njihovo uklanjanje.

Operativni finansijski plan se razlikuje od osnovnog (godišnjeg) finansijskog plana po sledećem: sadrži znatno veći broj konkretnih detalja, služi se i konkretnom računovodstvenom dokumentacijom, i obično obuhvata period od 30 ili 90 dana (mesec ili kvartal), mada ti periodi mogu biti i kraći (15, 7 ili 5 dana).

Kratkoročni (godišnji) finansijski plan odnosi se na utvrđivanje potrebnih finansijskih sredstava za izmirivanje obaveza, i on obuhvata period jedne godine (kalendarske ili poslovne). Dinamika kratkoročnog (godišnjeg) finansijskog plana omogućava njegovu direktnu povezanost sa operativnim finansijskim planom, pri čemu godišnji finansijski plan u suštini predstavlja konkretnu optimalnu finansijsku strategiju preduzeća. Putem kratkoročnog (godišnjeg) finansijskog plana omogućava se optimalizacija različitih struktura u preduzeću, i to: strukture sredstava, strukture izvora sredstava i strukture likvidnosti.

Kratkoročni (godišnji) finansijski plan polazi od podataka koje sadrže ostali planovi, i to: plan realizacije (globalni i dinamički), plan troškova poslovanja, plan poslovnih sredstava, i ostali planovi osnovnih poslovnih funkcija u preduzeću. Postoje različite metode za izradu kratkoročnog plana, koje se mogu kategorizovati u: konvencionalne metode (uravnoteženost bilansnih odnosa), i savremene metode (teorija verovatnoće, linearno i mrežno programiranje, itd.)

Dugoročni (perspektivni ili strateški) finansijski plan odnosi se na projekcije dugoročno potrebnih finansijskih sredstava i davanje modela dugoročne konstrukcije po pojedinim izvorima sredstava. Osnovni problem koji treba rešiti dugoročnim finansijskim planom jeste pronalaženje pogodnih izvora finansiranja uz odgovarajuće vremenske dispozicije pri investiranju i vraćanju tuđih sredstava. Ovaj problem se može rešavati samo putem različitih kombinacija pojedinih finansijskih varijanti od kojih se prihvata ona najpovoljnija, i kao takva ona ulazi u dugoročni finansijski plan. Po formi, dugoročni finansijski plan se najčešće pojavljuje kao: finansijski aspekti razvojnih planova (perspektivnih ili strateških); planovi po pojedinim projektima (sa finansijskim konstrukcijama); dugoročni planovi strukture sredstava i izvora sredstava. Redovni (tekući) finansijski plan odnosi se na planiranje (projekcije) novčanih tokova u određenom vremenskom periodu kako bi se obezbedila potrebna finansijska likvidnost preduzeća. Ovi finansijski planovi su najčešće kratkoročnog i dugoročnog karaktera.

Vanredni (specifični) finansijski planovi izrađuju se neredovno, tj. u posebnim prilikama i sa posebnim zadacima. Najčešće, to su posebni (specifični) finansijski planovi koji se uglavnom odnose na osnivanje, integracije ili sanacije preduzeća, kao i reorganizacije ili likvidacije preduzeća.

Rizikujte proračunato. To se prilično razlikuje od brzopletosti. (General George S.Patton)

[Izvor: J.VanHorne i J.M.Wachowicz (2007) Osnovi finansijskog menadžmenta, Data Status, Beograd]

3. NAČELA METODOLOGIJE IZRADE FINANSIJSKOG PLANA

Ulaganje u znanje uvek donosi najbolju kamatu. (Bendžamin Frenklin)

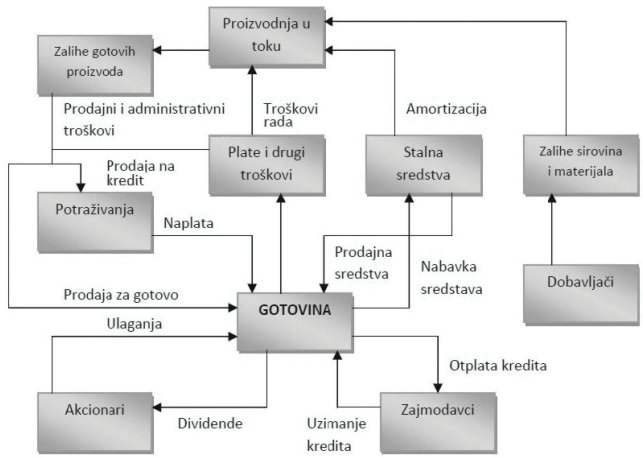
[Izvor: J.VanHorne i J.M.Wachowicz (2007) Osnovi finansijskog menadžmenta, Data Status, Beograd]

Metodologija izrade finansijskog plana u direktnoj je međuzavisnosti sa finansijskom politikom preduzeća, jer se preko finansijskog plana predviđaju zadaci i ciljevi koje treba preduzeće da ostvari. (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011) Finansijskim planom se predviđa (projektuje) ukupno poslovanje preduzeća izraženo u novčanom (monetarnom) obliku. Izvršenjem finansijskog plana ostvaruju se značajni ciljevi preduzeća, kao što su:

- Obezbeđuju se potrebna finansijska sredstva za poslovanje;
- Omogućava se racionalno (optimalno) korišćenje sredstava;
- Osigurava se konstantna likvidnost i solventnost preduzeća;
- Vrši se pravilna raspodela dobiti preduzeća.

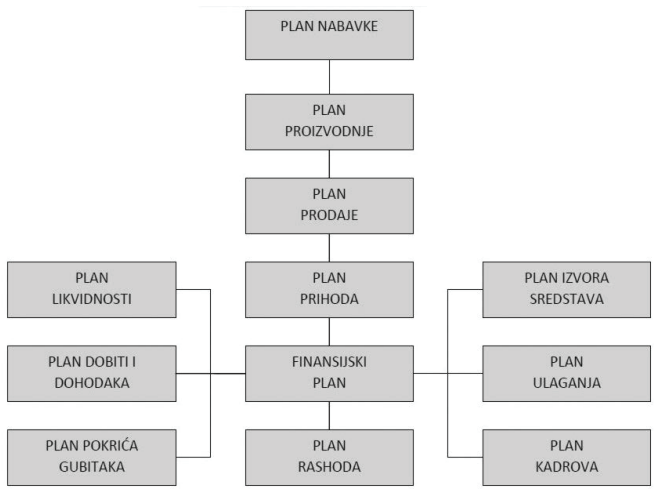
Pri sastavljanju finansijskog plana preduzeća potrebno je da se obezbede relevantni podaci koji su sadržani u posebnim planovima različitih funkcionalnih područja preduzeća.

Slika 1. Finansijski tokovi u preduzeću



Planiranje poslovnih aktivnosti u različitim funkcionalnim područjima preduzeća izražava se u posebnim (delimičnim) planovima čiji je ukupan broj uslovljen, pre svega, vrstom i veličinom preduzeća. Između planova funkcionalnih područja preduzeća postoji izražena međuzavisnost, a osnovna zajednička karakteristika im je da su svi oni usmereni na budućnost. Planovi funkcionalnih područja preduzeća predstavljaju delimične planove koji se tek u okviru finansijske funkcije preduzeća spajaju i integrišu u dve posebne celine: finansijski plan (sa ukupnim primanjima i izdavanjima), i bilans uspeha (sa ukupnim prihodima i rashodima). Ako se ovim dvema celinama priključi i planski bilans stanja, onda se dobija potpuno zatvoren sistem planiranja.

Slika 2. Međuzavisnost planova funkcionalnih područja preduzeća



Metodologija za izradu finansijskog plana ima predominantan značaj za sam proces planiranja i za obezbeđivanje ciljeva koje preduzeće namerava da ostvari. Karakter metodologije finansijskog planiranja determinisan je samim karakterom upravljanja preduzećem, veličinom i organizacionom strukturom preduzeća, kao i karakterom njegove delatnosti. Svako preduzeće treba da raspolaže sa sopstvenom metodologijom za izradu i donošenje finansijskog plana koja će se u većoj ili manjoj meri razlikovati od metodologija izrade finansijskog plana drugih preduzeća, budući da metodologija mora uvažavati sve specifičnosti preduzeća. Međutim, bez obzira na razlike u metodologijama, ipak je moguće diferencirati nekoliko značajnih načela (principa) koji su zajednički za sva preduzeća (prikazano tabelom broj 2).

Tabela 2. Načela metodologije izrade finansijskog plana preduzeća

Načelo	Opis
Naučnosti	podrazumeva da se finansijski plan mora zasnivati na svestrano proučenim relevantnim podacima i dokumentaciji. U tom kontekstu, od posebnog je značaja poznavanje delovanja ekonomskih zakona i projekcija budućih privrednih zbivanja koje se zasnivaju na naučnoj osnovi i kompetentno proverenim činjenicama.
Usaglašenosti	podrazumeva potrebu da se obezbedi usaglašenost ciljeva i zadataka finansijskog plana sa ciljevima i zadacima ostalih planova u preduzeću. Drugim rečima, ciljevi i zadaci finansijske funkcije preduzeća, preko finansijskog plana, moraju biti potpuno usaglašeni sa ostalim poslovnim funkcijama preduzeća.
Sveobuhvatnosti	podrazumeva potrebu da finansijski plan obuhvati sve one faktore koji uslovljavaju određenu privrednu aktivnost u preduzeću. Ovo načelo polazi od identifikovanja određenih činjenica, njihove međusobne uslovljenosti i izražavanja njihove veličine u kvantitativnim pokazateljima. Ovo načelo obezbeđuje da se finansijskim planom obuhvati celokupna delatnost i poslovanje preduzeća i to na način koji će omogućiti da se planski ciljevi i ostvare.
Konkretnosti (određenosti)	podrazumeva potrebu da se pri izradi finansijskog plana preciziraju (konkretizuju) prava i dužnosti subjekata planiranja koji su njime obuhvaćeni. Konkretizacija omogućava razradu finansijskog plana koja obezbeđuje jasno sagledavanje suštine, karakteristika, dimenzija i osnovnih nosilaca izvršenja finansijskog plana.
Realnosti	podrazumeva potrebu da se finansijski plan zasniva na izvršenju planskih zadataka. S tim u vezi, nije moguće govoriti o realnosti finansijskog plana bez prethodnog sagledavanja postojeće situacije na tržištu. Zbog toga, realnost finansijskog plana pretpostavlja sagledavanje proizvodnih, kadrovskih, finansijskih, kao i drugih mogućnosti preduzeća.
Elastičnosti	podrazumeva da finansijski plan poseduje sposobnost prilagođavanja na sve eventualne promene u odnosu na sve ostale parcijalne planove preduzeća, sa kojima se finansijski plan nalazi u međusobnom odnosu usklađenosti.
Sistematičnosti	podrazumeva potrebu pravovremenog utvrđivanja finansijskog plana. S tim u vezi, smatra se da planiranje treba da bude tri meseca pre početka nove poslovne godine. Da bi se ovaj rok održao, sastavljanje parcijalnih planova treba da počne nešto ranije.

Kontinuiteta	podrazumeva potrebu da izrada finansijskog plana predstavlja konstantnu (kontinuiranu) delatnost. To znači da preduzeće treba uvek da ima formulisane planske ciljeve i zadatke za dovoljno dug naredni period vremena, kao i da raspolaže sa planskim ciljevima i zadacima koji su u skladu sa konkretnim delovanjem faktora poslovanja i realnim mogućnostima za njihovo ostvarivanje. Aktuelnost ovog načela nameću savremeni uslovi poslovanja koji se odlikuju veoma dinamičnim promenama, tako da je neophodno njihovo permanentno analiziranje i prognoziranje, kako bi preduzeće bilo u stanju da im se blagovremeno prilagodi – putem modifikacije planskih ciljeva i zadataka.

Izvršenjem finansijskog plana ostvaruju se značajni ciljevi preduzeća, među kojima posebno treba istaći sledeće:

- Obezbeđuju se potrebna finansijska sredstva za poslovanje;
- Omogućava se racionalno (optimalno) korišćenje sredstava;
- Osigurava se konstantna likvidnost i solventnost preduzeća;
- Vrši se pravilna raspodela dobiti preduzeća.

Neophodno je obezbediti relevantne podatke kako za izradu finansijskog plana, tako i za praćenje realizacije.

Ko je cinik? Čovek koji zna cenu svega i vrednost ničega. (Oscar Wilde)

[Izvor: J.VanHorne i J.M.Wachowicz (2007) Osnovi finansijskog menadžmenta, Data Status, Beograd]

4. SVODNO FINANSIJSKO PLANIRANJE

Finansijsko planiranje, kao što smo već rekli, ima za predmet planiranje finansijskih tokova i finansijskih struktura i konstrukcija. Zbog toga, finansijsko planiranje nije svako vrednosno planiranje, nego samo planiranje određenih finansijskih ciljeva, čime ono de facto postaje deo integralnog poslovnog planiranja u preduzeću kao poslovnom isistemu. Osim planiranja finansijskih tokova i strukture sredstava i izvora sredstava, finansijskim planom je neophodno predvideti dinamiku: nabavke finansijskih sredstava, potreba za finansijskim sredstvima, usmeravanja i raspoređivanja finansijskih sredstava, i vraćanja finansijskih sredstava njihovim izvorima. (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011)

U metodološkom smislu, ponavljamo, finansijsko planiranje ima zadatak da izradi i prezentuje organima upravljanja jedan sveobuhvatan i koordiniran plan aktivnosti preduzeća, kao i njegovih potreba za poslovnim sredstvima i izvorima finansiranja u toku planskog perioda (izraženo u monetarnoj formi). Sveobuhvatan i koordiniran finansijski plan mora da bude iskazan *monetarnim merilom*. Takav način iskazivanja proističe iz tzv. *svodnog planiranja*, budući da se pojedine poslovne aktivnosti preduzeća iskazuju preko različitih naturalnih jedinica mere. U skladu sa tim, monetarna jedinica se javlja kao jedini mogući kriterijum za njihovo svođenje na zajednički imenitelj.

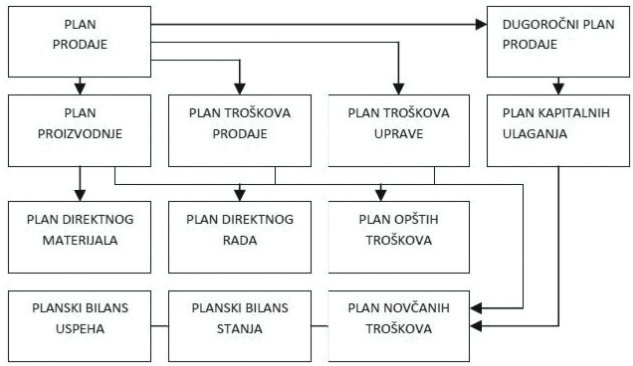
Može se zaključiti da ceo proces svodnog finansijskog planiranja koji započinje planom prodaje kao ishodišnom tačkom svodnog finansijskog plana, (i difuzno se zatim rasprostire na sve ostale aktivnosti preduzeća), na kraju se usmerava i uklapa u planski bilans uspeha, planski bilans stanja, plan novčanih tokova i plan dugoročnih ulaganja, koji ujedno čine i osnovne elemente svodnog finansijskog planiranja u preduzeću.

Na osnovu koncepta svodnog finansijskog planiranja, nema sumnje da je finansijsko planiranje tokova reprodukcije u preduzeću nezamislivo bez obuhvatanja sledećih elemenata:

- Plana bilansa uspeha - kojim se definiše očekivana rentabilnost u poslovanju, kao činioca očuvanja i povećanja imovine preduzeća.
- Plana bilansa stanja - kojim se definiše obim i struktura sredstava kao i njihovi izvori.
- Plana novčanih tokova - kojim se definiše mogućnost finansiranja i održavanja likvidnosti u kraćim i dužim vremenskim razdobljima.
- Plana dugoročnih ulaganja - kojim se kvantitativno izražava obim, struktura i vreme trajanja ulaganja, kao i struktura finansiranja dugoročnih ulaganja.

Navedene elemente finansijskog planiranja treba posebno razmotriti.

Slika 3. Koncept svodnog finansijskog planiranja u preduzeću



4.1. PLANSKI BILANS USPEHA

Planski bilans uspeha obuhvata prihode, rashode i finansijski rezultat koji će se ostvariti u datom planskom periodu. Pri tome, pod finansijskim rezultatom podrazumeva se *dobit*, imajući u vidu činjenicu da je maksimiziranje dobiti osnovni cilj poslovne politike. Za planski bilans uspeha najznačajnije je utvrditi potreban obim prodaje za ostvarivanje planiranog finansijskog rezultata (dobiti). Zbog međusobne povezanosti planski bilans uspeha se radi paralelno sa planskim bilansom stanja, pri čemu prethodi temeljno i detaljno planiranje: nabavke, proizvodnje, prodaje, troškova, kao i ulaganja u stalna sredstva.

Planski bilans uspeha i planski bilansa stanja rade se po tzv. varijantama. Prva varijanta planskog bilansa uspeha sačinjava se tako što se najpre utvrdi sledeće: planski troškovi za predviđeni obim proizvodnje, i planski rashodi za predviđeni obim prodaje. Broj varjanti zavisi od stručnosti ljudi involviranih u proces izrade planskog bilansa uspeha.

Bilans uspeha je računovodstveni izveštaj u kojem su iskazani ostvareni prihodi i rashodi preduzeća u određenom obračunskom periodu. Dobitak se ovde javlja kao osnovno merilo uspešnosti preduzeća kao celine. 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." (IASC, MRS – Okvir za pripremanje i prikazivanje finansijskih izveštaja, par.70a)

Rashodi, kao negativna komponenta ukupne uspešnosti preduzeća se u MRS tretiraju kao „gubici i troškovi koji proističu iz uobičajenih aktivnosti (poslovni, finansijski rashodi)." (IASC, MRS – Okvir za pripremanje i prikazivanje finansijskih izveštaja, par.78). Rashodi su povezani sa trajnim odlivom vrednosti iz preduzeća.

Vrste prihoda i rashoda: poslovni, finansijski i vanredni (ostali).

[Izvor: G.Knežević (2009) Analiza finansijskih izveštaja, Univerzitet Singidunum, Beograd]

Prva varijanta planskog bilansa uspeha najčešće ima strukturu prikazanu sledećim primerom.

Primer planskog bilans uspeha (I verzija)

Redni broj	Naziv pozicije	Iznos u evrima
1	Planirandi prihodi od prodaje	15.000.000
2	Varijabilni troškovi	12.000.000
3	Marža pokrića (1-2)	3.000.000
4	Rashodi perioda bez kamata	1.500.000
5	Neto rashodi finansiranja	500.000
6	Porezi iz rezultata	100.000
7	Poslovni dobitak (3-4)	1.500.000
8	Bruto finansijski dobitak (7-5)	1.000.000
9	Neto dobitak (8-6)	900.000
10	Stopa marže pokrića (3/1 x 100)	20%
11	Potreban obim prodaje za ostvarenje neutralnog poslovnog rezultata (4/10 x 100)	7.500.000
12	Potreban obim prodaje za ostvarenje neutralnog bruto finansijskog rezultata ((4 + 5)/10 x 100)	10.000.000

I varijanta planskog BU - *direct costing* metoda (iznuđena primenom sistem obračuna po varijabilnim troškovima, gde se varijabilni troškovi proizvodnje nadoknađuju srazmerno realizaciji proizvoda i usluga, dok se fiksni troškovi u celini nadoknađuju na teret tekućih prihoda).

Svaki element planskog BU potrebno je posebno planirati:

- *Prihodi od prodaje* – planirani fizički obim proizvodnje množi sa planiranom neto prodajnom cenom (koja je jednaka razlici između prodajne cene i tzv. kondicija /rabat, kasa-skonto i sl.). Primer: planirani fizički obim proizvodnje je 15.000 komada gotovih proizvoda; planirana neto prodajna cena je 1.000 evra po komadu. U skladu sa tim planirani prihod od prodaje je 15.000.000 evra (15.000 x 1.000 = 15.000.000).
- *Varijabilni troškovi* – proizvod planiranog fizičkog obima proizvodnje i planiranih varijabilnih troškova po jedinici proizvoda. Primer: planirani varijabilni troškovi su 12.000.000 evra (15.000 x 800 = 12.000.000).
- *Rashodi perioda bez kamata* – jednaki su planiranim fiksnim i relativno fiksnim troškovima koji su sadržani u prodatim proizvodima i troškovima prodaje. Primer: planirani rashodi bez kamata su 1.500.000 evra.
- *Neto rashodi finansiranja* – jednaki su razlici između planiranih kamata na obaveze i planiranih kamata na potraživanja. Primer: planirani neto rashodi su 500.000 evra.
- *Porezi iz rezultata* – poreska stopa koja je propisana pozitivnim zakonskim propisima množi sa bruto dobitkom. U slučaju da se bruto dobitak razlikuje od poreske osnovice, onda je neophodno izvršiti njegovu korekciju. Primer: pretpostavka je da se bruto dobitak poklapa sa osnovicom za oporezivanje i da je poreska osnovica 10% , proizilazi da je planirani porez iz rezultata 100.000 evra.
- *Marža pokrića* (kontribuciona marža) - predstavlja razliku između prihoda od prodaje i varijabilnih rashoda (predstavlja deo prihoda koji preostaje nakon pokrića varijabilnih rashoda i služi za pokriće rashoda perioda). Primer: marža pokrića je 3.000.000 evra.
- *Stopa marže pokrića* – predstavlja procenat učešća marže pokrića u prihodima od prodaje. Ona se dobija tako što se marža pokrića stavi u odnos prema prihodima od prodaje i pomnoži sa 100. Primer: stopa marže pokrića iznosi 20%.
- *Poslovni dobitak* – jednak je razlici između marže pokrića i rashoda perioda bez kamata. Primer: 1.500.000 evra.
- *Bruto dobitak* – dobija se kao razlika između poslovnog dobitka i neto rashoda finansiranja. Primer: bruto dobitak je 90.000 evra.

- *Neto dobitak – j*ednak je razlici između bruto dobitka i planiranog poreza iz rezultata. Primer: neto dobitak je 1.000.000 evra.

Na osnovu prve varijante planskog bilansa uspeha, moguće je izračunati prag rentabilnosti:

a) za neutralni poslovni rezultat (poslovni dobitak jednak nuli), i

b) za neutralni bruto finansijski rezultat (bruto dobitak jednak nuli).

a) Potreban obim prodaje pri kojem je poslovni dobitak jednak nuli može se izračunati na osnovu sledeće formule:

$$\text{Potreban obim prodaje za ostvarenje neutralnog poslovnog rezultata} = \frac{\text{Rashodi perioda}}{\text{Stopa marže pokrića}} \times 100 = \frac{1.500.000}{20} \times 100 = 7.500.000 \text{ evra}$$

ili

$$\text{Potreban obim prodaje za ostvarenje neutralnog bruto finansijskog rezultata} = \frac{\text{Rash. perioda + Neto rash. finan.}}{\text{Stopa marže pokrića}} \times 100 = \frac{2.000.000}{20} \times 100 = 10.000.000 \text{ evra}$$

Na osnovu primera prve varijante planskog bilansa proizlazi sledeći zaključak:

(1) Za postizanje neutralnog poslovnog rezultata potrebno je ostvariti 7.500.000 evra prihoda od prodaje → 50% planiranih prihoda (7.500.000 / 15.000.000 x 100 = 50.00%).

(2) Za postizanje neutralnog bruto finansijskog rezultata potrebno je ostvariti 10.000.000 evra prihoda od prodaje → 66,67% planiranih prihoda (10.000.000 / 15.000.000 x 100 = 66,67%).

Ako se želi izračunati koji je to fizički obim proizvodnje pri kojem je neutralni poslovni rezultat jednak nuli, koristiće se sledeća formula za DTR (donja tačka rentabilnosti, odnosno fizički obim proizvodnje potreban za ostvarenje nulte poslovne dobiti, pri čemu su FT – ukupni fiksni trškovi proizvodnje, p je prodajna cena po jedinici proizvoda, a v su varijabilni troškovi po jedinici proizvoda):

$$DTR = \frac{FT}{P - V} = \frac{1.500.000}{1.000-800} = 7.500 \text{ kom.}$$

b) Ako se želi izračunati koji je to fizički obim proizvodnje pri kojem je bruto poslovni rezultat jednak nuli, koristiće se sledeća formula za DTR (donja tačka rentabilnosti, odnosno fizički obim proizvodnje potreban za ostvarenje nulte poslovne dobiti, pri čemu su FT – ukupni fiksni troškovi proizvodnje, p je prodajna cena po jedinici proizvoda, a v su varijabilni troškovi po jedinici proizvoda, dok su NRF neto rashodi finansiranja):

$$DTR = \frac{FT+NRF}{P-V} = \frac{1.500.000 + 500.000}{1.000-800} = 10.000 \text{ kom.}$$

Može se zaključiti da fizički obim proizvodnje pri kojem se postiže neutralni poslovni rezultat (PR I) iznosi 7.500 komada, dok fizički obim proizvodnje pri kojem se postiže neutralan bruto finansijski rezultat (PR II) iznosi 10.000 komada.

4.2. PLANSKI BILANS STANJA

Bilans stanja je trenutna slika finansijskog položaja neke kompanije na određeni dan. On prikazuje veličinu i strukturu sredstava i izvora finansiranja.

Struktura sredstava, aktiva, ukazuje na način na koji su sredstva uložena (investicona aktivnost), dok struktura izvora finansiranja, pasiva, ukazuje na efekte finansijske aktivnosti, odnosno finansijsku strukturu (konstituciju) nekog preduzeća.

Aktiva preduzeća se deli na sledeće: stalna (fiksna, dugoročna) sredstva i obrtna (tekuća, kratkoročna) sredstva. Izvori sredstava preduzeća ili pasiva pokazuje poreklo imovine, odakle imovina u aktivi preduzeća potiče. U bilansu stanja poreklo imovine može biti određeno kao: sopstveni kapital (čista imovina, kapital vlasnika) i pozajmljeni kapital preduzeća (obaveze ili dugovi, kapital poverilaca).

[Izvor: G. Knežević (2009) Analiza finansijskih izveštaja, Univerzitet Singidunum, Beograd i L.Barjaktarović (2012) Upravljanje rizikom, Univerzitet Singidunum, Beograd]

Projektuje se stanje sredstava i njihovih izvora za određeni planski period. On u sebi sadrži celinu ukupnog finansijskog planiranja jer se svi pojedinačni finansijski planovi (plan bilansa uspeha, plan novčanih tokova i plan kapitalnih ulaganja) slivaju u ovaj plan, tako da se njime izražava kranji rezultat planiranja u odabranom periodu. Prilikom planiranja prve varijante planskog bilansa stanja uzima se u obzir bilans stanja na kraju prethodne godine.

Prva varijanta planskog bilansa stanja radi se po delovima:

- Plan obrtnih sredstava,
- Plan spontanih izvora i kratkoročnih obaveza,
- Plan osnovnih sredstava i dugoročnih plasmana,
- Plan sopstvenog kapitala i dugoročnih obaveza,

1) Plan obrtnih sredstava

Obrtna sredstva se planiraju za godinu dana, odnosno po pojedinim periodima poslovanja (postupak obračuna se u suštini ne razlikuje). Neophodni podaci: odrediti procentualno povećanje svake pozicije obrtnih sredstava ponaosob koristeći podatke o promenama u prethodnim godinama. Za potrebe sastavljanja planskih obrtnih sredstava pretpostavljeno je da se obrtna sredstva u odnosu na prethodnu godinu povećavaju u proseku za 15%. Procentualno promena svake pozicije ponaosob prikazana je u primeru koji sledi.

Primer plana obrtnih sredstava

Postupak sastavljanja plana obrtnih sredstava je sledeći:

- Utvrditi procentualnu promenu svake pozicije obrtnih sredstava za period od tri godine.
- Pomnožiti vrednost svake pozicije obrtnih sredstva u prethodnoj godini sa prosečnom procentualnom promenom kako bi dobili iznos promene u narednoj godini.
- Planirana vrednost za svaku poziciju obrtnih sredstava dobija se sabiranjem njihovih vrednosti iz prethodnih godina i planiranog iznosa promene.
- Ukupna planirana obrtna sredstva dobijaju se sabiranjem planiranih vrednosti za svaku bilansnu poziciju.

R.B.	VRSTA OBRTNIH SREDSTAVA	Obrtna sredstva u prethodnoj godini	Prosečna promene pozicije za period od 3 god. (%)	Iznos promene u narednoj godini.(3 x 4)	Planirana obrtna sredstva (3 + 5)
1	2	3	4	5	6
1.	Gotovina u blagajni	100.000	10,00%	10.000	110.000
2.	Gotovina na depozitnim računima	500.000	25,00%	125.000	625.000
3.	Hartije od vrednosti (HoV)	150.000	-10,00%	-15.000	135.000
4.	Potraživanja od kupaca	1.000.000	20,00%	200.000	1.200.000
5.	Potraživanja za avanse	50.000	5,00%	2.500	52.500
6.	Ostala potraživanja	-			
7.	Sirovine i repromaterijal	350.000	10,00%	35.000	385.000
8.	Sitan inventar na zalihi	50.000	5,00%	2.500	52.500
9.	Nedovršena proizvodnja	600.000	5,00%	30.000	630.000
10.	Poluproizvodi	-			
11.	Gotovi proizvodi	500.000	24,00%	120.000	620.000
12.	Trgovačka roba	-			
13.	Kratkoročni plasmani	100.000	-	-	100.000
14.	Aktivna vremenska razgraničenja	-	-	-	-
15.	Ukupno Obrtna sredstva	3.400.000	15 %	510.000	3.910.000

2) Plan spontanih izvora i kratkoročnih obaveza

Spontani ili autonomni izvori predstavljaju obaveze koje preduzeće nije isplatilo državi, radnicima i dobavljačima. To ukazuje da su raspoloživi u kratkom i strogo utvrđenom roku (i u tom roku besplatni). Planiraju se na identičan način kao i obrtna sredstva. Neophodni podaci: odrediti procentualno povećanje svake pozicije spontanih izvora i kratkoročnih obaveza ponaosob koristeći podatke o promenama u prethodnim godinama. Za potrebe sastavljanja planskih spontanih izvora i dela kratkoročnih obaveza pretpostavljeno je da se ovi izvori u odnosu na prethodnu godinu smanjuju u proseku za 10%.

Preduzeće je predvidelo da u narednoj godini izmiri kratkoročni kredit u iznosu od 200.000. Procentualno promena svake pozicije ponaosob prikazana je u primeru koji sledi.

Primer plana spontanih izvora i kratkoročnih obaveza

R.B.	Naziv pozicije	Spontani izvori i kratkoročne obaveze u prethodnoj god	Prosečna promene pozicije za period od 3 god. (%)	Ilznos promene u narednoj godini. (3 x 4)	Planirani izvori (3 + 5)
1	2	3	4	5	6
1.	Obaveze prema dobavljačima	1.600.000	-11,50%	-184.000	1.416.000
2.	Obaveze po datim HoV	200.000	5,00%	10.000	210.000
3.	Obaveze za PDV	-	-	-	-
4.	Obaveze za kamate i dividende	50.000	-25,00%	-12.500	37.500
5.	Obaveze za poreze na dobit	150.000	-50,00%	75.000	75.000
6.	Obaveze za ostale dažbine	50.000	5%	2.500	52.500
7.	Obaveze za neto LD	90.000	-10,00%	9.000	81.000
8.	Obaveze za poreze i doprinose iz LD	60.000	-20,00%	-12.000	48.000
9.	Pasivna vremenska razgraničenja	-	-	-	-
10.	Kratkoročni krediti	200.000	-	-200.000	-
Planirani spontani izvori (1 – 10)		2.400.000	-20,00%	-480.00	1.920.000

3) Plan osnovnih sredstava i dugoročnih plasmana

Postupak plana osnovnih sredstava i dugoročnih plasmana se realizuje kroz četiri faze sledećim redosledom: postojeća osnovna sredstva, nova osnovna sredstva, postojeći dugoročni plasmani i novi dugoročni plasmani (što je prikazano tabelom broj 3 i primerom koji sledi).

I. POSTOJEĆA OSNOVNA SREDSTVA	I. POSTOJEĆI DUGOROČNI PLASMANI
1. Nabavna vrednost osnovnih sredstava na početku planskog perioda 2. Ispravka vrednosti osnovnih sredstava na početku planskog perioda 3. Amortizacija osnovnih sredstava u toku planskog perioda 4. Prodaja osnovnih sredstava u toku planskog perioda 5. Sadašnja vrednost postojećih osnovnih sredstava na kraju planskog perioda [1 – (2+3+4)]	1. Dugoročni plasmani na početku planskog perioda 2. Ukupna naplata dugoročnih plasmana u toku planskog perioda 3. Postojeći dugoročni plasmani na kraju planskog perioda (1-2)
II. NOVA OSNOVNA SREDSTVA	II. NOVI DUGOROČNI PLASMANI
6. Ukupna nabavka u toku planskog perioda 7. Amortizacija novonabavljenih osnovnih sredstava na kraju planskog perioda 8. Sadašnja vrednost novonabavljenih osnovnih sredstava na kraju planskog perioda (6-7) 9. Ukupna sadašnja vrednost osnovnih sred- stava na kraju planskog perioda (5+8)	4. Dugoročni novi plasmani u toku planskog perioda 5. Ukupna naplata novih dugoročnih plasmana u toku planskog perioda 6. Dugoročni novi plasmani na kraju planskog perioda (4-5) 7. Ukupni dugoročni plasmani na kraju planskog perioda (3+6)

Bitno je istaći da se planiranje vrši za period do godinu dana.

Primer plana osnovnih sredstava i dugoročnih plasmana

R.B.	Naziv pozicije	Stanje na početku planske godine	Povećanje u toku planske godine	Smanjenje u toku planske godine	PStanje na kraju planske godine (3 + 4)-5
1	2	3	4	5	6
1.	Osnovna sredstva	900.000	300.000	250.000	950.000
2.	Dugoročni plasmani	75.000	75.000	100.000	50.000
3.	Gubitak u aktivi	-	-	-	-
4.	Svega stalna sredstva i gubitak (1+2+3)	975.000	375.000	350.000	1.000.000

4) Plan sopstvenog kapitala i dugoročnih obaveza

Vrši se za čitavu plansku godinu nezavisno od delatnosti preduzeća. Osnov je finansijske stabilnosti, a samim time i finansijske snage preduzeća. Sopstveni kapital preduzeća je vlasnički kapital (ili akcionarski kapital), i bilansno posmatrano predstavlja razliku između ukupnih sredstava i obaveza preduzeća. Predstavlja i sigurnost za kreditore. Komponente sopstvenog kapitala:

- *Nominirani kapital* - akcionarski kapital, trajni ulozi, inokosni kapital i akumulirani dobici preduzeća.
- *Nenominirani kapital* - rezerve stvorene iz dobitka, neraspoređeni dobitak iz prethodnih godina i revalorizacione rezerve.

Dugoročne obaveze preduzeća, su obaveze koje dospevaju u roku dužem od godinu dana od dana njihovog nastanka (npr. dugoročni krediti, obaveze po osnovu dugoročnih HoV, obaveze prema povezanim pravnim licima i ostale dugoročne obaveze). Odnose na dugoročno pozajmljeni kapital (tuđi kapital) koji je pribavljen putem dugoročnih kredita, emisijom obveznica i dugoročnim oročavanjem uloga trećih lica.

Plan sopstvenog kapitala i dugoročnih obaveza

R.B.	Naziv pozicije	Stanje na početku planske godine	Povećanje u toku planske godine	Smanjenje u toku planske godine	PStanje na kraju planske godine (3 + 4)-5
1.	2	3	4	5	6
1.	Sopstveni kapital	900.000			900.000
2.	Trajni ulozi, deoničarski i inokosni kapital				
3.	Nenominirani kapital	50.000			50.000
4.	Dugoročna rezervisanja za rizike		150.000		150.000
5.	Dugoročne obaveze	1.025.000	1.015.000	300.000	1.740.000
6.	Svega sopstveni kapital i dugoročne obaveze (1-5)	1.975.000	1.165.000	300.000	2.840.000

U koloni 3 – iskazan je bilans stanja na početku prethodne godine, jer taj bilans stanja istovremeno čini početni bilans (bilans otvaranja) za tekuću godinu.

U kolonu 4 upisuju se očekivana povećanja u toku planske godine, bez uključivanja neto dobitka iz prve varijante planskog bilansa uspeha (kod dugoročnih obaveza upisuju se samo ugovoreni neiskorišćeni dugoročni krediti).

U kolonu 5 upisuju se očekivana smanjenja u toku planske godine (iskorišćenje dugoročnih rezervisanja za rizike, otplata glavnice dugoročnih obaveza i sl).

Pozicija slobodna sredstva – utvrđuje se tako što se najpre saberu pozicije pasive, i shodno tome, iskaže se konkretan iznos pasive. Zatim se sabiraju pozicije aktive (izuzimajući poziciju slobodna sredstva) i taj zbir se oduzima od iznosa pasive, a razlika se upisuje na poziciju slobodna sredstva. Ako je ta razlika negativna, onda su i slobodna sredstva negativna (što je slučaj u ovom primeru). Negativna slobodna sredstva iskazuju iznos nedostajućih izvora finansiranja za pokriće planiranih sredstava u aktivi. Ako se ostaje pri planiranim sredstvima u aktivi, onda je neophodno obezbediti (iznad planiranih izvora u pasivi) dodatne izvore finansiranja i to u visini negativnih slobodnih sredstava. Obrnuto, ako je ta razlika pozitivna, onda ta razlika iskazuje za koliko su veći planirani izvori finansiranja od planiranih sredstava u aktivi.

Integrisanjem svih prethodno navedenih planova (1-4) dobija se prva varijanta planskog BS (prikazano sledećim primerom).

Primer planskog bilansa stanja (I varjanta)

R.B.	Naziv pozicije	Stanje na početku planske godine 31.12.2010.	Iznos promene	Stanje na kraju planske godine 31.12.2011.
1.	**2**	**3**	**4**	**5**
1.	Stalna imovina	**975.000**	**25.000**	**1.000.000**
2.	**Obrtna imovina** (3-6)	3.400.000	510.000	3.910.000
3.	Zalihe	1.500.000	187.500	1.687.500
4.	Kratkoročni plasmani	100.000	/	100.000
5.	Potraživanja od kupaca i avan.	1.050.000	202.500	1.252.500
6.	Gotovina	750.000	120.000	870.000
7.	Slobodna sredstva		(150.000)	(150.000)
	AKTIVA (1-2)	**4.375.000**	**535.000**	**4.910.000**
1.	Kapital	**950.000**	**150.000**	**1.100.000**
2.	Dugoročne obaveze	1.025.000	**715.000**	**1.740.000**
3.	**Kratkoročne obaveze** (4+5+6)	2.400.000	(480.000)	1.920.000
4.	Obaveze prema dobavljačima	1.600.000	(184.000)	1.416.000
5.	Obaveze za LD	150.000	(21.000)	129.000
6.	Ostale obaveze	650.000	(275.000)	375.000
	PASIVA (1-5)	4.375.000	385.000	4.760.000

U koloni 5 – iskazan je planski BS na kraju planske godine (pozicije iskazane kako su planirane). Pozicija slobodna sredstva utvrđuje se tako što se saberu pozicije pasive. Zatim se sabiraju pozicije aktive (izuzimajući poziciju slobodna sredstva), i taj zbir se oduzima od iznosa pasive, a razlika se upisuje na poziciju slobodna sredstva. Razlika može biti:

a) Negativna razlika, što znači da su i slobodna sredstva negativna (ovaj primer). To iskazuje iznos nedostajućih izvora finansiranja za pokriće planiranih sredstava u aktivi (u primeru 4.760.000 - 4.910.000=-150.000). Neophodno je obezbediti pored planiranih još i dodatne izvore finansiranja u iznosu od 150.000, kako bi mogla da se isfinansiraju planirana sredstva.
b) Pozitivna razlika, iskazuje za koliko su veći planirani izvori finansiranja od planiranih sredstava u aktivi.

5) Ocena finansijskog položaja preduzeća

Ocena finansijskog položaja predzeća se, u osnovi svodi na analizu dugoročne finansijske ravnoteže preduzeća, koja omogućava ocenu likvidnosti i uslova za održavanje likvidnosti preduzeća. Finansijska ravnoteža znači da sredstva po obimu i vremenu za koje su vezana (neunovčljiva) odgovaraju obimu i vremenu raspoloživosti izvora finansiranja. Operativno se svodi na analizu kratkoročne i dugoročne finansijske ravnoteže (međusobno uslovljene).

Kratkoročna finansijska ravnoteža znači da je postignut balans između likvidnih i kratkoročno vezanih sredstava, sa jedne strane, i kratkoročnih obaveza, sa druge strane. To znači da postoji kraktoročna finansijska ravnoteža ukoliko su likvidna sredstva i kratkoročno vezana sredstva jednaka kratkoročnim izvorima finansiranja, odnosno njihov odnos je 1: 1.

Dugoročna finansijska ravnoteža znači da je postignut balans između dugoročno vezanih sredstava, sa jedne strane, i trajnog kapitala i dugoročnih obaveza, sa druge strane. To znači da je postignuta dugoročna finansijska ravnoteža ukoliko su dugoročno vezana sredstva jednaka trajnom kapitalu uvećanom za dugoročne obaveze. Proizilazi da su dugoročna i kratkoročna finansijska ravnoteža međusobno uslovljene.

Može se uočiti da se analiza finansijske ravnoteže preduzeća odnosi na bilans stanja. Pri tome, finansijski položaj preduzeća najčešće se kvalifikuje kao dobar, prihvatljiv i loš. *Dobar finansijski položaj* predstavlja situaciju u kojoj finansijska ravnoteža obezbeđuje sigurnost u održavanju likvidnosti preduzeća. *Prihvatljiv finansijski položaj* predstavlja situaciju u kojoj finansijska ravnoteža omogućava održavanje likvidnosti preduzeća (bez sigurnosti). *Loš finansijski položaj* predstavlja situaciju u kojoj finansijska ravnoteža ne omogućava održavanje likvidnosti preduzeća.

Ocena finansijskog položaja preduzeća bazira se na analizi finansijske stabilnosti, a kao pokazatelj finansijske stabilnosti preduzeća najčešće se koristi *koeficijent finansijske stabilnosti (KFS)*, koji se često naziva i koeficijent dugoročne finansijske ravnoteže. Ovaj pokazatelj se može izračunati pomoću sledećih izvedenih i međusobno povezanih formula prikazanih tabelom broj 4.

Tabela 4. Koeficijent finansijske stabilnosti (KFS)

Formula	**Objašnjenje**
KFS = DI/DVS	DI – Dugoročni izvori DVS – Dugoročno vezana sredstva
DI = SI + DO	SI – Sopstveni izvori DO – Dugoročne obaveze
DVS = FS + Z	FS – Fiksna sredstva Z – Stalne zalihe
Vrednost KFS	**Objašnjenje**
KFS < 1 → DVS>DI	Finansijska stabilnost preduzeća je neprihvatljiva. Nije obezbeđena dugoročna finansijska ravnoteža preduzeća jer se deo dugoročno vezanih sredstava finansira iz kratkoročnih izvora finansiranja. Predviđeno je da se DVS koriste duže od godinu dana a kratkoročne izvore finansiranja treba izmiriti u periodu do godinu dana, odnosno ovakom situacijom ugoženo je održavanje likvidnosti preduzeća.
KFS = 1 → DVS=DI	Finansijska stabilnost preduzeća je prihvatljiva. Postoji dugoročna finansijska ravnoteža preduzeća jer su dugoročno vezana sredstva jednaka sopstvenom kapitalu uvećanom za dugoročne izvore, odnosno u oblasti dugoročnog finansiranja su stvoreni uslovi za održavanje likvidnosti preduzeća.
KFS > 1 → DVS<DI	Finansijska stabilnost preduzeća je dobra. U oblasti dugoročnog finansiranja stvoreni su uslovi i sigurnost, za održavanje likvidnosti preduzeća, jer se iz dugoročnih izvora finansiraju kako celokupna dugoročno vezana sredstva tako i deo kratkoročnih sredstava, čime se dugoročna finansijska ravnoteža pomera ka izvorima finansiranja. Na taj način, u oblasti dugoročnog finansiranja stvoreni su uslovi za poslovnu sigurnost i likvidnost.

Ako planirana dugoročna finansijska ravnoteža postoji ili ako je ona pomerena u korist izvora, onda se planiranje bilansa uspeha i bilansa stanja ovim završava (prve varijante planskog bilansa uspeha i planskog bilansa stanja automatski postaju i konačne varijante).

Ako dugoročna finansijska ravnoteža ne postoji ili kada je ona pomerena u korist sredstava, onda se proces planiranja dalje nastavlja (u smislu poboljšanja dugoročne finansijske ravnoteže). I varijanta planskog bilansa stanja prezentuje se upravi preduzeća u cilju ispitivanja mogućnosti poboljšanja dugoročne finansijske ravnoteže, odnosno finansijskog položaja preduzeća.

Ako se dođe do zaključka da se dugoročna finansijska ravnoteža, odnosno finansijski položaj preduzeća može poboljšati po bilo kojem navedenom osnovu, onda se pristupa izradi druge varijante planskog bilansa stanja. Druga varijanta planskog bilansa stanja radi se po istom postupku kao i prva varijanta, s tim što se vrše korekcije onih pozicija za koje je prethodno utvrđeno da mogu dovesti do poboljšanja finansijskog položaja preduzeća.

Finansijski položaj preduzeća u okviru planskog bilansa stanja, moguće je poboljšati na sledeći način:

- Smanjenjem broja dana vezivanja pojedinih pojavnih oblika obrtnih sredstava,
- Povećanjem broja dana raspoloživosti spontanih izvora,
- Smanjenjem ulaganja u osnovna sredstva i dugoročne plasmane,
- Ubrzanjem naplate dugoročnih plasmana,
- Reprogramiranjem dugoročnih kredita,
- Konverzijom kratkoročnih kredita u dugoročne kredite.

Izrada nove varjante bilansa stanja (isti postupak kao I varjanta bilansa stanja, ali se koriguju stavke koje se mogu poboljšati). Na osnovu II varijante planskog BS utvrđuje se minimalna i maksimalno potrebna akumulacija (neto dobitak) i ispituje se mogućnost njegovog ostvarenja, nakon čega se sastavlja konačna varijanta planskog bilansa stanja i bilansa uspeha. Potom se pristupa kvantifikovanju poslovnog, finansijskog i ukupnog rizika poslovanja (leveridža) i određuje se tzv. tačka indiferencije finansiranja.

4.3. UTVĐIVANJE CILJNOG DOBTIKA

Na osnovu druge varijante planskog bilansa stanja utvrđuje se ciljni dobitak. On se radi u dve varijante, kao ciljni minimalni (min) neto dobitak, i ciljni maksimalni (max) neto dobitak.

Ciljni min neto dobitak obezbeđuje da se finansijski položaj preduzeća u planskoj godini ne pogorša u odnosu na prethodnu godinu, odnosno obezbeđuje da koeficijent finansijske stabilnosti (KFS) na kraju planske godine bude jednak KFS na početku planske godine.

Primer kvantifikovanja ciljnog minimalnog neto dobitka

R.B.	Naziv pozicije	Iznos u evrima
1.	Planirana dugoročno vezana imovina na kraju planske godine	2.687.500
2.	Koeficijent finansijske stabilnosti na početku planske godine	1,2532
3.	Potrebni trajni i dugoročni izvori finansiranja na kraju planske godine za nepromenjeni koeficijent finansijske stabilnosti (1/2)	2.144.510
4.	Kapital na kraju planske godine (bez uvećanja za neto dobitak iz prve varijante planskog bilansa uspeha) uvećan za planirane dugoročne izvore	1.665.000
5.	Ciljni minimalni neto dobitak (3 – 4)	*479.510*
6.	***Ciljni minimalni bruto dobitak*** *5 x* $\frac{100}{\text{1-poreska stopa na dobitak (0,8)}}$	*599.388*

Ciljni max neto dobitak obezbeđuje da se dugoročna finansijska ravnoteža dovede na normalu gde su dugoročno vezana sredstva jednaka sopstvenom kapitalu i dugoročnim obavezama, odnosno obezbeđuje da se finansijska stabilnost preduzeća dovede na normalu, tj. na najmanje prihvatljiv nivo (KFS = 1) ili na dobar nivo (KFS > 1).

Primer kvantifikovanja ciljnog maksimalnog neto dobitka

R.B.	Naziv pozicije	Iznos u evrima
1.	Planirana dugoročno vezana imovina na kraju planske godine	2.687.500
2.	Planirani kapital bez uvećanja za neto dobitak iz prve varijante planskog bilansa uspeha) uvećan za planirane dugoročne obaveze	1.665.000
3.	Ciljni maksimalni neto dobitak (1 – 2)	1.022.500
4.	***Ciljni maksimalni bruto dobitak*** *3 x* $\frac{100}{\text{1-poreska stopa na dobitak (0,8)}}$	1.278.125

Nakon utvrđivanja minimalnog neto dobitka i maksimalnog neto dobitka, planiranje se vraća na planski bilansa uspeha (I varijanta) sa ciljem da se ispita mogućnost ostvarenja utvrđenog minimalnog, odnosno maksimalnog ciljnog neto dobitka.

Ispitivanje mogućnosti ostvarenja ciljnog dobitka radi se na osnovu prve varijante planskog bilansa uspeha i kvantifikovanog ciljnog minimalnog, odnosno maksimalnog dobitka. Ispitivanje se vrši istovremeno i za minimalni neto dobitak i za maksimalni neto dobitak, s tim što se prvo utvrđuje šta sve tereti maržu pokrića.

Na teret marže pokrića unose se planirani fiksni rashodi, planirani neto rashodi finansiranja i planirani bruto minimalni, odnosno maksimalni dobitak. Nakon toga, sledi proračun mogućnosti ostvarenja minimalnog, odnosno maksimalnog dobitka koji se paralelno radi u dve varijante, i to:

- Varijanta minimalnog bruto dobitka, i
- Varijanta maksimalnog bruto dobitka.

Proračun za svaku varijantu daje dve alternativne mogućnosti ostvarenja minimalnog, odnosno maksimalnog dobitka, a to su alternativa A, i alternativa B.

Alternativa A pokazuje da se minimalni, odnosno maksimalni bruto dobitak može ostvariti sa planiranim fizičkim obimom proizvodnje i prodaje pod uslovom da se planirane prodajne cene povećaju za procenat iskazan pod rednim brojem 7 (u tabeli u primeru koji sledi) i da se tako uspostavljen globalni paritet prodajnih i nabavnih cena održava tokom cele godine. Globalni paritet prodajnih i nabavnih cena predstavlja odnos prihoda od prodaje i varijabilnih rashoda,

dok je marža pokrića njihova razlika. Alternativa B pokazuje da se minimalni, odnosno maksimalni bruto dobitak može ostvariti i sa planiranim globalnim paritetom prodajnih i nabavnih cena uz uslov da se fizički obim proizvodnje i prodaje poveća u odnosu na plan i to za procenat iskazan pod rednim brojem 8 (u tabeli u primeru koji sledi).

Dakle, postoje dve alternative za ostvarivanje minimalnog, odnosno maksimalnog dobitka, to su: (1) Nepromenjeni planirani fizički obim proizvodnje i prodaje, uz promenu globalnog pariteta prodajnih i nabavnih cena u korist prodajnih (globalni paritet cena se menja), i (2) Povećanje fizičkog obima proizvodnje i prodaje, uz nepromenjeni planirani globalni paritet prodajnih i nabavnih cena (globalni paritet cena je konstanta).

Primer utvrđivanja mogućnosti ostvarenja utvrđenog ciljnog (min/max) dobitka

R.B.	Naziv pozicije	Ciljni dobitak	
		Minimalni	Maksimalni
1.	Planirani prihodi od prodaje po prvoj varijanti planskog bilansa uspeha	15.000.000	15.000.000
2.	Planirani varijabilni rashodi po prvoj varijanti planskog bilansa uspeha	12.000.000	12.000.000
3.	Marža pokrića (1 – 2)	3.000.000	3.000.000
4.	Na teret marže pokrića (4.1. – 4.3.)	2.599.388	3.278.125
	4.1. Planirani fiksni rashodi	1.500.000	1.500.000
	4.2. Planirani neto rashodi finansiranja	500.000	500.000
	4.3. Ciljni minimalni / maksimalni bruto dobitak	599.388	1.278.125
5.	Procenat učešća marže pokrića u prihodima od prodaje (3/1x100)	20%	20%
6.	Potrebni prihodi od prodaje za ostvarenje minimalnog / maksimalnog bruto dobitka (4/5 x 100)	12.996.940	16.390.625
7.	Potreban procenat pomeranja planiranog globalnog pariteta prodajnih i nabavnih cena u korist prodajnih, za ostvarenje minimalnog / maksimalnog dobitka pri nepromenjenom obimu proizvodnje i prodaje (4-3/1x100)	-2,67%	1,85%
8.	Potreban procenat povećanja fizičkog obima proizvodnje i prodaje za ostvarenje ciljnog bruto dobitka pri nepromenjenom globalnom paritetu prodajnih i nabavnih cena (6-1/1x100)	-13,35%	9,27%

Navedeni proračuni nude dve alternative za ostvarenje ciljnog dobitka, to su alternativa A i alternativa B.

Alternativa A – pokazuje da se ciljni minimalni, odnosno maksimalni bruto dobitak može ostvariti sa planiranim obimom proizvodnje i prodaje u prvoj varijanti planskog bilansa uspeha uz uslov da se planirane prodajne cene smanje za 2,67% za ostvarenje minimalnog dobitka, odnosno povećaju za 1,85% za ostvarenje maksimalnog dobitka, te da se tako uspostavljeni globalni paritet prodajnih i nabavnih cena održava tokom planske godine.

Alternativa B – pokazuje da se minimalni, odnosno maksimalni bruto dobitak može ostvariti ako se smanji fizički obim proizvodnje i prodaje i to za 13,35% za ostvarenje minimalnog dobitka, odnosno poveća za 9,27% za ostvarenje maksimalnog dobitka u odnosu na planirani u prvoj varijanti planskog bilansa uspeha i da uz to ostane nepromenjen globalni paritet prodajnih i nabavnih cena koji je predviđen prvom varijantom planskog bilansa uspeha.

4.4. KONAČNA VARJANTA PLANSKOG BILANSA USPEHA

Na osnovu podataka iz proračuna o mogućnosti ostvarenja potrebnog minimalnog, odnosno maksimalnog dobitka utvrđuje se konačna varijanta planskog bilansa uspeha i to korekcijom određenih pozicija iz prve varijante planskog bilansa uspeha. Pri tome, ovde treba imati u vidu nekoliko značajnih momenata:

- Prihodi od prodaje koriguju se naviše po osnovu usvojenog pomeranja globalnog pariteta prodajnih i nabavnih cena u korist prodajnih cena.
- Fiksni i pretežno fiksni rashodi, kao i rashodi finansiranja, ostaju nepromenjeni.
- Marža pokrića se utvrđuje kao razlika između prihoda od prodaje i varijabilnih rashoda.
- Poslovni dobitak predstavlja razliku između marže pokrića i fiksnih i pretežno fiksnih rashoda.
- Bruto finansijski dobitak je razlika između poslovnog dobitka i neto rashoda finansiranja.
- Bruto finansijski dobitak se koriguje „naviše" za rashode koje poresko zakonodavstvo ne priznaje za rashode i „naniže" za poreske olakšice, te se tako utvrđuje poreska osnovica.

- Na poresku osnovicu primenjuju se poreske stope i tako se utvrđuju planirani porezi iz finansijskog rezultata.
- Kada se od bruto finansijskog dobitka odbiju porezi iz finansijskog rezultata, dobija se dobitak.

Primer konačne varjante planskog bilansa uspeha

Pod pretpostavkom da je u posmatranom primeru uprava preduzeća odlučila da se u konačnoj varijanti planskog bilansa uspeha izvrši pomeranje planiranog globalnog pariteta prodajnih i nabavnih cena u korist prodajnih za 3,16% onda će konačna varijanta planskog bilansa kako sledi.

R.B.	Naziv pozicije	IZNOS u evrima
1.	*Planirani prihodi od prodaje*	14.599.500[1]
2.	Varijabilni rashodi	12.000.000
3.	Marža pokrića (1 – 2)	2.599.500
4.	Rashodi perioda bez kamata	1.500.000
5.	Neto rashodi finansiranja	500.000
6.	Porezi iz rezultata	50.600
7.	Poslovni dobitak (3 – 4)	1.099.500
8.	Bruto finansijski dobitak (7 – 5)	599.500
9.	Neto dobitak (8 – 6)	548.900
10.	Stopa marže pokrića (3/1x100)	17,81%
11.	Potreban obim prodaje za ostvarenje neutralnog poslovnog rezultata (4/10x100)	8.422.234,70
12.	Potreban obim prodaje za ostvarenje neutralnog bruto finansijskog rezultata (4+5/10x100)	11.229.646,27

Treba se podsetiti da je u ovom primeru ciljni minimalni neto dobitak iznosio 479.510 evra dok je neto dobitak iz konačne varijante planskog bilansa uspeha za 69.390 evra veći od planiranog (548.900 evra – 479.510 evra = 69.390 evra). Razlog za pojavu ove razlike leži u činjenici što je za ostvarenje ciljnog minimalnog dobitka u alternativi A moguće smanjenje globalnog pariteta prodajnih i nabavnih cena za -2,67%.

1 Iznos od 14.599.500 evra se dobije kada se planirani prihodi pomnože sa potrebanim procentom pomeranja planiranog globalnog pariteta prodajnih i nabavnih cena u korist prodajnih, za ostvarenje minimalnog dobitka (-2,67%).

U navedenom primeru druge varijante planskog bilansa uspeha vidi se da je potrebno ostvariti 8.422.234,70 evra prihoda od prodaje radi postizanja neutralnog poslovnog rezultata što iznosi 57,69% planiranih prihoda (8.422.234,70/14.599.500 x 100). Sa druge strane, za ostvarivanje neutralnog bruto finansijskog rezultata potrebno je ostvariti 11.229.646,27 evra prihoda od prodaje što iznosi 76,92% planiranih prihoda (11.229.646,27/14.599.500 x 100).

Ako se uporedi konačna varijanta i prva varijanta planskog bilansa uspeha, onda se može konstatovati sledeće:

(a) Donja tačka ostvarenja neutralnog poslovnog rezultata pomerena je naviše, jer za ostvarenje neutralnog poslovnog dobitka po prvoj varijanti planskog bilansa uspeha bilo je potrebno ostvariti 50,00%[2] planiranih prihoda od prodaje, a po konačnoj varijanti planskog bilansa uspeha 57,69%.

(b) Donja tačka ostvarenja neutralnog bruto finansijskog rezultata takođe je pomerena naviše, jer za ostvarenje neutralnog bruto finansijskog rezultata po prvoj varijanti planskog bilansa uspeha bilo je potrebno ostvariti 66,67%[3] planiranih prihoda od prodaje, a po konačnoj varijanti planskog bilansa uspeha 76,92%.

2 Iznos se dobija kada se pozicija 11 u prvoj varijanti planskog bilansa podeli sa pozicijom 1 i iznos iskaže u procentima.

3 Iznos se dobija kada se pozicija 12 u prvoj varijanti planskog bilansa podeli sa pozicijom 1 i iznos iskaže u procentima.

4.5. KONAČNA VARJANTA PLANSKOG BILANSA STANJA

Na osnovu prve varijante planskog bilansa stanja i planiranog neto dobitka iz konačne varijante planskog bilansa uspeha, dobija se konačna varijanta planskog bilansa stanja. Pri tome, zbir aktive najčešće ne odgovara zbiru pasive u konačnoj varijanti planskog bilansa stanja. Ako je zbir aktive veći od zbira pasive, to znači da postojeća razlika predstavlja neobezbeđene izvore finansiranja. Obrnuto, ako je zbir pasive veći od zbira aktive, to znači da postojeća razlika predstavlja višak sredstava.

Primer konačne varjante planskog bilansa stanja

U posmatranom primeru planskog bilansa stanja, uprava preduzeća je odlučila da izvrši sledeće korekcije:

(a) Povećati ulaganja u osnovna sredstva. Pored planiranih 25.000 evra menadžment je zbog povoljne situacija na tržištu odlučio da investira još 125.000 evra u novo postrojenje, pa je planirano povećanje stalne imovine za 150.000 evra.

(b) Zaključeno je da nije realno, niti potrebno, da se preduzeće dugoročno zaduži za celokupan planirani iznos, te je ovaj iznos umanjen za 500.000 evra.

(c) Smanjiti kratkoročne obaveze. Smatra se preambicioznim smanjenje ukupnih kratkoročnih obaveza za 480.000 evra već je ovaj iznos umanjen za 250.000 evra.

(d) Povećati kapital. Pored planirane dokapitalizacije od 150.000 evra neophodno je uvećati kapital i za iznos neto dobitka iz konačne varijante planskog bilansa uspeha u iznosu od 548.900 evra.

Sve ostale pozicije iz prve varijante planskog bilansa stanja ostale su nepromenjene. Imajući u vidu navedene odluke uprave preduzeća u konačnoj varijanti planskog bilansa stanja, u odnosu na njegovu prvu varijantu, doći će do promena sledećih pozicija:

(1) Stalna imovina 1.125.000evra = 975.000 evra + 25.000 evra + 125.000 evra

(2) Dugoročne obaveze 1.240.000 evra=1.025.000 evra + 715.000 evra – 500.000 evra

(3) Kratkoročne obaveze 2.170.000 evra=2.400.000 evra – 480.000 evra + 250.000 evra

(4) Kapital 1.648.900 evra = 950.000 evra + 150.000 evra + 548.900 evra.

Shodno navedenom, planski bilans stanja na kraju planske godine izgledaće kako sledi.

R.B.	Naziv pozicije	Stanje na početku planske godine 31.12 2010.	Iznos promene (5 – 3)	Stanje na kraju planske godine 31.12 2011.
1	2	3	4	5
1.	Stalna imovina	975.000	150.000	1.125.000
2.	Obrtna imovina	3.400.000	510.000	3.910.000
3.	Zalihe	1.500.000	187.500	1.687.500
4.	Kratkoročni plasmani	100.000	-	100.000
5.	Potraživanja od kupaca i avansa	1.050.000	202.500	1.252.500
6.	Gotovina	750.000	120.000	870.000
7.	Slobodna sredstva	-	23.900	23.900
	AKTIVA (1 – 2)	4.375.000	683.900	5.058.900
1.	Kapital	950.000	698.900	1.648.900
2.	Dugoročne obaveze	1.025.000	215.000	1.240.000
3.	Kratkoročne obaveze	2.400.000	(230.000)	2.170.000
4.	Obaveze prema dobavljačima	1.600.000	(84.000)	1.516.000
5	Obaveze za LD	150.000	(21.000)	129.000
6.	Ostale obaveze	650.000	(125.000)	525.000
	PASIVA (1 – 3)	4.375.000	683.900	5.058.900

Nakon svih opisanih aktivnosti u cilju dobijanja konačnih varijanti planskog bilansa uspeha i planskog bilansa stanja, na kraju se nameće i potreba sagledavanja finansijske stabilnosti preduzeća, i to na kraju planske godine u odnosu na finansijsku stabilnost krajem prethodne godine.

R.B.	Naziv pozicije	Stanje na početku planske godine	Stanje na kraju planske godine
1	2	3	4
1.	Stalna imovina	975.000	1.125.000
2.	Zalihe	1.500.000	1.687.500
	I. DUGOROČNO VEZANA IMOVINA /SREDSTVA/(1 + 2)	2.475.000	2.812.500
3.	Kapital	950.000	1.648.900
4.	Dugoročne obaveze	1.025.000	1.290.000
	II. TRAJNI I DUGOROČNI KAPITAL /IZVORI/ (3 + 4)	1.975.000	2.888.900
	Koeficijent finansijske stabilnosti KFS (II/I)	0,80	1,03

Po konačnoj varijanti planskog bilansa stanja koeficijent finansijske stabilnosti (KFS) iznosi 1,03 što je više od 1, tako da se finansijska stabilnost preduzeća može oceniti kao dobra jer su u oblasti dugoročnog finansiranja stvoreni ne samo uslovi, već i sigurnost za održavanje likvidnosti preduzeća. Drugim rečima, obezbeđena je sigurnost u održavanju likvidnosti preduzeća jer su dugoročno vezana sredstva manja od planiranog sopstvenog kapitala i dugoročnih obaveza za 76.400 evra, odnosno za 2,65%.

Sledstveno navedenom, može se zaključiti da planski bilans stanja obećava znatno poboljšanje finansijske stabilnosti preduzeća, a time i bolje uslove u oblasti dugoročnog finansiranja za održavanje platežne sposobnosti preduzeća.

Nakon sastavljanja konačne varijante planskog bilansa uspeha i planskog bilansa stanja, pristupa se kvantifikovanju poslovnog, finansijskog i ukupnog rizika poslovanja (levridža) i određuje se tačka indiferencije finansiranja.

4.6. ANALIZA LEVRIDŽA

Pojam rizika odnosi se na manju ili veću neizvesnost vezano za očekivani ishod poslovne aktivnosti preduzeća. Međutim, treba razlikovati dve osnovne vrste rizika (G.Knežević, 2007):

- poslovni rizik je vezan za samu delatnost preduzeća, i determinišu ga neizvesnosti vezane za očekivani poslovni dobitak. Okosnicu ovog rizika čine fiksni troškovi koji ostaju kruti (neelastični) na kratkoročne oscilacije u obimu poslovne aktivnosti.
- finansijski rizik je vezan za poslovanje preduzeća gde mogu nastati potencijalni novčani gubici, koji direktno utiču na neizvesnost budućeg neto dobitka. Okosnicu ovog rizika čine fiksni rashodi finansiranja koji se ne mogu prilagoditi kratkoročnim oscilacijama poslovnog dobitka.

Preduzeće koje angažuje obe pomenute vrste fiksnih troškova (*poslovne i finansijske*) izlaže se dvostrukom riziku – poslovnom i finansijskom, pri čemu se njihovo kombinovano delovanje naziva kombinovani rizik.

Izloženost preduzeća navedenim rizicima, pretpostavlja postojanje adekvatne metode za merenje i kvantitativno izražavanje rizika. Jedna od takvih metoda je levridž (*leverage*).

Pomoću metode levridža, pokušavaju se oceniti efekti poslovanja uz prisustvo tzv. konstantnih faktora, tj. fiksnih troškova - rashoda. Analogno navedenom, može se govoriti o sledećem: *poslovnom, finansijskom i kombinovanom levridžu.*

- Poslovni levridž se meri pomoću faktora poslovnog rizika koji pokazuje promene poslovnog dobitka u odnosu na promene prihoda od prodaje, i to u smislu sledećeg: svako povećanje obima prodaje izaziva još veće povećanje dobitka. Pri tome, važi i obrnuto.
- Finansijski levridž – meri se pomoću faktora finansijskog rizika koji pokazuje promene neto-dobitka u odnosu na poslovni dobitak, i to u smislu sledećeg: svako povećanje poslovnog dobitka izaziva još veće povećanje neto-dobitka. Pri tome, važi i obrnuto.
- Kombinovani (složeni) levridž – meri se pomoću faktora kombinovanog levridža koji pokazuje dejstvo ukupnog rizika (poslovnog i finansijskog), i to u smislu sledećeg: svako povećanje obima prodaje direktno utiče na povećanje neto-dobitka i stope prinosa na sopstvena poslovna sredstva. Pri tome, važi i obrnuto.

4.6.1. POSLOVNI LEVRIDŽ

Poslovni levridž odražava stepen neizvesnosti vezano za ostvarivanje poslovnog dobitka kao prinosa na ukupna poslovna sredstva. (I. Terzić i M. Milojević, 2013)

- Suština poslovnog levridža ogleda se u sledećem, ako preduzeće ima više fiksne troškove onda je više izloženo riziku da u slučaju pada obima prodaje ne pokrije iz prihoda te fiksne troškove, odnosno postoji rizik da preduzeće posluje sa gubitkom.
- Poslovni levridž se meri i iskazuje preko faktora poslovnog rizika (levridža), koji pokazuje promene poslovnog dobitka u odnosu na promene prihoda od realizacije. Faktor poslovnog levridža može se izračunati preko sledeće jednostavne formule:

$$\text{Faktor poslovnog levridža} = \frac{\text{\% (procenat) promene poslovnog dobitka}}{\text{\% (procenat) promene obima prodaje}}$$

Navedeni faktor pokazuje kako promena obima prodaje za određeni procentualni iznos utiče na procentualnu promenu poslovnog dobitka.

Primer poslovnog levridža

R.B.	Naziv pozicije	POČETNO STANJE (u evrima)	Povećanje obima prodaje za 10% (u evrima)	Smanjenje obima prodaje za 10% (u evrima)
1.	Prihodi od prodaje (1.000 x 15.000)	15.000.000	16.500.000	13.500.000
2.	Varijabilni troškovi (800 x 15.000)	12.000.000	13.200.000	10.800.000
3.	Marginalni dobitak (1 - 2)	3.000.000	3.300.000	2.700.000
4.	Fiksni troškovi	1.500.000	1.500.000	1.500.000
5.	Poslovni dobitak (3 - 4)	1.500.000	1.800.000	1.200.000
	Faktor poslovnog levridža: FPL = 3.000.000 / 1.500.000 = 2			

Faktor poslovnog levridža iznosi 2, što znači da povećanje (smanjenje) obima prodaje (u %) dovodi do dvostrukog povećanja (smanjenja) poslovnog dobitka (u %).

Povećanje obima prodaje za 10% (sa 15.000.000 evra na 16.500.000 evra) dovodi do povećanja poslovnog dobitka za 20% (sa 1.500.000 evra na 1.800.000 evra).

Smanjenje obima prodaje za 10% (sa 15.000.000 evra na 13.500.000 evra) dovodi do smanjenja poslovnog dobitka za 20% (sa 1.500.000 evra na 1.200.000 evra).

Objašnjenje ovakvog dejstva faktora poslovnog levridža nalazi se u fiksnim troškovima koji su u masi troškova „kruti" (neelastični) na promene volumena poslovne aktivnosti preduzeća.

Takođe, faktor poslovnog levridža se može utvrditi i na drugi način, odnosno pomoću sledeće jednostavne formule:

$$\text{Faktor poslovnog levridža} = \frac{N\,(p\text{-}v)}{N(p - v) - F}$$

Gde je:

N – broj jedinica proizvoda u postojećem obimu prodaje

p – prodajna cena po jedinici proizvoda

v – prosečni varijabilni troškovi

F – fiksni troškovi perioda

Posmatrano u čistom finansijskom smislu, brojilac navedene formule označava tzv. kontribucionu maržu (marginalni dobitak), dok je u imeniocu taj dobitak umanjen za iznos fiksnih troškova što je jednako poslovnom dobitku za postojeći obim prodaje

To znači da faktor poslovnog levridža odražava odnos između marže pokrića (marginalnog dobitka) za dati obim prodaje i poslovnog dobitka koji je na tom obimu prodaje ostvaren. Shodno tome, faktor poslovnog levridža se utvrđuje kao njihov količnik, što se vidi iz sledećih formula:

$$\text{Faktor poslovnog levridža} = \frac{\text{Marža pokrića (marginalni dobitak)}}{\text{Poslovni dobitak}}$$

$$\text{Faktor poslovnog levridža} = \frac{\text{\% (procenat) promene poslovnog dobitka}}{\text{\% (procenat) promene marže pokrića}}$$

Imajući u vidu navedene formule, vidi se da faktor poslovnog levridža pokazuje koliko svaki procenat promene marže pokrića izaziva procentualnu promenu poslovnog dobitka.

Primer poslovnog levridža

Faktor poslovnog levridža na osnovu podataka iz posmatranog hipotetičkog primera prve i konačne varijante planskog bilansa uspeha izgleda ovako:

R.B.	Naziv pozicije	Planski bilans uspeha		
		I varijanta (u evrima)	Konačna varijanta (u evrima)	% promene
1.	Marža pokrića	3.000.000	2.599.500	(13,35)
2.	Poslovni dobitak	1.500.000	1.099.500	(26,70)
3.	Faktor poslovnog levridža (1 / 2)	2,00	2,36	-

Navedeni podaci pokazuju kakav je faktor poslovnog levridža. Vidi se da on u prvoj varijanti planskog bilansa uspeha iznosi 25, dok u drugoj varijanti iznosi 2,36. To znači da ako se iz bilo kog razloga marža pokrića smanji za 1% onda će se poslovni dobitak po prvoj varijanti planskog bilansa uspeha smanjiti za 2% a po konačnoj varijanti za 2,37 %. Obrnuto, ako se marža pokrića poveća za 1 % onda će se poslovni dobitak po prvoj varijanti planskog bilansa uspeha povećati za 2 % a po konačnoj varijanti za 2,36%. Dakle, iznos faktora poslovnog levridža je multiplikator procenta promene marže pokrića čiji umnožak daje procenat promene poslovnog dobitka.

U kontekstu navedenog, treba istaći da se identičan rezultat dobija i primenom obrasca koji je prethodno naveden, odnosno:

$$\text{Faktor poslovnog levridža} = \frac{\text{\% (procenat) promene poslovnog dobitka}}{\text{\% (procenat) promene marže pokrića}} = \frac{13{,}35}{26{,}70} = 2{,}00$$

Na osnovu do sada navedenog, proizlazi zaključak da je finansijska struktura preduzeća neposredno uslovljena intenzitetom dejstva poslovnog levridža. Naime, visok faktor poslovnog leveridža ukazuje na situaciju u kojoj se značajnije fluktuacije poslovnog dobitka mogu ostvariti na bazi relativno malih promena u obimu prodaje, što ujedno predstavlja i srazmerno visok stepen poslovnog rizika. U takvim uslovima, finansiranje iz dugova postaje veoma riskantno i to iz najmanje dva razloga: (1) zbog većeg nepoverenja poverilaca u zarađivačku snagu preduzeća, i (2) zbog povećane neizvesnosti da će nepovoljne fluktuacije poslovnih rezultata dovesti preduzeće u stanje nesolventnosti.

4.6.2. FINANSIJSKI LEVRIDŽ

Finansijski levridž odražava stepen neizvesnosti vezano za ostvarivanje neto dobitka kao prinosa na sopstvena poslovna sredstva.

Suština finansijskog leveridža ogleda se u sledećem: ako je pozajmljeni kapital veći i ako su fiksni rashodi koje on iziskuje visoki, onda postoji veći rizik da preduzeće svojim redovnim poslovanjem neće biti u stanju da pokriva te fiksne rashode finansiranja. Analogno tome, veličina finansijskog rizika (levridža) zavisi od stepena kojim su fiksni rashodi na ime kamata pokriveni iz poslovnog dobitka.

Finansijski levridž meri se preko faktora finansijskog rizika (levridža) koji pokazuje promene neto-dobitka u odnosu na promene poslovnog dobitka. Faktor poslovnog levridža može se izračunati pomoću sledeće jednostavne formule:

$$\text{Faktor finansijskog levridža} = \frac{\%\text{ (procenat) povećanja neto dobitka}}{\%\text{ (procenat) povećanja poslovnog dobitka}} \qquad (1)$$

Primer finansijskog levridža

R.B.	Naziv pozicije	POČETNO STANJE (u evrima)	Povećanje poslovnog dobitka za 10 % (u evrima)	Smanjenje poslovnog dobitka za 10 % (u evrima)
1.	Poslovni dobitak	1.500.000	1.650.000	1.350.000
2.	Kamate (10%)[4]	600.000	600.000	600.000
3.	Neto dobitak (1 - 2)	900.000	1.050.000	750.000
4.	Stopa prinosa na ukupna poslovna sredstva	10%	12%	8%
5.	Stopa prinosa na sopstvena poslovna sredstva	10%	13,3%	6,6%
	Faktor finansijskog levridža: FFL = 1.500.000 / 900.000 = 1,66			

Faktor finansijskog levridža iznosi 1,66 što znači da će povećanje (smanjenje) poslovnog dobitka (u %) dovesti do 1,66 puta povećanja (smanjenja) neto-dobitka (u %).

4 Iznos od 600.000 evra je uzet za potrebe izračunavanja finansijskog levridža. Prosečna kamatna stopa koju preduzeće plaća iznosi 10%.

Povećanje poslovnog dobitka za 10% (sa 1.500.000 evra na 1.650.000 evra) dovodi do povećanja neto-dobitka za 16,67 % (sa 900.000 evra na 1.050.000 evra).
Smanjenje poslovnog dobitka za 10% (sa 1.500.000 evra na 1.350.000 evra) dovodi do smanjenja neto-dobitka za 16,67% (sa 900.000 evra na 750.000 evra).
Objašnjenje ovakvog dejstva faktora finansijskog levridža nalazi se u prisustvu fiksnih rashoda finansiranja (kamata na pozajmljeni kapital).

Pozitivno i negativno dejstvo finansijskog levridža se može prikazati na sledeći način:

Pozitivno dejstvo	Negativno dejstvo
Preduzeću odgovara da koristi pozajmljene izvore finansiranja u slučajevima kada je plaćena kamata na kredite niža (10%) od stope prinosa na ukupna poslovna sredstva preduzeća (12%). Posledica pozitivnog dejstva finansijskog levridža na rentabilnost sopstvenog kapitala (tzv. pozitivni efekti finansiranja), jer je stopa prinosa na sopstvena poslovna sredstva (13,3%) veća od stope prinosa na ukupna poslovna sredstva (12%).	Preduzeću ne odgovara da koristi pozajmljene izvore sredstava u slučajevima kada je plaćena kamata na kredite viša (10%) od stope prinosa na ukupna poslovna sredstva preduzeća (8%). Posledica negativnog dejstva finansijskog levridža na rentabilnost sopstvenog kapitala (tzv. negativni efekti finansiranja), jer je stopa prinosa na sopstvena poslovna sredstva (6,6%) niža od stope prinosa na ukupna poslovna sredstva (8%).

Faktor finansijskog levridža može se utvrditi i iz sledećih formula:

$$\text{Koeficijent finansijskog levridža} = \frac{\text{Poslovni rezultat}}{\text{Bruto finansijski rezultat}} \quad (2)$$

$$\text{Koeficijent finansijskog levridža} = \frac{\%\ \Delta \text{ bruto finansijskog rezultata}}{\%\ \Delta \text{ poslovnog rezultata}} \quad (3)$$

Finansijski levridž utvrđen na bazi navedenih formula pokazuje koliko se puta brže menja bruto finansijski rezultat kada se poslovni rezultat promeni za 1%. Pri tome, važi pravilo što se bruto finansijski rezultat brže menja u odnosu na poslovni rezultat utoliko je veći rizik smanjenja bruto finansijskog rezultata na nulu, pa čak i ispod nule.

Zbog toga, interes svakog preduzeća je da faktor finansijskog rizika bude što niži. Analogno tome, preduzeće mora stalno da podstiče sve faktore koji deluju na smanjenje finansijskog rizika i da istovremeno suzbija sve faktore koji ga povećavaju, kako bi faktor finansijskog rizika (levridža) bio što niži, odnosno težio jedinici.

Primer finansijskog levridža

Imajući u vidu navedene formule, vidi se da faktor finansijskog levridža pokazuje koliko svaki procenat promene poslovnog rezultata izaziva procentualnu promenu bruto finansijskog rezultata. Shodno tome, faktor finansijskog levridža na osnovu podataka iz našeg hipotetičkog primera prve i konačne varijante planskog bilansa uspeha izgleda ovako:

R.B.	Naziv pozicije	Planski bilans uspeha		
		I varijanta (u evrima)	Konačna varijanta (u evrima)	% promene
1.	Poslovni dobitak	1.500.000	1.099.500	(26,70%)
2.	Bruto fin. rezultat	1.000.000	599.500	(40,05)
3.	Faktor finansijskog levridža (1 / 2)	1,5	1,83	-

Navedeni podaci pokazuju kakav je faktor finansijskog levridža. Vidi se da on u prvoj varijanti planskog bilansa uspeha iznosi 1,5 dok u konačnoj varijanti iznosi 1,83. To znači da ako se iz bilo kog razloga poslovni dobitak smanji za 1% onda će se bruto finansijski dobitak po prvoj varijanti planskog bilansa uspeha smanjiti za 1,5% a po konačnoj varijanti za 1,83%. Obrnuto, ako se poslovni dobitak poveća za 1% onda će se bruto finansijski dobitak po prvoj varijanti planskog bilansa uspeha povećati za 1,5% a po konačnoj varijanti za 1,83%. Dakle, iznos faktora finansijskog levridža je multiplikator procenta promene poslovnog dobitka čiji umnožak daje procenat promene bruto finansijskog rezultata.

U kontekstu navedenog, treba istaći da se identičan rezultat dobija i primenom obrasca koji smo prethodno naveli, odnosno:

$$\text{Faktor poslovnog levridža} = \frac{\%\text{ promene bruto finansijskog rezultata}}{\%\text{ promene poslovnog rezulata}} = \frac{40{,}05}{26{,}70} = 1{,}5$$

Težnja svakog preduzeća jeste da se eliminiše uticaj rizika na osvarenje bruto finansijskog dobitka. Ovo je moguće ostvariti samo pod uslovom ako se preduzeće finansira iz vlastitog kapitala, kao i iz autonomnih izvora. Angažujući sopstveni kapital u procesu reprodukcije i izmirujući autonomne obaveze u roku dospeća, preduzeće ne stvara troškove finansiranja tako da je njegov bruto finansijski dobitak (poslovni dobitak minus rashodi finansiranja) jednak poslovnom dobitku (marža pokrića minus rashodi perioda bez kamata). Imajući u vidu činjenicu da je u privrednoj praksi veoma teško izbeći neto rashode finansiranja, onda je razumna težnja svakog preduzeća da iste svede na minimum i time umanji faktor finansijskog rizika (levridža).

4.6.3. SLOŽENI LEVRIDŽ

Složeni (kombinovani) levridž nastaje kao rezultat dejstva poslovnog i finansijskog levridža. Zbog toga, složeni levridž predstavlja sveukupan rizik pred kojim se nalazi preduzeće.

Efekat kombinovanog (složenog) levridža izražava se u vidu odgovarajućeg koeficijenta ili faktora koji se naziva faktor kombinovanog ili složenog levridža, a koji je jednak proizvodu poslovnog levridža i finansijskog levridža, što se izražava sledećom formulom:

Faktor kombinovanog levridža = Faktor poslovnog levridža x Faktor finansijskog levridža

Faktor kombinovanog levridža odražava izloženost preduzeća ukupnom (totalnom) riziku, s obzirom na to da se ostvarenje budućeg neto dobitka i prinosa na sopstvena sredstva dovodi u direktnu međuzavisnost sa mogućim promenama u obimu prodaje i promenama prihoda od prodaje.

Primer finansijskog levridža

R.B.	Naziv pozicije	POČETNO STANJE (u evrima)	Povećanje obima prodaje za 10 % (u evrima)	Smanjenje obima prodaje za 10 % (u evrima)
1.	Prihodi od prodaje	15.000.000	16.500.000	13.500.000
2.	Varijabilni troškovi	12.000.000	13.200.000	10.800.000
3.	Marginalni dobitak (1 - 2)	3.000.000	3.300.000	2.700.000
4.	Fiksni troškovi	1.500.000	1.500.000	1.500.000
5.	Poslovni dobitak (3 - 4)	1.500.000	1.800.000	1.200.000
6.	Kamate (13%)	975.000	975.000	975.000
7.	Neto dobitak (5 - 6)	525.000	825.000	225.000
8.	Stopa prinosa na sopstvena sredstva	19%	27%	11%
9.	% povećanja (smanjenja) neto dobitka i stope prinosa na sopstvena sredstva		57,14%	(57,14%)

$$\text{Faktor poslovnog levridža} = \frac{\%\ \Delta \text{ poslovnog dobitka}}{\%\ \Delta \text{ obima prodaje}} = \frac{20\%}{10\%} = 2{,}00$$

$$\text{Faktor finansijskog levridža} = \frac{\%\ \text{rasta neto dobitka}}{\%\ \text{rasta poslovnog dobitka}} = \frac{57{,}14\%}{20\%} = 2{,}86$$

Faktor kombinovanog levridža = Faktor poslovnog leveridža x Faktor finansijskog leveridža = 2,00 x 2,86 = 5,72

Na osnovu prethodnih podataka iz tabele i dobijenih rezultata, jasno se vidi da faktor kombinovanog (složenog) levridža iznosi 5,72 (kao proizvod poslovnog i finansijskog levridža).

Procentualno povećanje obima prodaje prouzrokuje 5,72 puta veće procentualno povećanje neto dobitka i stope prinosa na sopstvena sredstva. Procentualno smanjenje obima prodaje prouzrokuje 5,72 puta manje procentualno smanjenje neto dobitka i stope prinosa na sopstvena sredstva.

Kada je u pitanju povećanje obima prodaje za 10% (sa 15.000.000 evra na 16.500.000 evra) to ima za posledicu povećanje neto dobitka za 57,14% (sa 525.000 evra na 825.000 evra). Istovremeno se stopa prinosa na sopstvena sredstva povećava sa 19% na 27%.

Kada je u pitanju smanjenje obima prodaje za 10% (sa 15.000.000 evra na 13.500.000 evra) to ima za posledicu smanjenje neto dobitka za 57,14% (sa 525.000 evra na 225.000 evra). Istovremeno se stopa prinosa na sopstvena sredstva smanjuje sa 19% na 11%.

R.B.	Naziv pozicije	Planski bilans uspeha (u evrima)	
		I varijanta	Konačna varijanta
1.	Marža pokrića	3.000.000	2.599.500
2.	Poslovni dobitak	1.500.000	1.099.500
3.	Bruto dobitak	1.000.000	599.500
4.	Faktor poslovnog levridža (1 / 2)	2,00	2,36
5.	Faktor finansijskog levridža (2 / 3)	1,5	1,83
6.	Faktor složenog levridža (1 /3) ili (4 x 5)[5]	3,00	4,31

Faktor složenog levridža se kvantitativno može izraziti ne samo kao umnožak poslovnog i finansijskog levridža već i kao odnos marže pokrića i bruto finansijskog dobitka.

Konačna varijanta planskog bilansa uspeha daje veći složeni (ukupni) levridž. Razlog za to jeste što se pri ispitivanju mogućnosti ostvarenja ciljnog dobitka došlo do zaključka da se prihodi od prodaje mogu povećati po osnovu povećanja prodajnih cena, odnosno pomeranjem globalnog pariteta nabavnih i prodajnih cena u korist prodajnih.

Ako preduzeće ima visok faktor složenog levridža, to znači da je struktura imovine izrazito pomerena ka stalnoj imovini, odnosno osnovnim sredstvima pa je visoka amortizacija, zbog čega su visoki i rashodi perioda. Takvo preduzeće ne može sebi dozvoliti veće rashode finansiranja, već ukupan (složeni) levridž može smanjiti jedino ako smanji rashode finansiranja, a to se može ostvariti samo pomeranjem strukture kapitala u korist sopstvenog kapitala. Tada će preduzeće imati nizak faktor finansijskog levridža zbog čega će i faktor složenog levridža biti prihvatljiv.

5 Razlika u visini iskazanog složenog (kombinovanog) levridža u prvom u odnosu na drugi primer potiče iz razloga jer smo u prvom pretpostavili da su troškovi kamate 950.000 evra (prosečna kamatna stopa na godišnjem nivou je 13%). Razlog iz kojeg je učinjena ova pretpostavka je da se ukaže na dejstvo levridža.

Ako preduzeće ima nizak faktor složenog levridža, to znači da je struktura imovine pomerena ka obrtnoj imovini pa je niska amortizacija, zbog čega su niski i rashodi perioda. Takvo preduzeće može sebi dozvoliti veće rashode finansiranja a time i veći faktor finansijskog levridža pomerajući tako strukturu kapitala ka pozajmljenom kapitalu. Tada će preduzeće imati prihvatljiv faktor složenog levridža zahvaljujući niskom faktoru poslovnog levridža.

4.7. PLAN NOVČANIH TOKOVA

Izveštaj o novčanim tokovima prikazuje prilive i odlive gotovine koji su klasifikovani prema osnovnim aktivnostima u preduzeću – poslovne, investicione i finansijske aktivnosti.

Novačni tokovi smatraju se krvotokom jednog preduzeća.
Ciljevi sastavljanja izveštaja o novčanim tokovima sadržani su u obezbeđivanju informacija koje služe korisnicima da procene:

- Sposobnost preduzeća da generiše dovoljno novca kojim će finansirati svakodnevne poslovne aktivnosti,
- Sposobnost preduzeća da plaća glavnicu i kamatu po osnovama uzetih kredita i dividendi akcionarima, i
- Sposobnost preduzeća da raste i razvija se kroz dodatna ulaganja u nekretnine, postrojenja i opreme ili da prodaje dugoročna sredstva kako bi generisalo gotovinu.

[Izvor: Knežević , G. (2009) Analiza finansijskih izveštaja, Univerzitet Singidunum, Beograd]

Izrada plana novčanih tokova temelji se na svim ostalim (parcijalnim) planovima poslovne aktivnosti preduzeća koji na direktan ili indirektan način imaju uticaja na priliv ili odliv novčanih sredstava. (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011)

Plan novčanih tokova predstavlja sintezu podataka o ukupnim uplatama (prilivima) i isplatama (odlivima) novca u toku planskog perioda. Zbog toga, plan novčanih tokova predstavlja polaznu osnovu za racionalno upravljanje novčanim sredstvima preduzeća. Osnovni cilj planiranja novčanih tokova (priliva i odliva gotovine), jeste da se blagovremeno dobiju informacije o tome da li će se u određenom vremenskom periodu uspeti održati likvidnost preduzeća.

Prema svom karakteru, novčani tokovi se mogu grupisati na prilive i odlive novčanih sredstava koji potiču iz tri osnovne grupe aktivnosti preduzeća:

- Poslovne aktivnosti preduzeća - odnose se na njegovu glavnu delatnost, tj. primarno su usmerene na proizvodnju i prodaju proizvoda, robe i usluga. S toga, poslovne transakcije koje proizlaze iz ove aktivnosti utiču na stvaranje neto dobitka ili gubitka. Međutim, normalno je očekivati da će preduzeće iz poslovnih aktivnosti generisati pozitivne novčane tokove.
- Investicione aktivnosti preduzeća - odnose se na sve one transakcije koje su namenjene ostvarivanju budućeg dobitka i novčanih priliva. Radi sistematizacije, ove aktivnosti se mogu klasifikovati u dve grupe: ulaganja u dugotrajnu imovinu (stalna sredstva) i druga ulaganja.
- Finansijske aktivnosti preduzeća - predstavljaju aktivnosti koje imaju za posledicu promene veličine i sastava vlastitog kapitala (glavnice) i zajmova preduzeća. To su transakcije na sledećim relacijama: preduzeće - vlasnici i preduzeće – kreditori. Može se reći da finansijske aktivnosti preduzeća obuhvataju primanja novca od vlasnika (emisija akcija) kao i vraćanje novca vlasnicima na uloženu imovinu (dividende). Takođe, finansijske aktivnosti obuhvataju i zaduživanje preduzeća (krediti, emisija obveznica), i vraćanje dugova (ne uključujući isplatu kamata što ulazi u poslovne aktivnosti).

Osnovu za izradu i donošenje plana novčanih tokova u preduzeću čini plan prodaje iz kojeg proističu, pre svega, plan proizvodnje i plan troškova kao i ostali planovi u preduzeću. Plan novčanih tokova se izrađuje najčešće za period od 1 godine, a može se razrađivati i za kraće vremenske intervale.

Planiranje priliva i odliva gotovine može se vršiti pomoću dve metode (prikazane tabelom broj 5).

Tabela 5. Metode za izradu plana novčanih tokova

Bilansna metoda	Dinamička metoda
Zasniva se na bilansu uspeha (prihodima i rashodima), pri čemu priliv novca treba da odgovara prihodima, a odliv novca treba da odgovara rashodima (ne računajući u rashode amortizaciju). Međutim, dešava se da dođe do vremenskog nepodudaranja pomenutih kategorija, budući da se prihodi ne izjednačuju sa prilivom novca, niti se rashodi izjednačuju sa odlivom novca. Zbog vremenskog nesklada između prihoda i priliva, s jedne strane, i rashoda i odliva, s druge strane, dolazi do promene strukture u bilansu stanja, što bilansni metod planiranja novčanih tokova čini komplikovanim.	Planiranja novčanih tokova uspešno se primenjuje i zaduže i za kraće vremenske intervale. Kod ove metode se dinamički plan priliva i odliva novca (gotovine) razrađuje u tri sukcesivne etape, i to: 1) projektuju se primanja i izdavanja novca po različitim osnovama, pri čemu novčani tokovi vezani za redovno poslovanje čine osnovnu sadržinu tih projekcija. 2) konfrontiraju se sva primanja i izdavanja novca za željene vremenske intervale u cilju utvrđivanja deficita ili suficita novčanih sredstava u odnosu na minimalni tj. stalno potreban saldo gotovine. 3) donosi se plan finansiranja kojim se projektuje dinamika zaduživanja i otplata u zavisnosti od toga da li se radi o periodičnom deficitu ili suficitu novca (gotovine).

Tabelom broj 6 je prikazan izgled izveštaja o novčanim tokovima.

Tabela 6. Izveštaj o novčanim tokovima

Prilivi gotovine po osnovu	Odlivi gotovine po osnovu
Prodaje robe i usluga za gotovo Naplate potraživanja od kupaca Unovčenja hartija od vrednosti Emisije hartija od vrednosti Primljenih avansa od kupaca Naplate ostalih promptnih potraživanja Naplate potraživanja po dugoročnim i kratkoročnim plasmanima Pribavljanja novih kredita Gotovinskih uplata po osnovu povećanja kapitala	Obaveza prema dobavljačima Datih HoV i tr. u gotovini (npr. putni troškovi) Obaveza po osnovu poreza, doprinosa i drugih dažbina Obaveza za zarade zaposlenih Obaveze po osnovu kamata, dividendi i nakn. za uloge treć. lica Obaveze po osnovu glavnice za kratkoročne i dugoročne kredite Obaveze po osnovu novih kratkoročnih kredita i dugoročnih plasmana Otkupa sopstvenih akcija, prodatih obveznica i komercijalnih zapisa.

Može se zaključiti da je dinamička metoda planiranja priliva i odliva novca (gotovine) u praksi neuporedivo prihvatljivija u odnosu na bilansnu metodu, budući da se dinamička metoda može uspešno primeniti i za duže i za kraće vremenske intervale. U skladu sa tim, planiranje novčanih tokova može se u okviru poslovne godine vršiti i po kvartalima i po mesecima.

Primer planskog bilansa novčanih tokova

R.B.	Naziv pozicije	IZNOS u evrima
		150.000
	2. Neto dobitak	150.000
I.	Gotovina iz poslovne aktivnosti	300.000
	1. Ulaganja u osnovna sredstva	140.000
	2. Povećanje kratkoročnih potraživanja i plasmana	10.000
	3. Smanjenje zaliha	100.000
II.	Gotovinski tok investicione aktivnosti – neto odliv (1+2-3)	(50.000)
	1. Smanjenje kratkoročnih obaveza	200.000
III.	Gotovinski tok iz finansijske aktivnosti – neto odliv	***(200.000)***
IV.	Neto gotovinski tok planske godine (I-II-III)	50.000
V.	Gotovina po bilansu otvaranja	30.000

Na osnovu prikazanih podataka vidi se da neto priliv gotovine po osnovu svih aktivnosti u toku planske godine iznosi 50.000 evra, a budući da je iznos gotovine na početku planske godine bio 30.000 evra, proizlazi da će gotovina na kraju planske godine biti 80.000 evra. Naravno, podrazumeva se da ovaj iznos gotovine mora biti iskazan i u planskom bilansu stanja na kraju planske godine. Pri tome, za preduzeće je najznačajnije to da ima pozitivan neto priliv gotovine iz poslovne aktivnosti, jer od toga zavisi i investiciona i finansijska aktivnost preduzeća.

4.8. PLAN DUGOROČNIH (KAPITALNIH) ULAGANJA

Plan dugoročnih ulaganja ima zadatak da kombinuje najbolje izvore dugoročnog kapitala i da ih alocira (usmeri) na one interne upotrebe koje će u najvećoj mogućoj meri doprinositi rentabilnosti preduzeća kao celine. Obuhvatnost definicije dugoročnih ulaganja u širem i užem smislu je prikazana tabelom broj 7.

Tabela 7. Obuhvatnost dugoročnog ulaganja

u širem smislu	u užem smislu
Dugoročno ulaganje je svako ulaganje sredstava čiji je rok imobilizacije (ponovno pretvaranje u novac) duži od godinu dana.	Dugoročnim ulaganjem se smatra ulaganje u osnovna sredstva, trajna obrtna sredstva i dugoročne plasmane.

Osnovna podela dugoročnih ulaganja je na:

- Ulaganja koja ostaju u granicama već instalisanih kapaciteta preduzeća;
- Ulaganja koja predstavljaju nove kapacitete preduzeća.

Planiranje dugoročnih ulaganja vezano je za dva ključna koncepta (što je prikazano tabelom broj 8):

- Kvantifikovanje efekata dugoročnih ulaganja;
- Ocena efikasnosti dugoročnih ulaganja.

Kvantifikovanje efekata dugoročnih ulaganja	Ocena efikasnosti dugoročnih ulaganja
Tradicionalno (računovodstveno) shvatanje, se bazira na tome da efekat dugoročnih ulaganja jeste prirast sopstvenih sredstava koji će se ostvariti u toku eksploatacije projekta.	reba da pruži odgovor na pitanje da li je ponuđeni investicioni projekat sa finansijskog aspekta prihvatljiv ili ne. Pri tome, ako je ponuđeno više investicionih projekata, onda se traži odgovor na pitanje koji je od ponuđenih projekata najprihvatljiviji.
Savremeno (finansijsko) shvatanje, se bazira na tome da efekat dugoročnih ulaganja predstavlja čisti novčani tok (neto novčani tok) koji se ostvaruje tokom eksploatacije projekta.	Metode koje se primenjuju za ocenu efikasnosti dugoročnih ulaganja sa finansijskog aspekta, dele se na dve grupe: statičke i dinamičke.

Da bi se kvantifikovao efekat dugoročnog ulaganja (po jednom ili drugom shvatanju), najpre treba odrediti vek trajanja (eksploatacije) investicionog projekta koji se izražava brojem godina. Za vek eksploatacije investicionog projekta najčešće se uzima broj godina trajanja opreme.	Statičke metode uzimaju podatke iz samo jedne (reperezentativne) godine veka eksploatacije investicionog projekta. Najveći značaj imaju dve metode: 1) Metoda povraćaja uloženog kapitala, i 2) Metoda računovodstvene stope prinosa.	Dinamičke metode uključuju u razmatranje celokupan vek eksploatacije projekta, pa su otuda daleko pouzdanije u oceni efikasnosti ulaganja. Najveći značaj imaju dve metode (M.Šekarić i L.Barjaktarović, 2012): 1) Metoda neto sadašnje vrednosti, i 2) Metoda interne stope prinosa.

U praksi se kombinuju oba koncepta kako bi se plan dugoročnih kapitalnih ulaganja uradio na što optimalniji način za poslovanje kompanije. U poglavljima koja slede biće više reči o samim metodama ocene efikasnosti dugoročnih ulaganja.

5. BIZNIS PLAN U FUNKCIJI FINANSIJSKOG ODLUČIVANJA

Biznis plan je pisani dokument kojim se detaljno opisuju predloženi novi poslovni poduhvat i predviđeni poslovni rezultati. Biznis plan je značajan za evaluaciju poslovnih ideja i efektivnu komunikaciju preduzeća sa poslovnim okruženjem. Biznis planom se potvrđuje ili opovrgava izvodljivost određene poslovne ideje. Otuda je suština biznis plana u strateškom razmišljanju u cilju opstanka i rasta preduzeća. On može biti namenjen samom preduzeću, njegovom užem i širem okruženju (lokalna samouprava, fiskalni organi, banke, dobavljači, kupci i sl.). Dve ključne namene biznis plana su da pomogne preduzeću u obezbeđivanju potrebnog kapitala i da olakša upravljanje rastom i razvojem preduzeća.

Izrada biznis plana je potrebna u sledećim prilikama:

- kod otvaranja potpuno nove firme,
- kod ulaganja u proširenje proizvodnje, otvaranje novih pogona, rekonstrukciju postojećih,
- kod uvođenja novih ili poboljšavanja postojećih proizvoda,
- kod traženja spoljnih partnera preduzeća,
- kod ulaganja u oživljavanje preduzeća koje se nalazi u teškoćama,
- kod pokretanja poslovnog poduhvata koje preduzeće nije u mogućnosti da samo finansira,
- kod pokretanja reorganizacije preduzeća,
- kod prodaje preduzeća ili nekog njegovog dela.

Osnovna svrha izrade biznis plana ogleda se u nekoliko ključnih momenata koji su prikazani tabelom broj 9 (kreirane na osnovu izvora M. Ivaniš, 2008).

Tabela 9. Osnovna svrha izrade biznis plana

Da se na bazi dobro pripremljenog biznis plana **obezbede** potrebna **investiciona sredstva** za pokretanje biznis ideje
Da se **u praksi** potpuno kristalizuje **poslovna ideja** menadžmenta i da se ona kao poslovni poduhvat **uspešno realizije**
Da se obezbedi relevantna **kontrola** poslovnih aktivnosti, gde biznis plan uvek podseća na kritične tačke poslovanja **i** služi kao **kompas za vođenje biznisa**
Da se **sagledaju** budući **pravci** poslovanja preduzeća, kao i da se **analiziraju** postignuti **rezultati**

Pošto biznis plan najčešće služi kao osnova za obezbeđenje potrebnih finansijskih sredstava kod potencijalnih investitora, odnosno kreditora, to je dominantno namenjen segmentu malih i srednjih preduzeća u cilju konkurisanja kod finansijskih institucija radi dobijanja kredita. Koristan biznis plan bi trebalo da obezbedi elemente prikazane tabelom broj 10 (kreirane na osnovu izvora M. Ivaniš, 2008).

Tabela 10. Korisnost biznis plana

Pruža dokaze o **tržišnoj orijentaciji** projekta koji je predmet biznis plana
Ukazuje na dokaze o **prihvatanju** konkretnog programa **od strane kupaca**
Precizno ukazuje na **finansijske performanse** projekta
Pruža **prognoze** i **projekcije** na bazi relevantnih pretpostavki

Jednom definisan biznis plan nije sastavljen za sva vremena. On je sačinjen za interno i eksterno okruženje i kada se faktori u okruženju bitno izmene, biznis plan treba korigovati u skladu sa nastalim promenama.

Biznis plan je značajan instrument upravljanja preduzećem, ali sam po sebi nije garant uspeha preduzeća, već samo pomaže menadžmentu preduzeća da pravilno usmeri svoje poslovne aktivnosti. On omogućava upravljanje poslovnim aktivnostima u preduzeću i upravljanje novim poslovnim poduhvatima, pa se iz tih razloga razlikuje od tzv. standardnog poslovnog plana (što je prikazano tabelom broj 11 kreirane na osnovu izvora M.Ivaniš, 2008).

Tabela 11. Osnovne razlike između biznis plana i standardnog poslovnog plana

Standardni plan	Biznis plan
Redovno se donosi	Vanredno se donosi
Vezan je za datume	Vezan je za vreme
Uključuje sve projekte u preduzeću	Uključuje samo nove projekte
Izrađuje ga planska služba u preduzeću	Izrađuje ga razvojna služba u preduzeću
Usmeren je ka unutrašnjem okruženju preduzeća	Usmeren je ka spoljašnjem okruženju preduzeća
Cilj je usklađivanje svih poslovnih aktivnosti preduzeća	Cilj je dobijanje potrebne podrške za nove projekte
Veoma je precizan i pouzdan	Manje je precizan i pouzdan
Ima jednokratna obeležja (nisu dozvoljene korekcije i izmene)	Ima kontinuelna obeležja (mogu se raditi korekcije i izmene)

Biznis plan je namenjen širokom krugu korisnika, kao što su: investitori, kreditori, „smeli" kapitalisti, dobavljači, potrošači, zaposleni, itd. (R. Avlijaš, 2010) Kako svaka grupa ovih korisnika ima različita očekivanja i interese, to biznis plan treba prilagoditi njihovim zahtevima i očekivanjima. Pošto svi navedeni potencijalni korisnici biznis plana nisu istovremeno u fokusu interesovanja podnosioca biznis plana, to se suština biznis plana treba prilagoditi zahtevima i očekivanjima glavnog korisnika biznis plana u datom trenutku, od koga se očekuje i glavna podrška u praktičnoj realizaciji biznis plana (npr. svrha biznis plana je obezbeđivanje kreditiranja nove investicije – fokusirati se na interes i dobijanje podrške od strane banke).

Tabela 12. Pitanja na koja treba obratiti pažnju u biznis planu u zavisnosti od korisnika

Korisnik	Pitanja koja treba naglasiti	Pitanja koja ne treba isticati
Bankari	Novčani tok Aktiva (sredstva) Stabilni rast	Brz rast Konkurentsko tržište
Investitori	Brzi rast Potencijalno veliko tržište Upravljački tim	Aktiva (sredstva)
Strateški partneri	Sinergija Zaštićeni proizvodi	Pospešivanje prodaje Aktiva (sredstva)
Veliki kupci	Stabilnost usluge	Brzi rast Konkurentsko tržište
Zaposleni	Sigurnost Mogućnosti	Tehnologija
Specijalisti za spajanja i pripajanja	Ranija ostvarenja	Projekcije budućnosti

[Izvor: R. Avlijaš (2010) Preduzetništvo, Univerzitet Singidunum, Beograd, str 122]

Osnovne karakteristike kvalitetnog biznis plana su (R. Avlijaš, 2010):

- razumljivost,
- relevantnost,
- opreznost,
- pouzdanost.

Razumljivost se odnosi na isticanje informacija u biznis planu na takav način da ih korisnici mogu razumeti, da tekst bude što čitljiviji, da se koriste što opštiji, a ne stručni termini.

Relevantnost se odnosi na iskazivanje informacija koje su značajne korisnicima i mogu uticati na donošenje odluka, dok nepotrebne informacije treba izostaviti.

Opreznost prilikom izrade biznis plana se ogleda u zahtevu da se nedoumice u projekcijama određenih veličina, kao što su cene, tržišno učešće, pojedini troškovi i sl. rešavaju izborom one varijante koja neće rezultirati lošijim finansijskim rezultatom.

Pouzdanost se odnosi na zahtev da se podaci projektuju na osnovu verodostojnih informacija. Na primer, pouzdana projekcija cene određenog inputa zahteva adekvatnu analizu tržišta, ili, normativi za proizvodnju proizvoda uslovljeni su kvalitetnom tehničko-tehnološkom analizom i sl.

Biznis plan je uvek vezan za određenu poslovnu ideju, formu njenog uobličavanja i valorizacije na tržištu. Uopšteno gledajući, mogu se razlikovati četiri ključna ili bazična segmenta biznis plana:

- **Izvršni rezime** biznis plana,
- **Marketing segment** biznis plana,
- **Proizvodni segment** biznis plana,
- **Finansijski segment** biznis plana.

U narednim poglavljima biće objašnjeni osnovni segmenti biznis plana.

5.1. IZVRŠNI REZIME BIZNIS PLANA

Izvršni rezime biznis plana predstavlja sažeti prikaz celine integralnog biznis plana u značajno skraćenoj verziji (1-3 strane), verziji koja atraktivnošću i jednostavnošću treba da skrene pažnju investitorima, kreditorima i drugim zainteresovanim korisnicima na očekivano ulaganje sredstava i očekivani prinos tj. profit. Od izvršnog rezimea biznis plana najviše zavisi da li će i koliko će se zainteresovati potencijalni investitori i kreditori za konkretnu biznis ideju. Šta više, od atraktivnosti izvršnog rezimea biznis plana zavisi i da li će potencijalni investitori i kreditori uopšte i pročitati integralni biznis plan, jer su oni obično pretrpani biznis planovima, zbog čega najčešće čitaju samo rezime biznis plana. Tek ako ih rezime u dovoljnoj meri zainteresuje i uveri u atraktivnost biznis ideje, onda čitaju i analiziraju celokupan integralni tekst biznis plana.

Loše izveden rezime biznis plana može da osujeti realizaciju i veoma dobre biznis ideje, jer ne obavlja svoju funkciju uvlačenja investitora i kreditora u podrobniju analizu problematike biznis ideje, ostavljajući takve biznis ideje bez finansijske podrške. Zbog toga rezime biznis plana i ima prefiks „izvršni„.

Izvršni rezime biznis plana treba da bude kratak i koncizan i mora da pruži jasne odgovore na pitanja: ***šta, kako, zašto i gde?*** vezano za osnovnu biznis ideju.

„Ako neko ne može da ti za manje od dva minuta objasni investiciju tako da je ti razumeš, onda ili ti ne shvataš, ili taj neko ne shvata, ili niko od vas ne shvata. Šta god da je u pitanju, najbolje je da se te investicije kloniš."

[Izvor: R. Kiosaki i Š.Lehter (2001) Vodič za investiranje, Finesa, Beograd]

Iako se po metodologiji izvršni rezime stavlja na prvo mesto, ovaj deo biznis plana se zapravo formira tek na kraju izrade biznis plana, s obzirom na to da predstavlja sažeti prikaz celine integralnog biznis plana, odnosno rekapitulaciju svih poglavlja koja su sadržana u biznis planu.

U rezimeu biznis plana daju se osnovni podaci o preduzeću, proizvodima ili uslugama koji su obuhvaćeni biznis planom, kraći rezultati marketing istraživanja i procena mogućnosti prodaje, osnovni podaci o potrebama za odvijanje proizvodnog procesa i načinu realizacije proizvodnje, kao i najkraći podaci o načinu organizovanja i upravljanja preduzećem. Rezime se najčešće završava osnovnim podacima vezanim za finansijski segment biznis plana sa predlogom potreba za finansiranjem biznis ideje opisane biznis planom.

Za preliminarnu ocenu podobnobnosti biznis ideje ili investicionog projekta rezime biznis plana se najčešće daje u formi obrazaca koji sadrže rekapitulirane odgovore na osnovna pitanja koja su detaljno obrađena biznis planom. Na primer, ovi podaci se mogu dati u formi pregleda dva osnovna segmenta: podaci o investitoru i podaci o biznis planu (što je prikazano tabelama broj 13 i 14 kreirane na osnovu izvora M. Ivaniš, 2008).

Tabela 13. Podaci o investitoru

1	Investitor	
2	Godina osnivanja preduzeća	
3	Adresa	
4	Vrsta svojine preduzeća	
5	Registracioni broj	
6	Matični broj	
7	Osnovna delatnost	
8	Poslovna banka	
9	Osnovna sredstva	Knjigovodstvena vrednost Realna tržišna vrednost
10	Broj zaposlenih radnika	
11	Poslovni bonitet	

Tabela 14. Podaci o biznis planu

1	Naziv biznis plana	
2	Lokacija projekta	
3	Cilj investicije	
4	Karakter investicije	
5	Dinamika realizacije biznis plan	Aktiviranje kredita Nabavka opreme Početak proizvodnje
6	Vek projekta	
7	Cene i pariteti	
8	Investicioni period	
9	Predračunska vrednost	
10	Izvori sredstava	
11	Efekti programa	
12	Kontakt osoba za biznis plan	

5.2. MARKETING SEGMENT BIZNIS PLANA

Marketing segment je jedan od najvažnijih delova biznis plana. On obuhvata analizu i procenu tržišta i na osnovu toga izveden plan prodaje konkretnih proizvoda i usluga koji su predmet razmatranja biznis plana. Marketing segment biznis plana najčešće mora da sadrži elemente i aktivnosti, koji su prikazani u tabeli 15.

Tabela 15. Delovi marketing segmenta biznis plana[6]

Elementi	Aktivnosti
Segmentacija tržišta i određivanje ciljnog tržišta	Istaći one segmente tržišta gde se očekuju najviši profitni prinosi.
Određivanje potencijalnih kupaca odnosno potencijalnog tržišta	Determinisanje ciljne grupe kupaca i profila kupaca za proizvode i usluge iz biznis plana.
Identifikovanje i opis konkurencije	Utvrđivanje prednosti i nedostataka najvažnijih konkurenata, njihovog tržišnog učešća, cena, kvaliteta proizvoda i usluga, prodajnih kanala, asortimana proizvoda, dizajna proizvoda, inovacija i finansijskog potencijala u cilju definisanja strategije za konkurentsku borbu.
Procena tržišnog udela na ciljnom tržištu	Ključni podatak jer određuje tržišne mogućnosti, tržišnu opravdanost i ujedno finansijsku opravdanost razmatranog poslovnog poduhvata iz biznis plana.
Određivanje prodajne cene proizvoda ili usluga	Određivanje finansijskog rezultata i ekonomske opravdanosti projekta. Moraju se imati u vidu troškovi proizvodnje, opšta politika cena, cene konkurenata, da li se planira prodaja na kredit (odloženo plaćanje).
Određivanje strategije prodaje	Kod definisanja strategije prodaje treba imati u vidu podatke o tržišnom udelu proizvoda ili usluga, potencijalnim kupcima, obimu i značaju konkurencije.

6 Tabela kreirana na osnovu podataka raspoloživih u udžbeniku M. Ivaniš (2008) Upravljanje finansijama, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 134-135.

5.3. PROIZVODNI SEGMENT BIZNIS PLANA

Proizvodni ili operativni segment biznis plana je obavezan i važan deo biznis plana koji pruža podatke o proizvodnim mogućnostima i potrebama za realizaciju planiranog poslovnog poduhvata iz biznis plana. Po redosledu dolazi iza plana marketinga, tj. kada su već utvrđene potrebe tržišta, vrši se projekcija zaliha gotovih proizvoda, utvrđuju raspoloživi proizvodni kapaciteti i na taj način dobijaju neophodni elementi za izradu plana proizvodnje.

Postoje određene razlike između proizvodnog i marketing sektora u preduzeću, koje treba adekvatno uskladiti kroz plan proizvodnje. Te razlike se ogledaju u različitim interesima ova dva sektora koji se moraju uzeti u obzir pri izradi biznis plana u cilju pronalaženja optimalnog kompromisnog rešenja konačne varijante biznis plana, varijante koja treba da odbaci najbolji finansijski rezultat.

Tabela 16. Razlike proizvodnog i marketing sektora[7]

Proizvodni sektor	Marketing sektor
Zbog jednostavnosti i ekonomičnosti insistira na trajnosti dizajna, manjem broju modela i standardnim komponentama	Zbog tržišnosti, zahteva fleksibilniji dizajn proizvoda, veći broj modela i poštovanje širokog spektra potrošačevih želja
Zahteva velike serije, standardne porudžbine i prosečnu kontrolu kvaliteta	Determinisanje ciljne grupe kupaca i profila kupaca za proizvode i usluge iz biznis plana.

7 Ibidem, str. 135.

Proizvodni segment biznis plana najčešće sadrži obavezne elemente koji su prikazani u tabeli 17.

Tabela 17. Obavezni elementi proizvodnog segmenta biznis plana[8]

Elementi	Opis
Lokacija proizvodnje	Makro i mikro lokacija
Potrebe proizvodnje	Opis tehnološkog procesa, specifikacija potrebne opreme, mašina i uređaja, odakle se nabavljaju (domaće tržište, uvoz), spisak postojeće i potrebne dodatne opreme
Definisanje potrebnih sirovina i materijala	Iz domaćih izvora, iz uvoza, mogućnost i način nabavke
Potrebna proizvodna radna snaga	Broj, kvalifikacija, specijalnosti, zvanja izvršilaca za realizaciju definisanog broja i kvaliteta proizvoda
Obezbeđenje kvaliteta i ekoloških standarda	Sistem kvaliteta ISO standarda, poseban deo koji se odnosi na ekologiju

5.4. FINANSIJSKI SEGMENT BIZNIS PLANA

Finansijski segment biznis plana predstavlja završni deo biznis plana, a sa aspekta finansija i najvažniji deo biznis plana preduzeća. U njemu se vrednosno tj. novčano sumiraju svi prethodni delovi biznis plana, odnosno relevantni podaci i njihovi rezultati. U ovom segmentu biznis plana se pre svega prezentuje koliko je finansijskih sredstava neophodno za realizaciju konkretnog poslovnog poduhvata iz tog biznis plana. Kao poslednji segment biznis plana, finansijski segment sintetizuje, objedinjuje i usklađuje sve naturalno iskazane materijalne planove iz prethodnih segmenata biznis plana uobličavajući ih u skladnu finansijsku celinu.

Na osnovu marketing i proizvodnog segmenta biznis plana, vrši se situaciona analiza (*postojeće stanje*) i projektna analiza (*buduće stanje*) relavantnih finansijskih činilaca, okolnosti i procesa kao osnova za utvrđivanje valjanog finansijskog plana koji će zadovoljiti potrebe realizacije biznis ideje.

Finansijski segment biznis plana mora dati odgovore na nekoliko najznačajnijih kompleksa pitanja, koji su prikazani tabelom broj 18.

8 Ibidem, str. 136.

Tabela 18. Pitanja na koje treba odgovoriti Finansijskim segmentom biznis plana[9]

Koliko je novca potrebno za realizaciju biznis ideje?
Koja j tačka rentabilnosti biznisa?
Kakav je planirani bilans stanja?
Kakav je planirani bilans uspeha?
Kakav je plan novčanih tokova?
Kakva su predviđanja profita?

Podaci koji su potrebni za finansijski segment biznis plana sadržani su u marketing i proizvodnom segmentu biznis plana, pri čemu se u finansijskom segmentu sumiraju i izražavaju novčano.

Tabela 19. Svrha finansijskog segmenta biznis plana[10]

Definiše se kolika će se finansijska sredstva dodatno tražiti od potencijalnih investitora ili kreditora
Vrši se proračun planiranih prihoda od prodaje i ostalih prihoda, materijalnih i nematerijalnih troškova poslovanja, amortizacije, plata zaposlenih...
Projektuje se planirani bilans stanja i planirani bilans uspeha
Na osnovu planiranog bilansa uspeha projektuju se tokovi gotovine i to: 1) Finansijski tok za ocenu likvidnosti i 2) Ekonomski tok za ocenu rentabilnosti poslovnog poduhvata.
Ocenjuje se valjanost i opravdanost razmatranog poslovnog poduhvata i opravdanost učešća u realizaciji konkretnog posla koji je predmet biznis plana
Kakva su predviđanja profita?

Nijedan od segmenata biznis plana, pojedinačno, nije dovoljan. Svi segmenti moraju biti urađeni da bi celokupan biznis plan bio kvalitetno, profesionalno i valjano struktuiran.

9 Tabela kreirana na osnovu podataka raspoloživih u udžbeniku M. Ivaniš M. (2008) Upravljanje finansijama, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 137.

10 Ibidem, str. 137-138.

Biznis planovi najčešće doživljavaju svoju reviziju (čak i više puta) od strane investitora ili kreditora kako bi se izbegli:

- suviše ambiciozno postavljeni ciljevi,
- nedovoljno jasno određeni elementi i značajne stavke u biznis planu,
- propusti u metodologiji pri izradi biznis plana.

Zbog navedenih razloga, u praksi se biznis planovi više puta koriguju i revidiraju pre nego što dođe do njihovog konačnog usvajanja ili odbijanja.

Sadržaj biznis planova nije strogo definisan. Uglavnom se najviše razlikuju po tome da li se odnose na male kompanije ili na velike korporacije.

Tendencija je da poslovne banke i velike korporacije izgrađuju sopstvene standarde za izradu biznis planova, kojih se treba pridržavati ako se želi obezbediti njihovo kreditno ili investiciono praćenje u realizaciji poslovne ideje prezentovane biznis planom.

Obim biznis planova se obično kreće od 30 do 60 štampanih strana sa konciznim i jasno napisanim svim elementima kvalitetnog biznis plana. Detaljna analiza biznis plana moguća je samo u njegovom finansijskom segmentu.

Biznis plan za mala preduzeća moguće je izraditi za 7 do 30 dana, a za velike korporacije u vremenu od 30 do 90 dana.

6. OSNOVI KONCEPTA VREMENSKE VREDNOSTI NOVCA

Na pitanje šta bi više voleo, 1.000 evra danas ili 1.000 evra za dve godine, svako bi odgovorio: „1.000 evra danas", zato što zdrav razum govori da ista količina novca danas vredi više nego sutra, a naročito više nego za dve godine, odnosno svi intuitivno znaju da postoji vremenska vrednost novca. Međutim, kada nema gotovog novca u rukama, a vrše se lična ili poslovna finansijska planiranja i projekcije, često se ovaj očigledni postulat zanemaruje, previđa ili zaboravlja, iako on uvek i dalje postoji. Zbog toga se u većini finansijskih odluka, i ličnih i poslovnih, mora uzimati u obzir vremenska vrednost novca. To je naročito izraženo pri izradi (prethodno opisanih) biznis planova i projekciji budućih novčanih tokova. Najčešće se koristi kamatna stopa da bi se izrazila vremenska vrednost novca, mada se u određenim projekcijama mogu koristiti i drugi parametri kao što su stopa inflacije, indeksi cena i slični referentni parametri.

Pošto je kamata dominantni parametar izračunavanja vremenske vrednosti novca, fokus će biti na njoj. U ovom kontekstu su značajne dve vrste kamata: prosta i složena. Prosta kamata je ona koja se plaća (ili obračunava) samo na prvobitni iznos ili glavnicu, uzetu (ili datu) u zajam. Složena kamata se plaća (ili obračunava) na sve ranije obračunate kamate, kao i na glavnicu uzetu (ili datu) u zajam. Koncept složene kamate je široko prihvaćen i služi za rešavanje širokog spektra praktičnih problema u finansijama. (M.Šekarić i L.Barjaktarović, 2012)

Činjenica je da niko nikada neće stvarno shvatiti finansije, ako ne zna šta je vremenska vrednost novca. U pogledu vremenske vrednosti novca postoje dva ključna koncepta: *buduća vrednost* i *sadašnja vrednost* koji ujedno čine i osnovu koncepta složene kamate. Buduća vrednost predstavlja vrednost sadašnjeg iznosa novca ili niza plaćanja u nekom budućem vremenu procenjenih po današnjoj kamatnoj stopi. Sadašnja vrednost je današnja vrednost budućeg iznosa novca ili niza budućih plaćanja, procenjenih po datim kamatnim stopama.

6.1. BUDUĆA VREDNOST

Ako se izvesna suma novca danas investira po određenoj kamatnoj stopi, taj iznos će vremenom rasti usled pripisa kamate. Buduća vrednost finansijske investicije se dobija kombinovanjem iznosa osnovnog uloga, kamatne stope i vremena odnosno dužine trajanja investicije.

Određivanje buduće vrednosti (ili tzv. konačne vrednosti) uložene investicije može se prikazati jednostavnim primerom ulaganja jednog evra na rok od 2 godine, 20 godina, 200 godina, po godišnjoj kamatnoj stopi od npr. 8% (tabela 20).

Tabela 20. Buduća vrednost 1 evra koji je investiran u različitim vremenskim periodima

Godine	Po prostoj kamatnoj stopi	Po složenoj kamatnoj stopi
2	1,16 evra	1,17 evra
20	2,60 evra	4,66 evra
200	17,00 evra	4.838.949,59 evra

Tabela jasno pokazuje da porast osnovne investirane sume u vremenskoj dimenziji zavisi od visine kamate, dužine roka i naročito od metoda obračuna kamate (prosta i složena). Na prvi pogled pada u oči fascinantna razlika krajnjih rezultata obračuna između proste i složene kamate. Važno je zapamtiti da većina situacija u finansijama koja uzima u obzir vremensku vrednost novca, uopšte se ne oslanja na prostu kamatu, već je *standard* savremenog finansijskog poslovanja *složena kamata*. Otuda postaje i sasvim jasna izreka „vreme je novac" kao osnova koncepta vremenske vrednosti novca.

6.2. SADAŠNJA VREDNOST

Kamatni mehanizam se može koristiti i u obrnutom smeru, pri izračunavanju sadašnje ili diskontovane vrednosti novčane jedinice (dinara, evra i sl.) kada je poznat iznos novca u nekom budućem vremenskom trenutku. Izračunavanje sadašnje vrednosti budućih novčanih tokova (priliva) omogućava da se svi novčani tokovi prilagode poređenjem sa današnjom vrednošću novčane jedinice. Izračunavanjem sadašnje vrednosti može da se odgovori na pitanje da li će budući prilivi od investicije realno (a ne samo nominalno) biti veći od današnjeg inicijalnog ulaganja, tj. da li se investicija isplati. Objašnjenje i odgovor na pitanje: šta je bolje (veće), 1.000 evra danas (ulaganje) ili 2.000 evra za deset godina (vraćena sredstva za 10 godina) dobija se izračunavanjem sadašnje vrednosti od 2.000 evra plativih za 10 godina, ili diskontovanjem ove sume sa npr. opet godišnjom kamatnom stopom od 8% (diskontna kamatna stopa ili stopa kapitalizacije). Na taj način se izračunava kolika će biti današnja vrednost 2.000 evra primljenih za deset godina.

U tabeli 21 prikazan je kamatni faktor sadašnje vrednosti za jedan evro uz godišnju kamatnu stopu od 5%, 8% i 10%.

Tabela 21. Sadašnja vrednost 1 evra za *n* perioda (godina)

Period	Kamatna stopa (godišnji nivo)		
	5%	8%	10%
1	0,952	**0,926**	0,909
2	0,907	**0,857**	0,826
3	0,864	**0,794**	0.751
4	0,823	**0,735**	0,683
5	0,784	**0,681**	0,621
6	0,746	**0,630**	0,564
7	0,711	**0,583**	0,513
8	0,677	**0,540**	0,467
9	0,645	**0,500**	0,424
10	**0,614**	**0,463**	**0,386**

Iz prikazane tabele se može odreduti sadašnja vrednost svote od 2.000 evra koja će se primiti na kraju desete godine, diskontovana po godišnjoj stopi od 5%, 8% ili 10 %. Tabela govori da jedan evro koji će biti primljen nakon 10 godina, danas vredi 0,463 evra (46 evrocenti) pri kamatnoj (diskontnoj) godišnjoj stopi od 8%, odnosno da sadašnja vrednost budućeg novčanog priliva od 2.000 evra za deset godina danas vredi 926 evra (2.000 x 0,463 = 926). Kada uporedimo sadašnju vrednost sume od 2.000 evra koja iznosi 926 evra i sumu od 1.000 evra koju posedujemo danas, zaključujemo da bi ovakvo investiranje donelo gubitak od 74 evra (1.000 evra – 926 evra) i da 1.000 evra danas vredi više nego 2.000 evra za deset godina pri godišnjoj kamatnoj stopi od 8%. Još je veći gubitak pri godišnjoj kamatnoj stopi od 10% (2.000 evra x 0,386 = 772 evra, gubitak od 228 evra), dok bi u slučaju kamatne stope od 5% ovakva investicija bila isplativa jer bi za 10 godina 2.000 evra vredelo više nego uloženih 1.000 evra danas (2.000 evra x 0,614 = 1.228 evra, dobitak od 228 evra).

6.3. VREDNOST SERIJE NEJEDNAKIH NOVČANIH TOKOVA

Prethodni primeri su se odnosili na jedinstveni novčani tok. U nastavku sledi prikaz izračunavanja buduće i sadašnje vrednosti nejednakih novčanih tokova.

Buduća vrednost

Kada postoji serija nejednakih novčanih tokova (priliva ili odliva novca) u sukcesivnim vremenskim periodima (godinama), onda se buduća vrednost izračunava za svaki godišnji novčani tok posebno.

Na primer, ako se novčani tokovi (ulaganja-investiranje) od 3.600 evra ostvaruju sa sledećim rasporedom: u nultoj godini (odmah) 1.200 evra, na kraju prve godine 1.400 evra i na kraju druge godine 1.000 evra, onda bi, pri kamatnoj stopi od 8% godišnje, *buduća vrednost* ovih novčanih tokova na kraju treće godine bila 4.224,61 evra:

- 1.200 x (1,08)3 = 1.511,65 evra
- 1.400 x (1,08)2 = 1.632,96 evra
- 1.000 x 1,08 = 1.080,00 evra

Ukupno: 4.224,61 evra

Sadašnja vrednost

Po istoj logici se izračunava i sadašnja vrednost serije nejednakih novčanih tokova (priliva ili odliva novca) u sukcesivnim godinama, tako što se izračunava sadašnja vrednost za svaki godišnji novčani tok posebno.

Na primer, često treba rešiti dilemu da li neko trajno potrošno dobro kupiti za „keš„ tj. platiti odmah u celini ili ga platiti na nekoliko rata po nešto višoj ceni. U prvoj opciji plaćanja, odmah, to dobro može koštati 15.500 evra, a u drugoj opciji može npr. da se plati 8.000 evra odmah, a u naredne dve godine po 4.000 evra, što je 16.000 evra ukupno. Ako se ne uzima u obzir vremenska vrednost novca, druga opcija je na prvi pogled skuplja za 500 evra. Međutim, ako se u obzir uzme tržišna kamatna stopa od 8% godišnje i buduća plaćanja svedu na sadšnju vrednost, onda računica može da izgleda drugačije i da pokaže da je ukupno novčano davanje od 16.000 evra svedeno na sadašnju vrednost, ustvari niže od 15.500 evra datih odmah:

	Sadašnja vrednost
Plaćanje odmah: 8.000 evra	= 8.000 evra
Za godinu: 4.000 evra/1,08	= 3.703,70 evra
Za dve godine: 4.000 evra/(1,08)2	= 3.429,36 evra
Ukupno:	15.133,06 evra

Primer pokazuje da je uzimanjem u obzir vremenske vrednosti novca pri određenoj kamatnoj stopi, druga opcija realno povoljnija za oko 367 evra, odnosno da je isplatljivija druga (kreditna) opcija nego celokupno plaćanje odmah, iako se za nju nominalno izdvaja više novca (500 evra više).

6.4. INFLACIJA I VREMENSKA VREDNOST NOVCA

Razumevanje vremenske vrednosti novca ne može biti potpuno bez uzimanja u obzir inflacije koja u većoj ili manjoj meri postoji u svakoj privredi. Vezano sa stopom inflacije je i razumevanje dve vrste kamatnih stopa: *nominalne* i *realne*. (L.Barjaktarović, 2010) Nominalna kamatna stopa je ona kamatna stopa koju ulagač-investitor formalno dobija na uložen novac. Položen novac u iznosu od 1.000 evra na štedni depozit kod banke pri godišnjoj kamatnoj stopi od 8%, donosi ulagaču depozit od 1.080 evra posle godinu dana. Međutim, kod ovakvog nominalnog povećanja depozita nije uzeta u obzir stopa inflacije koja je ostvarena u posmatranoj godini. Zbog toga je potrebno u razmatranje ubaciti realnu kamatnu stopu koja predstavlja razliku nominalne kamatne stope i stope inflacije.

Realna kamatna stopa = Nominalna kamatna stopa – Stopa inflacije

Ukoliko je i stopa inflacije u posmatranoj godini 8%, onda je realna kamatna stopa jednaka *nuli*, odnosno realna buduća vrednost predmetnog depozita za godinu dana je 1.000 evra, iako je nominalna vrednost 1.080 evra.

Ukoliko je stopa inflacije u posmatranoj godini 5%, onda je realna kamatna stopa 3%, odnosno realna buduća vrednost predmetnog depozita za godinu dana bi bila 1.030 evra, dok je nominalna vrednost i dalje 1.080 evra.

Ukoliko je stopa inflacije u posmatranoj godini 10%, onda je realna kamatna stopa negativna (-2%), odnosno realna buduća vrednost predmetnog depozita za godinu dana bi bila 980 evra, iako je nominalna vrednost i dalje 1.080 evra.

Na sličan način se može izračunati realna vrednost novčane jedinice u dužem vremenskom periodu, npr. u toku 20 godina. Ako je npr. indeks cena na početku posmatranog perioda 100, a na kraju perioda, posle 20 godina, 500, onda je kupovna snaga novca smanjena za faktor 5. To znači da jedna novčana jedinica na kraju perioda može da kupi samo 20% robe koju je mogla da kupi na početku perioda, odnosno da je novčana jedinica u posmatranom periodu od dvadeset godina, izgubila 80% kupovne snage (100% – 20%= 80%).

PITANJA ZA PROVERU ZNANJA

1. Koji su osnovni pristupi u poslovnom planiranju?
2. Šta je to finansijsko planiranje u preduzeću i šta ono obuhvata?
3. Koje su osnovne vrste finansijskih planova?
4. Šta obuhvata svodno finansijsko planiranje u preduzeću?
5. Šta je planski bilans uspeha i kako se dobija njegova prva varijanta?
6. Šta je planski bilans stanja i kako se dobija njegova prva varijanta?
7. U čemu se sastoji ocena finansijskog položaja preduzeća?
8. Kako se vrši utvrđivanje ciljnog dobitka?
9. Zašto je potrebno ispitivanje mogućnosti ostvarenja ciljnog dobitka?
10. Kako se dobija konačna varijanta planskog bilansa uspeha?
11. Kako se dobija konačna varijanta planskog bilansa stanja?
12. Šta predstavlja i kako se objašnjava poslovni leveridž?
13. Šta predstavlja i kako se objašnjava finansijski leveridž?
14. Šta predstavlja i kako se objašnjava složeni levridž?
15. Šta je plan novčanih tokova i u čemu je njegov značaj?
16. Koje su osnovne metode za izradu bilansa novčanih tokova?
17. Šta je plan dugoročnih ulaganja i u čemu je njegov značaj?
18. Šta je biznis plan i u čemu je njegov značaj za preduzeće?
19. Koji su ključni (bazični) segmenti biznis plana?
20. Šta predstavlja rezime biznis plana i na koja pitanja treba da pruži odgovore?
21. Na koja pitanja treba da odgovori finansijski segment biznis plana?
22. Kako se izračunava realna kamatna stopa?

LITERATURA

Avlijaš, R. (2010) Preduzetništvo, Univerzitet Singidunum, Beograd

Barać, S., Ivaniš, M. i Jeremić, Lj. (2004) Upravljanje finansijama, FFMO, Beograd

Barać, S., Ivaniš, M. i Jeremić, Lj. (2000) Upravljanje finansijama, FFMO, Beograd

Barjaktarović, L. (2010) Monetarno-kreditni i devizni sistem, Univerzitet Singidunum, Beograd

Vukadinović, P. i Jović, Z. (2012) Investicije, Univerzitet Singidunum, Beograd

Vunjak, N. (2005) Finansijski menadžment, Proleter-Bečej, Milen - Subotica, Unireks - Podgorica, Subotica

Žarkić-Joksimović, N. (2003) Upravljanje finansijama, Grafoslog, Beograd

Žarkić-Joksimović, N. (1995) Upravljačko računovodstvo, Fakultet organizacionih nauka, Beograd

Zeremski, V. i Žarkić- Joksimović, N. (1992) Upravljanje finansijama u preduzeću, Fakultet organizacionih nauka, Beograd

Ivaniš, M. i Nešić, S. (2011) Poslovne finansije, Univerzitet Singidunum, Beograd

Ivaniš, M. (2008) Upravljanje finansijama, Univerzitet Singidunum, Beograd

Jeremić, Lj. (2008) Osnovi finansija, Univerzitet Singidunum

Jeremić, Lj. i Ivaniš, M. (2009) Osnovi finansija, Univerzitet Singidunum, Beograd

Knežević , G. (2009) Analiza finansijskih izveštaja, Univerzitet Singidunum, Beograd

Krasulja, D. (1998) Poslovne finansije, Ekonomski fakultet Beograd, Beograd

Krasulja, D. i Ivanišević, M. (2000) Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Beograd

Nikolić, D. (2007) Upravljanje finansijskim poslovanjem i politikom cena u hotelijerstvu i turizmu, Univerzitet Singidunum, Beograd

Nikolić, D. (2009) Poslovne finansije u hotelijerstvu, Visoka hotelijerska škola Beograd

Ranković, J. (1995) Upravljanje finansijama preduzeća, Ekonomski fakultet Beograd

Račić, Ž., Barjaktarović L. i Zeremski A. (2011) Analiza uticaja zaduženosti na profitabilnost uspešnih domaćih kompanija u uslovima ekonomske krize, Industrija, časopis Ekonomskog instituta - Beograd, broj 3/2011

Stevanović, N., Malinić, D. i Milićević, V. (2006) Upravljačko računovodstvo, Ekonomski fakultet Beograd

Tezić I. i Milojević M. (2013) Analiza validacije mera rizika na primeru globalnog bankarskog, 14. Međunarodni naučni skup Sinergija 2013.

Tezić I., Milojević M. i Džamić, V. (2013) *Value at Risk Performance in Developed and Emerging Stock Markets, Internati- onal Journal of Information Technology and Business Management*, p. 129-136

Šekarić, M. i Barjaktarović, L. (2012) Finansijska matematika i aktuarstvo sa zbirkom zadataka, Univerzitet Singidunum, Beograd

Deo 4

FINANSIJSKA KONTROLA I FINANSIJSKA ANALIZA PREDUZEĆA



Finansijska kontrola u preduzeću predstavlja poseban vid stručne kontrole čiji je osnovni zadatak da obezbedi efikasan nadzor svih poslova koje obavlja finansijska funkcija preduzeća. Usko vezana sa kontrolom je finansijska analiza koja obuhvata ispitivanje svega onoga što na bilo koji način predstavlja finansijsku situaciju preduzeća. Finansijska analiza uvek uključuje različite finansijske izveštaje, prvenstveno bilans stanja i bilans uspeha. Bilans stanja obuhvata imovinu, obaveze i vlasnički kapital preduzeća u određenom trenutku, a bilans uspeha obuhvata prihode i rashode preduzeća tokom određenog vremenskog perioda. Sa aspekta instrumenata finansijske analize razlikuje se nekoliko vrsta finansijske analize: analiza neto obrtnog fonda, racio analiza, *cash flow* analiza, *funds flow* analiza, vizuelna analiza i analiza pomoću računa pokrića. Posebno su značajna oruđa koja se upotrebljavaju za finansijsku analizu, a to su prvenstveno racio brojevi. Svi racio brojevi se mogu podeliti na pet osnovnih vrsta za: likvidnost, aktivnost, finansijsku strukturu i zaduženost, rentabilnost i tržišnu vrednost. Nijedan finasijski racio broj nije dovoljan sam po sebi da oceni finansijsko stanje i uspešnost preduzeća. Procena se može doneti jedino analizom grupe racio brojeva iz svih pet kategorija racio brojeva. Iako, brojčano, racio brojeva ima više, procenjuje se da je dovoljan broj ključnih racio pokazatelja oko dvanaest. Upotrebljivost racio brojeva zavisi od veštine i iskustva finansijskog analitičara koji ih koristi, ali njihova vrednost sama za sebe nije velika, ukoliko se ne izvrši komparativna analiza sa sličnim preduzećima i prosecima u istoj grani delatnosti i ako se ne izvrši trend analiza sa istorijskom pokazateljima samog posmatranog preduzeća. U samu analizu i poređenja može se uključiti i analiza budućnosti na temelju planiranih izveštaja, što dolazi do izražaja pri evaluaciji razvojnih i biznis planova. Finansijska analiza uključuje i analizu procentualnih udela i indeksa, a takođe i sisteme pokazatelja i sintetičke pokazatelje kao agregatne pokazatelje performansi preduzeća.

Kada pročitate ovaj deo trebalo bi da znate da odgovorite na sledeća pitanja:

- Koja je osnovna svrha finansijske kontrole u preduzeću?
- Koji je cilj osnovnih finansijskih izveštaja i njihov sadržaj?
- Zašto je finansijska anliza važna za preduzeće, njegove kreditore i dobavljače?
- Kako definišete, izračunavate i kategorišete većinu finansijskih racio brojeva?
- Kako da koristite racio analizu i da predložite racionalna alternativna rešenja za poboljšanje finansijskog stanja preduzeća?
- Kako da koristite Du Pontov sistem analize?

- Kako da koristite ZETA model analize?
- Kako razumete ograničenja finansijske analize pomoću racio brojeva?
- Kako se koriste *cross-sectional comparisons* i *trend analysis*?
- Kako se koriste analiza procentualnih udela i analiza indeksa da bi se postigao bolji uvid u performanse preduzeća?

1. FINANSIJSKA KONTROLA PREDUZEĆA

Finansijska kontrola u preduzeću predstavlja poseban vid stručne kontrole čiji je osnovni zadatak da obezbedi efikasan nadzor svih poslova koje obavlja finansijska funkcija preduzeća. S toga u podpoglavljima koja slede biće dato pojmovno određenje, značaj i sadržaj finansijske kontrole preduzeća.

1.1. POJAM I ZNAČAJ FINANSIJSKE KONTROLE

Finansijska kontrola predstavlja jednu od aktivnosti sistema upravljanja finansijama koja obezbeđuje efikasan nadzor nad obavljanjem svih poslovnih postupaka u preduzeću, a u cilju upravljanja finansijskim aspektom njegovog ukupnog poslovanja. Finansijska kontrola je povezana sa drugim upravljačkim aktivnostima u preduzeću, prvenstveno sa finasijskim planiranjem i finansijskom analizom. Sa jedne strane, finansijska kontrola se nadovezuje na finansijsko planiranje, jer se njome utvrđuje stepen odstupanja između ostvarenih i planskih veličina i utvrđuju uzroci tih odstupanja u apsolutnim i relativnim odnosima, a sa druge strane finansijska kontrola koristi odgovarajuće instrumente finansijske analize kojima se posmatraju, ocenjuju i formulišu dijagnoze svih poslovnih procesa u preduzeću.

Osnovni zadatak finansijske kontrole u preduzeću je praćenje, ispitivanje, ocenjivanje i korigovanje svih poslovnih procesa u preduzeću izraženih finansijskim (novčanim) jezikom. Efikasan sistem finansijske kontrole se organuzuje u tri osnovne faze:

- Utvrđivanje normi tj. standarda,
- Poređenje ostvarenog i planiranog i utvrđivanje uzroka eventualnih odstupanja,
- Korektivna akcija za otklanjanje nepovoljnih odstupanja.

U praksi je veza između finansijske kontrole i finansijske analize toliko jaka da se ova dva segmenta finansijskog upravljanja često posmatraju kao jedna celina, finansijska kontrola i analiza, ili samo finansijska analiza koja u sebi podrazumeva i uključenost finansijske kontrole. Otuda se neretko u praksi finansijskog uprvljanja, pored finansijske politike kao strateškog instrumenta upravljanja finansijama, govori o dva instrumenta finansijskog upravljanja: finansijskom planiranju i finansijskoj kontroli i analizi ili kraće, samo o finansijskom planiranju i finansijskoj analizi.

1.2. SADRŽAJ I VRSTE FINANSIJSKE KONTROLE

Sa aspekta vršioca nadzora, finansijska kontrola ima dva oblika:

- Interna kontrola,
- Eksterna kontrola.

Internu finansijsku kontrolu obavljaju finansijski kontrolori koji su zaposleni u preduzeću, dok eksternu finansijsku kontrolu obavljaju lica zaposlena van preduzeća, obično u državnim organima, ovlašćenim finansijskim institucijama i sl.

Interna finansijska kontrola ima veliki značaj za upravljanje finansijama preduzeća i ona se javlja u dva vida, kao:

- Preventivna finansijska kontrola,
- Naknadna finansijska kontrola.

Preventivna finansijska kontrola predstavlja vid prethodnog nadzora koji ima osnovni cilj da se pre izvršenja nameravanog posla utvrde relevantne činjenice vezano za izvršenje konkretnog posla i da se na osnovu dobijenih informacija oceni da li je u pitanju plansko (celishodno) postupanje ili ne. U tom smislu, preventivna finansijska kontrola može se koristiti kao pouzdan metod u upravljanju finansijama preduzeća koja obezbeđuje da se u nameravanim poslovima otklone neracionalnosti (necelishodnosti). (M. Ivaniš, 2008)

Preventivna finansijska kontrola se smatra jednom od najznačajnijih aktivnosti u sklopu sistema upravljanja finansijama u preduzeću jer predstavlja najefikasniji oblik kontrole. Ovaj vid kontrole omogućava da se u slučaju dobijanja negativnih informacija o odreređenoj poslovnoj radnji, mogu preduzeti aktivnosti za sprečavanje njenog izvršenja ako još nije započeta ili da se ta poslovna radnja obustavi ukoliko je već započeta. Na taj način se sprečavaju nepravilnosti i veće negativne posledice koje se mogu javiti zbog nepravilnog poslovanja.

Preventivna finansijska kontrola stvara uslove za otklanjanje subjektivnih nedostataka i namernih propusta u procesu poslovnog i finansijskog planiranja, omogućava objektiviziranje svih skrivenih rezervi, pa se s pravom smatra najefikasnijim pomoćnikom u procesu upravljanja finansijama preduzeća.

Naknadna finansijska kontrola predstavlja vid naknadnog nadzora koji ima osnovni cilj da posle obavljenog posla utvrdi relevantne činjenice vezano za izvršenje konkretnog posla u cilju omogućavanja donošenja zaključaka o tome da li je postupanje sa ispitivanim poslom bilo plansko (celishodno). (M. Ivaniš, 2008)

Ovaj vid kontrole omogućava da se sagledaju svi propusti u utvrđivanju i sprovođenju finansijske politike preduzeća u prethodnom periodu. Na osnovu toga finansijski menadžment u preduzeću može da kontrolne informacije o finansijama u preduzeću koristi za donošenje:

- finansijskih odluka vezanih za buduće poslovanje preduzeća,
- korektivnih finansijskih odluka za korekciju već obavljenih poslova i otklanjanje njihovih negativnih posledica po preduzeće.

Pošto je naknadna finansijska kontrola po svojoj prirodi „*ex post*" kontrola, njen uspeh i svrsishodnost zavise u velikoj meri od blagovremenosti kontrolnih informacija. Svaka docnja kontrolnih informacija umanjuje efekte ove kontrole i predstavlja njenu osnovnu slabost.

U zavisnosti od vrste i veličine preduzeća, zavisi i značaj finansijske kontrole. Značaj finansijske kontrole u preuzeću raste sa veličinom preduzeća i obimom njegove finansijske funkcije.

2. FINANSIJSKA ANALIZA PREDUZEĆA

Finansijska analiza obuhvata ispitivanje svega onoga što na bilo koji način predstavlja finansijsku situaciju preduzeća. To znači da ona uvek uključuje različite finansijske izveštaje, prvenstveno bilans stanja i bilans uspeha. S toga će u narednim podpoglavljima biti reči o pojmu, ciljevima i vrstama finansijske analize. Teorijsko izlaganje će biti dopunjeno praktičnom finansijskom analizom poslovanja preduzeća Metalc a.d. Gornji Milanovac (osnov za analizu su finansijski izveštaji same kompanije u periodu od 2007. do 2012.godine, dostupni na njenom sajtu, ali i sajtu Beogradske berze i Agencije za privredne registre).[1]

2.1. POJAM I CILJEVI FINANSIJSKE ANALIZE

Sam pojam „analiza" potiče od grčke reči *„analysis"* što znači raščlanjavanje, rasklapanje ili rastavljanje nekog složenog objekta na njegove sastavne delove. Nakon raščlanjavanja celine na delove vrši se sagledavanje odnosa između sastavnih elemenata celine. Analiza ima svoja dva aspekta: kvalitativni i kvantitativni. Kvalitativni aspekt obuhvata identifikovanje sastavnih-konstitutivnih delova analiziranog objekta-celine. Kvantitativni aspekt analize podrazumeva postupak komparacije-upoređivanja sa ciljem utvrđivanja odnosa ili relacija između sastavnih-konstitutivnih delova analiziranog objekta-celine.

Smisao finansijske analize se sastoji u tome da se na osnovu utvrđenog kvaliteta i kvantiteta analiziranih poslovnih aktivnosti preduzeća, pruže informacije o njegovom bonitetu i trendu razvoja. Informacije dobijene finansijskom analizom predstavljaju polaznu osnovu za preduzimanje korektivnih mera koje su usmerene na popravljanje boniteta i trenda razvoja poslovnih aktivnosti analiziranog preduzeća. Olakšavajuća okolnost u finansijskoj analizi je ta što su sve pojave ili stanja iskazana u istoj tj. novčanoj jedinici mere. To sa jedne strane olakšava kvantitativno izražavanje, ali otežava kvalitativno izražavanje jer su svi elementi analize izraženi homogeno u novčanoj jedinici. Pored toga, dejstvo inflacije i deflacije na vrednost novčane jedinice dovodi do toga da iste pojave ili elementi pojava imaju različite vrednosti u različitim vremenskim trenutcima.

Krajnji cilj finansijske analize je ostvarivanje mnogih postavljenih rezultata poslovanja preduzeća u budućnosti. Ti rezultati se mogu postizati, s jedne strane, otklanjanjem negativnih elemenata poslovanja, a s druge strane podsticanje-pozitivnih elemenata poslovanja koji su uočeni u postupku finansijske analize određenog perioda poslovanja preduzeća.

1 Svi podaci iz finansijskih izveštaja Metalca iz Gornjeg Milanovca su prikazani u hiljadama dinara.

U literaturi se obično ciljevi finansijske analize dele na opšte i posebne ili parcijalne (što je prikazano tabelom broj 1).

Tabela 1. Ciljevi finansijske analize

Opšti	Parcijalni	
Obuhvataju ispitivanje i ocenu finansijske situacije preduzeća i merenje rentabilnosti uloženog kapitala.	Determinisani su interesima i zahtevima pojedinih internih i eksternih korisnika analitičkih finansijskih izveštaja, koji nastaju kao rezultat finansijSke analize.	***Interni korisnici:*** adekvatne informacije za potrebe analize, kontrole, planiranja i odlučivanja. ***Eksterni korisnici*** (različiti): rentabilnost, sigurnost, maksimiziranje tržišne vrednosti, pozitivan *cash flow*, sigurnost naplate potraživanja, likvidnost, osnov za kreiranje makroekonomske politike države, osnov za izračunavanje bruto domaćeg proizvoda, sigurnost zaposlenih, poslovanje cele industrijske grane

Opšti ciljevi finansijske analize obuhvataju ispitivanje i ocenu finansijske situacije preduzeća i merenje rentabilnosti uloženog kapitala, kao i pružanje svrsishodnih informacija o tome određenim korisnicima. Posebni (parcijalni) ciljevi finansijske analize determinisani su, pre svega, interesima i zahtevima pojedinih internih i eksternih korisnika analitičkih finansijskih izveštaja, koji nastaju kao rezultat finansijske analize. (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011)

Posebni ciljevi finansijske analize se mogu posmatrati sa aspekta internih i eksternih korisnika.

Sa aspekta internih korisnika, posebni ciljevi finansijske analize se odnose na pružanje adekvatnih informacija odgovarajućim organima preduzeća za potrebe analize, kontrole, planiranja i odlučivanja. Različitim metodama i postupcima finansijske analize otkrivaju se negativnosti i ispravnosti poslovne i finansijske politike preduzeća u određenom analiziranom periodu vremena, što služi kao osnova za donošenje upravljačkih odluka za eliminisanje ili neutralisanje negativnih faktora i favorizovanje pozitivnih faktora poslovanja.

Sa aspekta eksternih korisnika, posebni ciljevi finansijske analize se odnose na pružanje adekvatnih informacija odgovarajućim eksternim korisnicima kao što su: akcionari, kreditori, dobavljači i ostali poverioci, različiti državni organi, statistički organi, privredne komore, poslovna udruženja, sindikati itd. Svaki od navedenih eksternih korisnika finansijske analize ima specifične zahteve, pa su u zavisnosti od predmeta interesovanja eksternih korisnika i ciljevi finansijske analize za eksterne korisnike veoma različiti.

Interes akcionara je prvenstveno u maksimiziranju tržišne vrednosti akcija preduzeća, a to znači da su oni zainteresovani za rentabilnost poslovanja preduzeća, sigurnost uloženog kapitala, ostvarenu dobit i visinu dividendi. Na osnovu tih pokazatelja odnosno informacija, oni odlučuju da li da zadrže ili prodaju akcije preduzeća, odnosno da li da kupuju nove akcije ili ne.

Interes kreditora je smanjenje rizika odnosno maksimiziranje verovatnoće da će krediti biti vraćeni u celosti i u roku dospeća. Danas preovladava shvatanje da se obezbeđenje plasiranih kredita primarno osigurava rentabilnim poslovanjem tj. iz pozitivnog *cash flow*-a (amortizacija + akumulacija), a da je od sekundarnog značaja visina neto imovine preduzeća, koja je ranije smatrana osnovnom garantnom supstancom obezbeđenja odobrenih zajmova.

Interes dobavljača i ostalih poverilaca je sigurnost naplate potraživanja koja pre svega, kao i u prethodnom slučaju kreditora, prvenstveno zavisi od rentabilnosti poslovanja, kao i likvidnosti analiziranog preduzeća.

Interesi državnih organa su različiti i motivisani različitim potrebama za vršenje agregiranja podataka na nivou grupacija, grana, privrednih oblasti i privrede u celini u cilju dobijanja tzv. svodnih bilansa, koji potom služe kao informaciona osnova za kreiranje makroekonomske politike države.

Interes statističkih organa je da koriste podatke pojedinačnih preduzeća za izračunavanje društvenog proizvoda i nacionalnog dohodka, kao i za formiranje baze podataka za druge dodatne analize koje su potrebne državnim organima, naučnim institucijama i sl.

Interes privredne komore i raznih poslovnih udruženja je uvid u efikasnost poslovanja i finansijski položaj preduzeća kao entiteta ili u okviru grupacije ili grane.

Interes sindikata je uvid u standard i socijalni položaj radnika odnosno uvid u politiku raspodele u preduzeću, sigurnost isplate plata radnicima, sigurnost radnih mesta i perspektiva zapošljavanja novih radnika.

Od ostalih eksternih korisnika finansijske analize treba pomenuti i stručnu privrednu publicistiku koja u brojnim specijalizovanim časopisima praktikuje da u redovnim vremenskim intervalima objavljuje liste značajnih analitičkih pokazatelja koji se računaju na bazi finansijskih podataka o preduzećima, grupacijama preduzeća i privrednim granama.

2.2. VRSTE FINANSIJSKE ANALIZE

Postoji više *vrsta* finansijske analize koje zavise od kriterijuma koji uslovljavaju njihovo razvrstavanje.

U vezi s tim, moguće je diferencirati nekoliko ključnih kriterijuma koji determinišu postojanje više vrsta finansijske analize. Među ovim kriterijumima treba izdvojiti kriterijume prikazane tabelom broj 2. (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011)

Tabela 2. Kriterijumi za razvrstavanje finansijske analize

Kriterijum	Vrsta
Korisnici	Interna i eksterna
Metode	Kvalitativna i kvantitativna
Obuhvatnost	Kompleksna i parcijalna
Predmet	Analiza bilansa stanja i analiza bilansa uspeha
Vremenska obuhvatnost	Statička i dinamička
Način pripreme	Prikazane brojevima, tabelama i grafikonima
Instrumenti	Analiza neto obrtnog fonda, racio analiza, *cash flow* analiza, *funds flow* analiza, vizuelna analiza i analiza pomoću računa pokrića

Prema *korisnicima* finansijske analize razlikuju se *interna* i *eksterna* finansijska analiza. Suštinskih razlika između ove dve vrste finansijske analize nema. Ono po čemu se razlikuju je obim korišćenog materijala i brojnost problema kojima se analiza bavi. Interna finansijska analiza koristi veći obim i vrstu materijala zbog većeg broja problema kojima se ona bavi, ona je dublja i šira od eksterne analize koja se obavlja na osnovu finansijskih izveštaja ograničene iskazne moći. Eksterna finansijska analiza je ograničenog dometa i manje upotrebne vrednosti od interne finansijske analize.

Prema *metodama* finansijske analize razlikuju se *kvalitativna* (raščlanjavanje) i *kvantitativna* (merenje) finansijska analiza. Na primer, ako je predmet finansijske analize nelikvidnost preduzeća, onda se pomoću kvalitativne analize otkrivaju osnovne karakteristike i uzroci nelikvidnosti. Na osnovu te kvalitativne analize vrši se i kvantitativna analiza odnosno kvantitativno se dokazuje stepen (ne)likvidnosti.

Prema *obuhvatnosti* finansijske analize razlikuju se *kompleksna* i *parcijalna* finansijska analiza. Kompleksnom finansijskom analizom se vrši raščlanjavanje i merenje svakog dela i aspekta poslovanja preduzeća. Pošto se poslovanje

preduzeća podvrgava ispitivanju u celosti, rezultati i zaključci kompleksne analize se mogu smatrati vrlo pouzdanim. Nedostaci kompleksne finansijske analize su što ona iziskuje duže vreme i značajne troškove same analize. Duži rok izrade ove vrste finansijske analize može dovesti do toga da ona izgubi na validnosti odnosno da odluke koje treba da se donesu na temelju rezultata ove analize kasne tj. da ne budu blagovremeno donete. S druge strane, parcijalna finansijska analiza ispituje samo deo ili pojedine aspekte poslovanja preduzeća. Za parcijalnu finansijsku analizu je potrebno manje vremena, a troškovi ove anlize su niži nego kod kompleksne analize. Kraće vreme izrade ove analize omogućava brže odnosno blagovremeno donošenje poslovnih odluka u cilju eliminisanja uzroka loših pokazatelja ili favorizovanja dobrih pokazatelja poslovanja preduzeća.

Prema *predmetu* finansijske analize razlikuju se analiza *bilansa stanja* (finansijskog statusa ili strukture) i analiza *bilansa uspeha* (rezultata). Analizom bilansa stanja utvrđuje se opšta slika finansiranja tj. finansijskog statusa ili finansijske konstitucije preduzeća. Ovom analizom se ocenjuje stanje ili razvoj položaja sigurnosti i likvidnosti kao ključnih faktora finansijskog stanja preduzeća. Analizom bilansa uspeha se ocenjuje poslovna efikasnost preduzeća odnosno utvrđuju se pokazatelji rentabilnosti. Analize bilansa stanja i bilansa uspeha mogu da se sprovode nezavisno jedna od druge, ali za utvrđivanje kompletne finansijske situacije preduzeća potreban je njihov objedinjeni rezultat koji se zasniva na uzajamnoj zavisnosti finansijske strukture i rentabilnosti.

Prema *vremenskoj obuhvatnosti* finansijske analize razlikuju se *statička* (analiza stanja) i *dinamička* analiza (analiza razvoja). Statička analiza ispituje i kvantitativno izražava stanje poslovanja preduzeća u datom trenutku. Osnovni nedostatak statičke finansijske analize je što ona ne može da uoči tendencije razvoja, pa su zaključci doneseni na bazi nje nedovoljno pouzdani. S druge strane, dinamička finansijska analiza ispituje i kvantitativno izražava stanje poslovanja preduzeća u kretanju, u određenoj vremenskoj dimenziji. Što je vremenski period za koji se vrši dinamička finansijska analiza duži, utoliko su njeni zaključci pouzdaniji, odnosno manji je rizik donošenja pogrešnih poslovnih odluka.

Prema *načinu pripreme* finansijske analize razlikuju se analize prikazane *brojevima, tabelama* i *grafikonima*. Ova podela se zasniva na načinu iskazivanja rezultata finansijske analize.

Prema *instrumentima* finansijske analize razlikuje se nekoliko vrsta finansijske analize: analiza *neto obrtnog fonda, racio analiza, cash flow analiza, funds flow analiza, vizuelna* analiza i analiza *pomoću računa pokrića*. Zbog značaja i praktične primenljivosti ove podele, pojedine vrste će biti podrobnije objašnjene u daljem izlaganju.

3. ANALIZA NETO OBRTNOG FONDA (NOF)

Neto obrtni fond (*working capital*) se definiše kao razlika dugoročnih izvora finansiranja (dugoročne obaveze i sopstveni kapital) i stalnih (osnovnih) sredstava. Ako je pozitivna veličina, NOF predstavlja deo obrtnih sredstava koja su finansirana iz dugoročnih izvora.

Neto obrtni fond (NOF) = Dugoročni izvori finansiranja – Dugoročna (stalna) sredstva

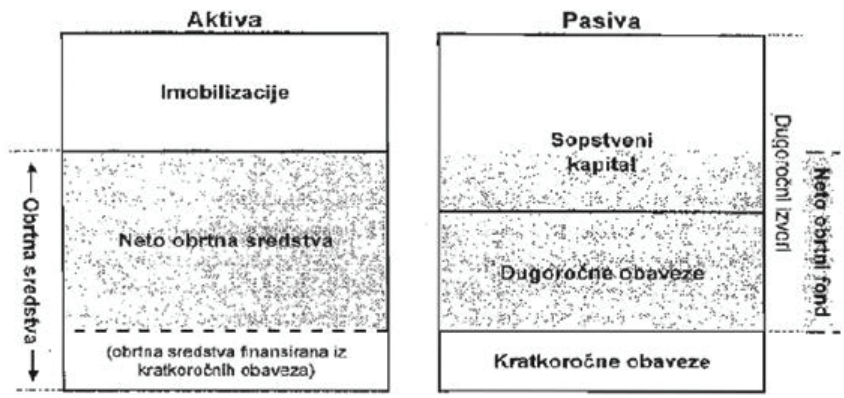
Pored ovog termina u upotrebi je i sinonim ***neto obrtna sredstva*** ili ***neto obrtni kapital***. Neto obrtna sredstva predstavljaju razliku obrtnih sredstava i kratkoročnih obaveza. Ako su pozitivna veličina, neto obrtna sredstva predstavljaju deo obrtnih sredstava koja nisu pokrivena kratkoročnim već dugoročnim izvorima. Terminološki se ista kategorija može predstaviti sinonimom kao neto obrtni kapital (NOK) koji predstavlja razliku između tekuće aktive i tekućih obaveza.[2] Da li će se upotrebiti termin neto obrtna sredstva ili neto obrtni kapital obično zavisi od toga da li se ova finansijska kategorija posmatra sa aspekta sredstava tj. aktive (neto obrtna sredstva) ili sa aspekta izvora sredstava tj. pasive (neto obrtni kapital).

Neto obrtna sredstva = Obrtna sredstva – Kratkoročne ovbaveze

ili

Neto obrtni kapital (NOK) = Tekuća aktiva - Tekuće obaveze

Slika 1. Šematski prikaz neto obrtnog fonda



[Izvor: J. Ranković (2010) Upravljanje Finansijama preduzeća, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 150]

2 Upotreba sinonima ne bi trebalo da unese pometnju u razumevanje osnovnih finansijskih kategorija. Često se upotrebljavaju različiti termini za iste finansijske kategorije, tako da se različitim rečima predstavljaju potpuno iste kategorije, rezultati i sl. Npr. dugoročna=stalna=osnovna sredstva (aktiva); kratkoročna=tekuća=obrtna sredstva (aktiva); dugoročni izvori=dugoročni kapital; kratkoročni izvori=kratkoročne obaveze=tekuće obaveze; neto obrtni fond= neto obrtna sredstva=neto obrtni kapital.

Bez obzira koji je termin za neto obrtni fond (NOF) u upotrebi (nof, neto obrtna sredstva, neto obrtni kapital - NOK)[3] ova finansijska kategorija predstavlja značajan instrument finansijske analize poslovanja preduzeća. Neto obrtni fond je deo zahteva zlatnog bilansnog pravila u širem smislu koje zahteva da se dugoročno vezana aktiva – osnovna sredstva (nekretnine, postrojenja, oprema i nematerijalna sredstva) i trajna obrtna sredstva moraju finansirati iz dugoročnih izvora (sopstveni kapital i dugoročne obaveze). Zadovoljenjem zlatnog bilansnog pravila u širem smislu ostvaruje se dugoročna finansijska ravnoteža u preduzeću.

Nulti neto obrtni fond podrazumeva da su dugoročni izvori finansiranja u potpunosti identični sa osnovnim (stalnim) sredstvima što je retka pojava kod preduzeća. Mnogo češća, takoreći zakonita, pojava su pozitivan ili negativan neto obrtni fond. Pozitivan iznos neto obrtnog fonda znači da se celokupna osnovna (stalna) sredstva i deo obrtnih sredstava finansiraju iz dugoročnih izvora (sopstveni kapital, dugoročni krediti i ostale dugoročne obaveze) što znači da preduzeće ima povoljan položaj likvidnosti i da je postiglo dugoročnu finansijsku ravnotežu. Negativan neto obrtni fond nije dobar signal za poverioce (kreditore, investitore, dobavljače) jer on predstavlja izraz dubokih finansijskih poremećaja u preduzeću. Negativan iznos neto obrtnog fonda znači da se celokupna obrtna sredstva i deo osnovnih (stalnih) sredstava finasiraju iz kratkoročnih izvora (kratkoročni bankarski krediti i dobavljači), što znači nepovoljni položaj likvidnosti preduzeća i rizik od mogućeg bankrota.

Iznos neto obrtnog fonda se menja od perioda do perioda, iz godine u godinu, tako da se o njegovim varijacijama može pouzdanije suditi tek kroz upoređivanje u nizu godina. Prema definiciji, povećanje ili smanjenje neto obrtnog fonda proizilazi iz mnogobrojnih transakcija i menadžment preduzeća mora biti svestan činjenice da određene poslovne odluke mogu imati dugoročan (pozitivan ili negativan) uticaj na neto obrtni fond (što je prikazano tabelom broj 3).

Tabela 3. Uzroci povećanja i smanjenja neto obrtnog fonda

Povećanje neto obrtnog fonda	Smanjenje neto obrtnog fonda
povećanjem zadržanog dobitka tekuće godine, povećanjem sopstvenog kapitala kroz emisiju i prodaju akcija, povećanjem dugoročnih obaveza (kredita i sl.) i rezervisanja, konverzijom kratkoročnih kredita u dugoročne, prodajom stalnih (osnovnih) sredstava (nekretnina, postrojenja, opreme i sl.).	smanjenjem zadržanog dobitka (raspodelom većeg dela dobiti na dividende), smanjenjem sopstvenog kapitala (otkupom sopstvenih akcija radi poništenja i sl.), smanjenjem dugoročnih rezervisanja, smanjenjem dugoročnih obaveza kroz otplatu kredita, nabavkom osnovnih (stalnih) sredstava i sl.

3 U bankarskoj praksi, najčešće se koristi termin NOK-neto obrtni kapital, koji služi kao polazni i jedan od najvažnijih pokazatelja ocene likvidnosti zajmoprimaca.

Analiza neto obrtnog fonda na određeni dan je neophodna za ocenu kratkoročne likvidnosti preduzeća. Međutim, ona nije u stanju da pruži zadovoljavajući odgovor na pitanje da li je preduzeće adekvatno struktuirano i da li je i u bliskoj budućnosti obezbeđena likvidnost. Zbog toga se vrši analiza varijacija neto obrtnog fonda u sukcesivnim vremenskim intervalima kako bi se lako i brzo otkrile tendencije u razvoju finansijske strukture preduzeća, lako izvršila rekonstrukcija istorije finansiranja u prošlosti i kako bi se snabdelo rukovodstvo preduzeća indikacijama solventnosti.

Postoji međuzavisnost kretanja između visine osnovnih sredstava, zaliha i neto obrtnog fonda. Po pravilu, investicije u osnovna sredstva zahtevaju i adekvatno povećanje obrtnih sredstava, a u okviru obrtnih sredstava i povećanje zaliha. Taj proces treba da bude praćen i povećanjem neto obrtnog fonda u cilju uspostavljanja i održavanja finansijske ravnoteže. Ukoliko dođe do bržeg rasta zaliha od rasta neto obrtnog fonda, to narušava postignuti stepen likvidnosti odnosno ravnotežni položaj tj. finansijsku ravnotežu preduzeća. U obrnutom slučaju, ukoliko dođe do sporijeg rasta zaliha od rasta neto obrtnog fonda, onda je potrebno izvršiti dopunsku analizu koja treba da utvrdi da li je došlo do smanjivanja rentabilnosti kao posledice prevelike likvidnosti (prevelikog rasta neto obrtnog fonda).

Može se zaključiti da je neto obrtni fond jedan od polaznih i veoma značajnih instrumenata analize finansijskog položaja preduzeća, slično kao i racio brojevi. Kako će se dalje videti, racio analiza zasniva svoje zaključke na karakterističnim relacijama bilansnih delova, dok analiza neto obrtnog fonda uvek polazi od celine bilansa i svoje zaključke zasniva na karakterističnim promenama celine u kretanju. Otuda se neto obrtni fond po pravilu koristi kao instrument dinamičke finansijske analize, obično za period od 2 do 5 godina.

Preduzeće **Metalac** ima sledeće vrednosti NOF za posmatrani period u hiljadama dinara

NOF	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Vrednost	2.532.658	1.931.463	2.009.983	1.912.612	1.918.171	1.673.087
NOF širi[4] (i zalihe)	476.817	246.626	509.532	455.040	326.233	420.605

Pozitivna vrednost neto obrtnog fonda znači da je celokupna vrednost stalnih sredstava finansirana iz dugoročnih izvora finansiranja što upućuje na postojanje finansijske ravnoteže i stabilnosti.

4 Šire shvatanje NOF podrazumeva da pored stalnih sredstva iz dugoročnih izvora se finansiraju zalihe, kao najnelikvidniji deo obrtne imovine. Šire shvatanje NOF je izuzetno značajno kod proizvodnih preduzeća, gde je često velika količina novčanih sredstava uložena u zalihe.

Vrednost NOF u 2012. god. od 2.532.658 hiljada dinara u odnosu na početnu vrednost u 2007. god. od 1.673.087 hiljada dinara se povećala za 51,37%. Tokom posmatranog perioda vrednost NOF varira između godina ali poređenjem istih u 2007. i 2012. godini može se zaključiti da je u preduzeću prisutan trend povećanja NOF što ukazuje da menadžment nastoji ne samo da očuva finansijsku stabilnost već i da stvori osnove i rezerve za budući razvoj. Na bazi vrednosti NOF može se konstatovati da je iz dugoročnih izvora finansiranja finasirana ne samo stalna imovina veći i značajan deo obrtne imovine (zalihe i deo potraživanja).

Ovakav vid finansijske strukture bilansa može se nazvati konzervativnim ali u uslovima globalne krize kada je na tržištu prisutan hroničan nedostatak likvidnosti smatra se da je ovakav vid upravljanja preduzećem poželjan, jer nažalost kod velikog broja preduzeća u Srbiji NOF je negativna kategorija i govori o dubokim finansijskim poremećajima.

4. FINANSIJSKA ANALIZA POMOĆU RACIO BROJEVA

Finansijski indikatori ili racio brojevi pokazuju ključne performanse preduzeća u prethodnom periodu. Racio analiza je proizvod različitih finansijskih izveštaja pomoću racio brojeva koji predstavljaju odnose jedne bilansne pozicije prema drugoj izražene u prostoj matematičkoj formuli. Racio brojevi se koriste prvenstveno za ocenu sposobnosti preduzeća da vrši servisiranje dužničkih obaveza, prvenstveno prema kreditorima tj. bankama. Racio analiza je i praktično sredstvo kontrole u procesu upravljanja finansijskim sistemom preduzeća.

Finansijska analiza pomoću racio brojeva omogućava sledeće (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011):

- Sagledavanje trendova u finansijskom poslovanju preduzeća;
- Poređenje finansijskih karakteristika konkretnog preduzeća sa drugim preduzećima u okviru iste delatnosti ili privredne grane;
- Utvrđivanje međuzavisnosti između faktora koji utiču na finansijski uspeh preduzeća.

Postoje različite kombinacije konkretnih parametara u finansijskoj analizi pomoću racio brojeva, ali se svi ovi različiti indikatori-racio brojevi mogu svrstati u pet velikih grupa:

- Racia likvidnosti,
- Racia aktivnosti (efikasnosti),
- Racia finansijske strukture i zaduženosti,
- Racia rentabilnosti,
- Racia tržišne vrednosti.

Pri oceni dometa finansijske analize pomoću racio brojeva treba napomenuti da od svakog pojedinačnog racio broja ne treba očekivati generalnu ocenu performansi preduzeća, već treba očekivati samo ono čemu je on posvećen. Svako širenje informacionog interesa zahteva kombinovano razmatranje više racio brojeva, a samo se na bazi posmatranja svih racio brojeva i njihovim upoređivanjem sa drugim preduzećima iz iste grane-delatnosti i sa prosekom grane u celini, mogu donositi konačne ocene finansijskih performansi preduzeća. Od računski preciznih racio brojeva se ipak ne očekuju potpuno tačne i precizne ocene o određenoj posmatranoj pojavi, već više služe kao pouzdani indikatori određenih tendencija u kretanju poslovanja preduzeća i signalizatori za donošenje određenih poslovnih odluka u preduzeću ili služe za zauzimanje stava poverilaca-kreditora prema zajmovnim zahtevima preduzeća.

Racio brojevi imaju svoju praktičnu vrednost samo ako su pravilno interpretirani. Interpretacija racio pokazatelja se uvek obavlja u odnosu na neko pravilo, standard ili normu. U finansijskoj analizi pomoću racio brojeva koriste se sledeći standardi za poređenje i interpretaciju rezultata:

- mentalni standardi samog finansijskog analitičara koji odražavaju njegovo iskustvo o tome šta se smatra normalnim pokazateljem, a šta ne,
- poređenje sa prosekom grane kojoj preduzeće pripada,
- poređenje sa istorijskim pokazateljima istog preduzeća (prethodne poslovne godine),
- poređenje sa planskim pokazateljima preduzeća,
- utvrđeni standardi (oni koji su uobičajeni u finansijskoj literaturi).

4.1. RACIA LIKVIDNOSTI

Likvidnost predstavlja sposobnost firme da servisira dospele obaveze plaćanja, uz održavanje potrebne strukture sredstava i očuvanje dobrog kreditnog boniteta. Likvidnost pokazuje sposobnost firme da ispuni sve svoje finansijske obaveze kao što su dospeli krediti i kamate, dugovanja prema dobavljačima, plate zaposlenima, porezi i sl. Problem (ne)likvidnosti je posebno važan za mala i srednja preduzeća koja su često u opasnosti da ostanu bez gotovine, ali je on važan i za velike firme kad god se i one susretnu sa finansijskim problemima.

Analogno ljudskom organizmu, likvidnost predstavlja krvni pritisak privrednog organizma tj. firme. Kao što ljudskom organizmu hipertenzija, holesterol, povišeni trigliceridi, usporeni metabolizam, kao simptomi raznih bolesti, šalju poruku i upozorenje da se iz korena moraju menjati životne navike i voditi računa o zdravlju, tako i povremeni nedostaci gotovine tj. sitniji problemi sa likvidnošću kao simptomi poslovnih problema firmi, šalju signale da sa poslovanjem firme nešto nije u redu. Prepoznavanje simptoma je jako bitno jer se njima mora posvetiti dovoljna pažnja pre nego što se oni pretvore u ozbiljne probleme.

[Izvor: ASEE News br.42, Adizes South East Europe, Novi Sad, 2009.]

Upravljanje likvidnošću, *cash flow management*, je element poslovanja koji stvara najveći pritisak, prvenstveno na mala i srednje preduzeća i to posebno u kriznim vremenima, vremenima recesije i stagnacije privredne aktivnosti. Pokazatelji poslovanja kao što su profit, promet, tržišno učešće, imidž firme, su dobri indikatori njenog uspeha ili neuspeha, ali ukoliko ona na svom računu u banci nema dovoljno novca za plaćanje dospelih obaveza prema kreditorima, dobavljačima i zaposlenima, njen biznis ide u lošem pravcu koji se može završiti poslovnom propašću firme.

Za praćenje likvidnosti preduzeća koriste se *racia likvidnosti*. Dva najzastupljenija koeficijenta su opšti racio likvidnosti (*current ratio*) i rigorozni racio likvidnosti (*quick ratio*).

Opšti racio likvidnosti pokazuje odnos tekuće aktive (obrtnih sredstava) i tekućih (kratkoročnih) obaveza preduzeća.

$$\textit{Opšti racio likvidnosti} = \frac{\textit{Obrtna sredstva (gotovina + kupci + zalihe)}}{\textit{Kratkoročne obaveze (kratkoročni krediti + dobavljači)}}$$

Kriterijum *normale* za opšti racio likvidnosti je 2, kada se može smatrati da je preduzeće likvidno. Međutim kod interpretacije vrednosti ovog racia treba biti oprezan jer u obzir treba uzeti i vrednosti drugih racia, prvenstveno koeficijenta obrta zaliha i drugih koeficijenata obrta, jer ukoliko oni imaju nisku vrednost, onda ni opšti racio likvidnosti od 3 ne mora da bude dobar tj. može da ukazuje na lošiju likvidnost i obrnuto, nizak racio likvidnosti od 1 pri visokim vrednostima koeficijenata obrta zaliha i drugih koeficijenata obrta (pri brzom obrtu obrtnih sredstava), može da bude dobar pokazatelj likvidnosti preduzeća.

Kada je ovaj pokazatelj likvidnosti manji od 1, on je prenizak, bez obzira koliko preduzeće ima gotovine na svom računu u banci i ukazuje da će preduzeće u narednom periodu ostati bez gotovine, osim ako ne pristupi nekom od načina privlačenja gotovine kao što su dodatna zaduživanja ili privlačenje investitora (dokapitalizacija). Opšti pokazatelj likvidnosti je previše nizak i kada je veći, ali blizu 1. To ukazuje da je firma jedva sposobna da gotovinom koja joj pristiže pokrije obaveze koje će dospeti. Većina banaka neće odobriti kredit firmi čiji je opšti pokazatelj likvidnosti blizu 1.

Sa druge strane, ovaj pokazatelj može da bude i previsok (preko 3,4,5,...), što ukazuje akcionarima da im firma sputava korišćenje sopstvene gotovine, odnosno ne isplaćuje im dividende koje im pripadaju i za čiju isplatu je firma dovoljno, čak i previše likvidna. Majkrosoft, na primer, od 1985. do 2004. godine nije isplaćivao dividende akcionarima, već je svu dobit reinvestirao u razvoj,

što je dovelo do brzog razvoja firme i enormnog rasta vrednosti akcija, ali je pod pritiskom akcionara to urađeno prvi put tek posle 20 godina poslovanja firme, pri čemu ni isplata jednokratne dividende od 32 milijarde dolara nije ugrozila likvidnost firme.

Rigorozni racio likvidnosti tj. *brzi test* likvidnosti[5] pokazuje odnos tekuće aktive (obrtnih sredstava) umanjene za zalihe i tekućih (kratkoročnih) obaveza preduzeća.

$$\textit{Rigoroznio racio likvidnosti} = \frac{\textit{Obrtna sredstva - Zalihe (Gotovina + Kupci)}}{\textit{Kratkoročne obaveze (kratkoročni krediti + dobavljači)}}$$

Ovaj pokazatelj likvidnosti se razlikuje od prethodnog po tome što su iz obračuna uklonjene zalihe, tako da su u tekućoj aktivi ostali samo gotovina i kategorija potraživanja od kupaca koja se, većinom, lako pretvara u gotovinu. Brzi test pokazuje koliko bi za firmu bilo lako da otplati svoje kratkoročne dugove iz gotovine i priliva od kupaca, ne čekajući da zalihe pretvori u gotove proizvode i da ih rasproda. Kreditori i dobavljači posmatraju rigorozni racio likvidnosti firme, naročito ako firma ima dosta imovine vezane u zalihama. Očekuje se da likvidna firma, za koju se može računati da će na vreme izmirivati svoje dospele obaveze, ima ovaj racio *iznad 1*, uz oprez jer se u razmatranje trebaju uzeti i rokovi dospeća potraživanja od kupaca i koeficijent obrta potraživanja od kupaca, kašnjenja kupaca i nenaplativost potraživanja od kupaca, što sve može iziskivati povećanje iznosa za prag prihvatljivosti ovog racija.

Pored ova dva navedena racia likvidnosti koji imaju najveću primenu u finansijskoj analizi likvidnosti preduzeća, koriste se još i racio trenutne likvidnosti, racio perspektivne likvidnosti, racio optimalne likvidnosti i neto obrtni kapital.

Racio trenutne likvidnosti pokazuje samo trenutnu (u toku posmatranog dana) mogućnost plaćanja dospelih obaveza preduzeća. On pokazuje odnos raspoloživih novčanih sredstava i dospelih obaveza preduzeća.

$$\textit{Racio trenutne likvidnosti} = \frac{\textit{Raspoloživa novčana sredstva}}{\textit{Dospele Obaveze}}$$

Racio trenutne (sadašnje) likvidnosti treba biti *jednak* ili *veći* od *1*, što znači da preduzeće može raspoloživim novčanim sredstvima izmiriti iznose dospelih obaveza prema poveriocima, odnosno preduzeće je trenutno likvidno. Ukoliko je ovaj racio *manji* od *1*, to znači da preduzeće nije u mogućnosti da iznosom raspoloživih novčanih sredstava izmiri dospele obaveze, odnosno trenutno je nelikvidno.

5 Ovaj racio likvidnosti naziva se još i berzanski racio, a takođe i *acid test* - ljuti test likvidnosti, kao izraz pravila finansiranja 1:1.

Racio perspektivne likvidnosti pokazuje sposobnost preduzeća da plati obaveze koje će dospeti za isplatu u jednom određenom vremenskom intervalu (npr. za nedelju dana, za mesec dana, u naredna tri meseca i sl.). On pokazuje odnos zbira novca na dan merenja likvidnosti i potraživanja i hartija od vrednosti koje će se unovčiti u posmatranom periodu, prema zbiru dospelih obaveza na dan merenja likvidnosti i obaveza koje dospevaju tokom posmatranog perioda.

$$\textit{Racio perspektivne likvidnosti} = \frac{\textit{Novac na dan merenja + Potraživanja (HOV koje će se unovčiti)}}{\textit{Dospele obaveze + Obaveze koje dospevaju tokom posmatranog perioda}}$$

Racio perspektivne likvidnosti treba da bude *jednak* ili *veći* od *1* da bi preduzeće u toku posmatranog perioda moglo da raspoloživim novčanim sredstvima podmiri dospele obaveze prema poveriocima, odnosno da bude likvidno. Skala tumačenja ovog racia može biti sledeća:

- 1 – zadovoljavajuća likvidnost,
- < 1 – prisutna nelikvidnost,
- > 1 – zadovoljavajuća likvidnost.

Dok racio trenutne likvidnosti predstavlja statičko merenje likvidnosti, racio perspektivne likvidnosti predstavlja dinamičko merenje likvidnosti, pa je preporučljivo da racio perspektivne likvidnosti bude veći od 1, jer postoji izvestan rizik unovčavanja potraživanja od kupaca i hartija od vrednosti u posmatranom periodu, odnosno oni se retko mogu unovčiti u stopostotnom iznosu. Zbog toga se rizik unovčavanja u praksi procenjuje na bazi iskustvenih činjenica. To praktično iskustvo omogućava da se izračuna racio optimalne likvidnosti, odnosno da se utvrdi koliko racio perspektivne likvidnosti treba da bude iznad jedinice da bi obezbedio zadovoljavajuću likvidnost.

Racio optimalne likvidnosti služi kao standard za određivanje koliki treba da bude racio perspektivne likvidnosti. Najpre se empirijski određuje procenat rizika unovčavanja potraživanja i hartija od vrednosti, a zatim se izračunava racio optimalne likvidnosti putem obrasca:

$$\textit{Racio optimalne likvidnosti} = \frac{100}{\textit{100 - procenat rizika unovčavanja HOV i nenovčanih sredstava}}$$

Ukoliko je racio optimalne likvidnosti jednak ili manji od racia perspektivne likvidnosti, onda je to znak da će posmatrano preduzeće u narednom periodu održati svoju likvidnost, i obrnuto, ukoliko je racio optimalne likvidnosti veći od racia perspektivne likvidnosti, onda je to znak da preduzeće neće biti likvidno u

posmatranom periodu. Generalno gledano, upotrebna vrednost racia likvidnosti je veća za banke pri odobravanju kratkoročnih zajmova preduzećima nego kod odobravanja dugoročnih zajmova. Kod kredita sa dužim rokovima dospeća, likvidnost preduzeća može da bude bitno izmenjena u odnosu na situaciju koja je postojala u prethodnom, posmatranom periodu. Ipak banke uzimaju u obzir i racia likvidnosti kod odobravanja dugoročnih zajmova, jer se pozicija likvidnosti preduzeća u prethodnom periodu uzima kao pokazatelj kakva se politika likvidnosti preduzeća može očekivati u narednom periodu.

Za razumevanje likvidnosti važan je i pojam *neto obrtnog kapitala*. Neto obrtni kapital, kako je i ranije naglašeno, predstavlja razliku tekuće aktive i tekućih obaveza. Neto obrtni kapital obuhvata obrtna sredstva tj. gotovinu, zalihe i potraživanja od kupaca umanjene za sve kratkoročne obaveze firme, odnosno deo obrtnih sredstava koji se finansira iz dugoročnih izvora.

Neto obrtni kapital = Tekuća aktiva - tekuće obaveze

ili

obrtna sredstva - kratkoročne obaveze = dugoročni izvori finansiranja obrtnih sredstava

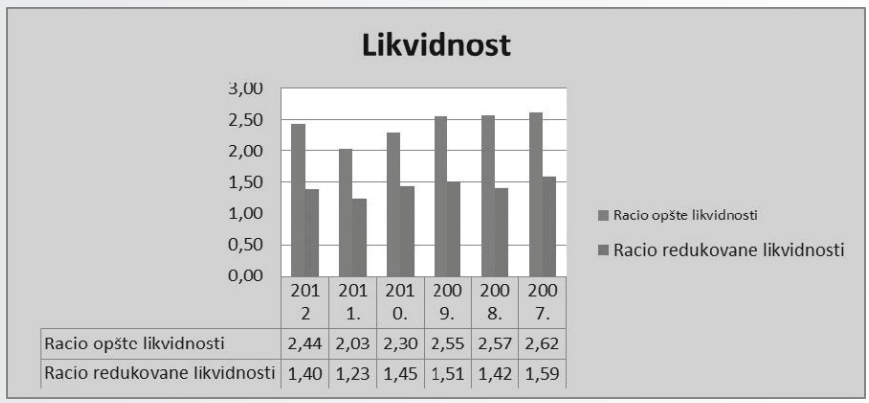
NOK – neto obrtni kapital tj. dugoročni izvori finansiranja obrtnih sredstava, iako nije racio broj, predstavlja važan pokazatelj utvrđivanja likvidnosti preduzeća. Na primer, bankama kao kreditorima i drugim poveriocima preduzeća je važno da znaju tj. da utvrde ne samo da li je preuzimanjem dodatnog duga došlo do opadanja opšteg racia likvidnosti preduzeća, već i da li je došlo do povećanja učešća kratkoročnih izvora finansiranja u finansiranju ukupnih obrtnih sredstava, odnosno relativnog opadanja neto obrtnog kapitala. Opadanje neto obrtnog kapitala je signal pogoršanja statusa likvidnosti preduzeća, dok je povećanje neto obrtnog kapitala signal poboljšanja statusa likvidnosti preduzeća.

Preduzeće **Metalac** ima sledeće vrednosti racia likvidnosti:

2	Pokazateljil LIKVIDNOSTI	2012	2011	2010	2009	2008	2007
2.1	Racio opšte likvidnosti	2,44	2,03	2,30	2,55	2,57	2,62
2.2	Racio redukovane likvidnosti	1,40	1,23	1,45	1,51	1,42	1,59
2.3	Racio trenutne likvidnosti	0,39	0,37	0,22	0,50	0,20	0,17
2.4	Racio perspektivne likvidnosti	1,34	1,19	1,41	1,47	1,33	1,51
2.5	Racio optimalne likvidnosti	1,02	1,03	1,04	N/A	N/A	N/A
2.6	Neto obrtna sredstva (RSD)	2.532.658	1.931.463	2.009.983	1.912.562	1.918.171	1.673.087

Racio opšte likvidnosti se kreće u intervalu od 2,62 u 2007. godini do iznosa od 2,44 u 2012. godini. Vrednost ovog racia je iznad normale koji propisuje teorija (2) pa se može preliminarno zaključiti da je preduzeće likvidno. Racio pokazuje sa koliko dinara obrtnih sredstava je pokriven jedan dinar kratkoročnih obaveza. Pokazuje koliko puta preduzeće poseduje više obrtnih sredstava nego kratkoročnih obaveza (V.Marjanović i M.Milojević, 2011). Interpretacija vrednosti ovog racija pokazuje da u 2007. godini preduzeće sa 2,62 dinara obrtnih sredstava pokriva 1 din krakoročnih obaveza odnosno da je sa 2,44 dinara obrtnih sredstava u 2012. godini pokriven tj. obezbeđen 1 dinar kratkoročnih obaveza. Tokom posmatranog perioda primetno je da dolazi do blagog opadanja vrednosti ovog pokazatelja što se može tumačiti kako uticajem ekonomske krize tako i isplatom dividendi vlasnicima. Međutim, da bi sa sigurnošću moglo da se tvrdi da je kompanija potpuno likvidna u razmatranje se mora uzeti i racio rigorozne i racio trenutne likvidnosti.

Normala ili standard za racio redukovane likvidnosti iznosi 1. Preduzeće Metalac ima vrednost ovog racia u 2007. godini 1,59 a u 2012. godini 1,4 što je značajno iznad normale i ide u prilog ranije iznetoj činjenici da je preduzeće likvidno. Racio pokazuje sa koliko dinara likvidnih sredstava je pokriven 1 dinar kratkoročnih obaveza. Značaj ovog pokazatelja je u tome što iz vrednosti obrtnih sredstava isključuje najnelikvidniji njihov deo a to su zalihe. Vrednost ovog pokazatelja je značajna posebno za preduzeća koja se bave proizvodnjom i trgovinom (V.Marjanović i M.Milojević, 2011). Na bazi izračunatih vrednosti može se zaključiti da i kada se izuzmu zalihe preduzeće Metalac je izuzetno likvidno. Trend ovog pokazatelja je negativan što ukazuje da u posmatranom periodu dolazi do slabije pokrivenosti kratkoročnih obaveza obrtnim sredstvima. Ohrabruje podatak da je u 2012. godini vrednost ovog racia znatno viša u odnosu na 2011. godinu (13,82%) što ukazuje da je preduzeće ponovo dostiže izuzetne standarde vezane za racio rekukovane likvidnosti.



	2012	2011.	2010.	2009.	2008.	2007.
Racio opštc likvidnosti	2,44	2,03	2,30	2,55	2,57	2,62
Racio redukovane likvidnosti	1,40	1,23	1,45	1,51	1,42	1,59

Racio trenutne likvidnosti za preduzeće Metalac iznosi 0,17 u 2007. godini odnosno 0,39 u 2012. godini. Vrednosti ovog racia se uzima uslovno jer celokupan iznos krakoročnih obaveza ne dospeva momentalno za naplatu pa samim tim nije potrebno na poslovnom računu imati novčana sredstva u iznosu celokupnih krakoročnih obaveza. Interpretacija ovog racia je da je jedan dinar kratkoročnih obaveza obezbeđen u svakom trenutku sa 0,17 dinara gotovine u 2007. godini odnosna sa 0,39 dinara gotovine u 2012. godini. Trend ovog racia je pozitivan što ukazuje da preduzeće kratkoročne obaveze sve više „obezbeđuje" sa gotovinom. Ovakav način upravljanja novčanim sredstvima jedne kompanije upućuje na konzervativni menadžerski pristup, ali zbog hronične nelikvidnosti koja postoji na tržištu Srbije, smatra se opravdanim i ispravnim jer se štiti pozicija koju kompanija poseduje ne samo u Srbiji već i u okruženju.

Vrednosti racia perspektivne likvidnosti i racio optimalne likvidnosti su iznad normale koji propisuje teorija (1). Svrha ovih racija je da ukaže na rizik od unovčavanja potraživanja od kupaca i hartija od vrednosti. Analizom bilansa preduzeća Metalac utvrđuje se da u 2012. godini od ukupnog iznosa potraživanja samo 2,26% je nenaplativo što u značajnoj meri ne utiče na likvidnost preduzeća Metalac.

Vrednost neto obrtnog kapitala u 2007. godini od 1.673.087 dinara se povećava iz godine u godinu (izuzetak je 2011. godina gde je prisutan pad od 3,90%) i u 2012. godini iznosi 2.532.658 dinara što je povećanje od 51,30%. Ovo je pozitivan trend i pokazuje da je došlo do smanjenja kratkoročnih izvora finansiranja u finansiranju obrtnih sredstava odnosno da se značajan deo obrtnih sredstava finansira iz dugoročnih izvora. Međutim, ukoliko se vrednost neto obrtnog kapitala izračuna u evrima dobijamo podatak da je stvarno tj. realno povećanje u 2012. godini u odnosu na 2007. godinu 5,48%. Iako ovo povećanje nije veliko za period od šest godina posmatrajući sveobuhvatnu situaciju u Srbiji kao i globalnu ekonomsku krizu može se zaključiti da je preduzeće Metalac jedno od retkih preduzeća u Srbiji koje pored toga što ima pozitivnu vrednost neto obrtnog kapitala iz godine u godinu beleži i blago povećanje vrednosti ovog pokazatelja što se može podvesti pod izuzetne poslovne rezultate.

4.2. RACIA AKTIVNOSTI (EFIKASNOSTI)

Racia ili često nazivani *koeficijenti aktivnosti* ili *efikasnosti* ili *obrta*, pokazuju obrt aktive preduzeća, s tim da se aktiva može posmatrati agregatno i raščlanjeno po glavnim komponentama. Visina obrta sredstava preduzeća pokazuje efikasnost njegovog poslovanja. Preduzeće ima bolje performanse ukoliko se relativno nižim iznosom aktive podržava dati obim godišnje prodaje. To znači da uspešna preduzeća imaju relativno visoke racie (koeficijente) obrta tekuće i fiksne aktive, i obrnuto, neuspešna preduzeća imaju relativno niske pokazatelje obrta tekuće i fiksne aktive, što je značajno bez obzira na izvore finansiranja tekuće i fiksne aktive. Što je finansiranje aktive preduzeća više vezano za korišćenje bankarskih kredita, to je dovoljna visina koeficijenta obrta sredstava utoliko značajnija, jer neposredno utiče na visinu odobrenih bankarskih kredita.

U literaturi i praksi najčešće se primenjuju sledeća racia aktivnosti tj. koeficijenti obrta:

- koeficijent obrta kupaca,
- koeficijent obrta dobavljača,
- koeficijent obrta zaliha,
- koeficijent obrta robe (trgovina),
- koeficijent obrta ukupnih obrtnih sredstava,
- koeficijent obrta neto obrtnih sredstava,
- koeficijent obrta fiksnih sredstava,
- koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava,
- koeficijent obrta sopstvenih sredstava.

Koeficijent obrta kupaca

$$\textit{Koeficijent obrta kupaca} = \frac{\textit{Neto prihodi od prodaje}}{\textit{Prosečan saldo kupca}}$$

Prosečan saldo kupaca = (Kupci u tekućem periodu + Kupci u prethodnom periodu) / 2

Prosečan period naplate potraživanja = 365(dana) / Koeficijent obrta kupaca

Prethodne pokazatelje treba analizirati u kontekstu kreditnih uslova koje preduzeće uobičajeno daje kupcima. Duži period od uobičajenog znači nezadovoljavajuću naplatu potraživanja od kupaca u toku godine.

Ukoliko je npr. ugovoreni kreditni rok 45 dana, a prosečan period naplate potraživanja od kupaca iznosi 100 dana, definitivno je prisutna veoma slaba efikasnost naplate potraživanja. Ovi pokazatelji služe i kod utvrđivanja likvidnosti preduzeća u kombinaciji sa pokazateljima likvidnosti.

Koeficijent obrta dobavljača

$$\textit{Koeficijent obrta dobavljača} = \frac{\textit{Godišnja nabavka materijala i usluga na kredit}}{\textit{Prosečan saldo dobavljača u toku godine}}$$

Prosečno vreme plaćanja = 365(dana) / Koeficijent obrta dobavljača

Vrednost godišnjih nabavki materijala i usluga na kredit dobija se indirektno iz podataka iz računovodstva. Prethodne pokazatelje treba analizirati u kontekstu kreditnih uslova koje dobavljači odobravaju konkretnom preduzeću.

Koeficijent obrta zaliha

$$\textit{Koeficijent obrta zaliha} = \frac{\textit{Cena koštanja realizovanih proizvoda}}{\textit{Prosečan saldo zaliha}}$$

Prosečno vreme trajanja jednog obrta = 365(dana) / Koeficijent obrta zaliha

Period prodaje zaliha = Saldo zaliha po završnom bilansu / Prosečan iznos dnevnih prodaja

Period konverzije zaliha u gotovinu = Period prodaje zaliha + Period naplate potraživanja

Zalihe u preduzećima predstavljaju izuzetno značajan segment obrtnih sredstava i upravljanje zalihama znači njihov što brži obrt. Napred su navedeni pokazatelji za kategoriju ukupnih zaliha u preduzeću koje se u praksi često sastoje iz tri vrste zaliha: zaliha sirovina i materijala, zaliha nedovršene proizvodnje i zaliha gotovih proizvoda. Za efikasno upravljanje zalihama potrebno je koeficijente ukupnih zaliha raščlaniti na parcijalne koeficijente obrta pojedinih vrsta zaliha kako bi se sagledala relativna likvidnost odnosno brzina obrta svake od njih. Tek na taj način se mogu donositi preciznije upravljačke mere u cilju ubrzanja obrta konkretne vrste zaliha.

Koeficijent obrta robe (trgovina)

$$\textit{Koeficijent obrta robe} = \frac{\textit{Nabavna vrednost prodate robe}}{\textit{Prosečan saldo zaliha robe}}$$

Prosečan saldo zaliha robe = (Saldo robe na početku godine + Saldo robe na kraju godine)/2

Ovaj pokazatelj je veoma važan za trgovinska preduzeća jer govori o tome koliko puta u toku godine se zalihe trgovačke robe konvertuju u gotovinu. Brži obrt znači brže pretvaranje zaliha u gotovinu, što se smatra povoljnim pokazateljem.

Koeficijent obrta ukupnih obrtnih sredstava

$$\textit{Koeficijent obrta ukupnih obrtnih sredstava} = \frac{\textit{Ukupni poslovni rashodi}}{\textit{Prosečna obrtna sredstva}}$$

Prosečna obrtna sredstva = (Obrtna sredstva na početku + Obrtna sredstva na kraju godine)/2

Ovaj koeficijent pokazuje uspešnost upravljanja ukupnim obrtnim sredstvima odnosno koliko su prosečno puta u toku godine ukupna obrtna sredstva korišćena za plaćanje troškova i rashoda. U obrascu za izračunavanje ovog koeficijenta se umesto neto prihoda od prodaje uzimaju ukupni izdaci – troškovi i rashodi, kako bi se isključenjem dobitka bolje iskazala efikasnost korišćenja ukupnih obrtnih sredstava u finansiranju rashoda.

Koeficijent obrta neto obrtnih sredstava

$$\textit{Koeficijent obrta neto obrtnih sredstava} = \frac{\textit{Neto prihodi od realizacije}}{\textit{Prosečna neto obrtna sredstva}}$$

Ovaj racio pokazatelj je veoma karakterističan i specifičan u odnosu na sve ostale navedene koeficijente. Dok za ostale koeficijente važi pravilo da viši koeficijent znači brži obrt odnosno veću efikasnost u upravljanju poslovnim aktivnostima preduzeća, kod koeficijenta obrta neto obrtnih sredstava visok iznos koeficijenta je nepovoljnija varijanta u odnosu na nizak iznos koeficijenta. To je zbog toga što mala pokrivenost obrtnih sredstava dugoročnim izvorima (nepovoljna varijanta za likvidnist) smanjuje neto obrtna sredstva odnosno povećava koeficijent obrta. Opasno je kada ovaj koeficijent nekontrolisano raste, jer to nosi veliku verovatnoću opasnosti od potencijalne nelikvidnosti.

Povoljnija je varijanta smanjenja ovog koeficijenta jer to znači rast neto obrtnih sredstava odnosno veću pokrivenost obrtnih sredstava dugoročnim izvorima, što je dobro za likvidnost. Međutim tendencija smanjenja ovog koeficijenta može da odražava i predimenzioniranost neto obrtnih sredstava u odnosu na obim aktivnosti. Iza te tendencije može da se krije i gomilanje zaliha ili potraživanja, usled lošeg kvaliteta ili usporenog obrta, što se pokušava pokriti dugoročnim izvorima finansiranja, a to se negativno odražava na rentabilnost ukupnog poslovanja preduzeća.

Koeficijent obrta fiksnih sredstava

$$\textit{Koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava} = \frac{\textit{Neto prihodi od prodaje}}{\textit{Ukupna poslovna sredstva}}$$

Analitička interpretacija ovog koeficijenta zavisi od prosečnog koeficijenta obrta za privrednu granu kojoj pripada preduzeće. Viša vrednost ovog koeficijenta od prosečnog je dobar pokazatelj efikasnosti upravljanja osnovnim sredstvima u preduzeću.

S druge strane, niska vrednost predmetnog racia ukazuje na suvišno ulaganje u stalnu imovinu – osnovna sredstva tj. na predimenzioniranost proizvodnih kapaciteta u odnosu na mogućnost plasmana. Sa aspekta banke kao poverioca – kreditora plasiranje dugoročnog investicionog kredita preduzeću sa niskom vrednošću koeficijenta obrta fiksnih sredstava bio bi potpuno neopravdan.

Koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava

$$\textit{Koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava} = \frac{\textit{Neto prihodi od prodaje}}{\textit{Ukupna poslovna sredstva}}$$

Koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava je uopšteni indikator poslovne aktivnosti preduzeća koji pokazuje efikasnost upravljanja ukupnim sredstvima. On je sintetički racio pokazetelj svih prethodno izloženih parcijalnih racio pokazatelja. Ne postoji neki standardni kriterijum normale za nivo ovog koeficijenta, već njegov zadovoljavajući ili nezadovoljavajući nivo zavisi od dugogodišnjeg trenda kretanja ovog koeficijenta u preduzeću i njegovog nivoa u odnosu na koeficijente obrta ukupnih poslovnih sredstava drugih preduzeća u istoj privrednoj grani.

Koeficijent obrta sopstvenih sredstava

$$\textit{Koeficijent obrta sopstvenih sredstava} = \frac{\textit{Neto prihodi od prodaje}}{\textit{Sopstvena poslovna sredstva}}$$

Ovaj racio pokazuje efikasnost upravljanja sopstvenim sredstvima koja predstavljaju deo poslovne imovine preduzeća pribavljen iz sopstvenih izvora finansiranja. U interpretaciji analitičke vrednosti ovog racia mora se voditi računa o aspektu sigurnosti i rentabilnosti.

Sa aspekta rentabilnosti povoljnija varijanta je da se ostvaruju što veći prihodi od prodaje sa što manje sopstvenih sredstava tj. da ovaj koeficijent bude što viši. Međutim, to istovremeno znači da preduzeće intenzivno posluje sa pozajmljenim sredstvima što je nepovoljnija varujanta u pogledu sigurnosti i finansijske strukture preduzeća, aspektima kojima odgovara da ovaj koeficijent bude što niži. Dokle god preduzeće ima stabilan obim prodaje i ostvaruje zadovoljavajuće finansisjke rezultate poslovanja sa malim učešćem sopstvenih sredstava u ukupnim poslovnim sredstvima, to je finansijski vrlo atraktivno, ali istovremeno i rizično, jer u situaciji kada nastupi osetniji pad realizacije preduzeća, onda srazmerno mala sopstvena sredstva mogu biti nedovoljna za apsorbovanje nastalih poslovnih gubitaka i obezbeđenja tekuće likvidnosti preduzeća, što predstavlja rastući rizik poslovanja odnosno smanjenje sigurnosti preduzeća.

Preduzeće **Metalac** ima sledeće vrdnosti pokazatelja poslovne aktivnosti:

3	Pokazatelji posl. aktivnosti	2012	2011	2010	2009	2008	2007
3.1	Koeficijent obrta kupaca	4,75	4,16	4,04	3,63	4,11	3,81
	Prosečan period naplate	76,9	87,64	90,4	100,63	88,77	95,74
3.2	Koeficijent obrta dobavljača	5,84	6,04	5,68	4,69	5,8	5,47
	Prosečan period isplate	62,47	60,43	64,25	77,88	62,97	66,71
3.3	Koeficijent obrta zaliha	2,41	2,35	2,16	1,84	2,43	2,57
	Broj potrebnih dana	151,2	155,33	168,87	198,89	15,3	142,17
3.4	Koeficijent obrta obrtnih sredstava	1,38	1,25	1,18	1,11	1,43	1,38
	Broj potrebnih dana	265,17	292,86	309,06	328,26	256,03	264,96
3.5	Koeficijent obrta stalnih sredstava	2,76	2,41	2,12	1,78	2,13	1,89
	Broj potrebnih dana	132,13	151,44	172,49	205,22	171,62	192,97
3.6	Koeficijent obrta poslovnih sredstava	1,01	0,9	0,84	0,75	0,94	0,86
	Broj potrebnih dana	360,27	405,65	436,32	484,43	389,34	422,41

Koeficijent obrta kupaca pokazuje koliko se puta, u proseku, naplaćuju potraživanja u toku godine. Na koliko dinara neto prihoda od realizacije u toku godine 1 dinar ostaje nenaplaćen u saldu potraživanja od kupaca. U razvijenim zemljama, taj period iznosi do 30 dana, tako da se to često uzima kao neka vrsta orijentacione normale. Na bazi izračunatih vrednosti može se konstatovati da prosečan period naplate potraživanja od kupaca u 2012. godini iznosi 76,9 dana što je dosta više od orjentacione normale i nije pozitivna činjenica. Međutim, pozitivan je trend ovog pokazatelja jer se broj dana potrebnih za naplatu potraživanja smanjuje. U 2010. godini broj dana za naplatu potraživanja je iznosio 90,4 dana a u 2012. godini 76,9 dana. Dug period naplate potraživanja može se objasniti trenutnom situacijom na tržištu Srbije gde preduzeće Metalac beskamatno kreditira svoje kupce kako ne bi došlo do osetnijeg pada prihoda. Kako se situacija na tržištu poboljšava tako i kompanija skraćuje prosečan period naplate svojih potraživanja.

Koeficijent obrta dobavljača pokazuje koliko puta se prosečno godišnje plaćaju obaveze prema dobavljačima. Prosečno vreme plaćanja obaveza prema dobavljačima (prosečno vreme trajanja jednog obrta dobavljača ili prosečna starost dobavljača) pokazuje vremenski period u kome dobavljači beskamatno kreditiraju preduzeće-upotreba spontanih izvora finansiranja. Vrednost ovog koeficijenta u 2010. godini iznosi 64,25 dana a u 2012. godini 62,47 dana što govori da u proseku na svakih 60-tak dana preduzeće izmiruje svoje obaveze prema dobavljačima. Uzimajući u obzir praksu u privredi Srbije kao i prosečan broj dana potrebnih za naplatu potraživanja može se konstatovati da preduzeće Metalac ulaže značajne napore kako bi uredno i u razumnom roku servisiralo svoje obaveze prema dobavljačima.

Koeficijent obrta zaliha pokazuje koliko prosečno puta u toku godine dolazi do obrta zaliha u jednom preduzeću. Vrednost ovog koeficijenta u 2010. godini iznosi 2,16 a u 2012. godini 2,41 što je povećanje od 11,58% i predstavlja pozitivan trend, jer što je veći koeficijent obrta zaliha to je bolja situacija za preduzeća jer je potrebno da u toku godine manja količina novčanih sredstava bude „zarobljena" u zalihama.

Vrednosti koeficijenata obrta obrtnih sredstava u 2010. godini iznosi 1,18 a u 2012. godini 1,38 što je povećanje od 16,95% i predstavlja pozitivan trend jer pokazuje da preduzeće Metalac sve efikasnije koristi svoja obrtna sredstva kako bi platilo troškove i rashode. Poređenjem vrednosti ovog pokazatelja sa preduzećima iz sličnih delatnosti u inostranstvu može se zaključiti da jedan od primarnih zadataka menadžmenta ovoga preduzeća jeste povećavanje efikasnosti u korišćenju obrtnih sredstava.

Koeficijent obrta stalnih sredstava meri i daje informacije o tome koliko efikasno preduzeće ostvaruje (realizuje) prihode od svojih ulaganja u stalna sredstva. Vrednosti koeficijenta stalnih sredstava u 2010. godini iznosi 2,12 a u 2012. godini iznosi 2,76 što je povećanje od 30,19%. Što je pokazatelj obrta stalnih sredstava viši, to je bolje, jer on ukazuje na efikasnije korišćenje stalnih sredstava u ostvarivanju prihoda. Na bazi izračunatih vrednosti koeficijenta može se konstatovati da preduzeće sve efikasnije koristi svoja stalna sredstva u generisanju prihoda. Vrednosti ovog koeficijenta su daleko ispod konkurencije pa preporuka menadžmentu je da se posebna pažnja usmeri na efikasnost korišćenja sredstava.

Koeficijent obrta ukupnih sredstava u preduzeću Metalac iznosi u 2012. godini 1,01, što je povećanje od 20,23% u odnosu na 2010. godinu gde je vrednost ovog pokazatelja iznosila 0,84. Interpretacija vrednosti ovog koeficijenta pokazuje da se jedan dinar poslovnih sredstava u 2012. godini obrne u toku godine 1,01 puta odnosna za svakih 360 dana. Zbog specifičnosti svake delatnosti jako je teško izvršiti poređenje i sa kompanijama koju posluju u istoj delatnosti, ali jako je bitan trend pokazatelja. Kod preduzeća Metalac prisutan je pozitivan trend što ukazuje na rast efikasnosti, iz godine u godinu, u korišćenju ukupnih poslovnih sredstava.

4.3. RACIA FINANSIJSKE STRUKTURE I ZADUŽENOSTI

Poslovna sredstva preduzeća mogu da se finansiraju iz različitih izvora finansiranja, koji se sa aspekta pripadnosti dele na pozajmljene i sopstvene. Finansijska struktura preduzeća predstavlja odnos između pozajmljenih i sopstvenih izvora finansiranja koji se prikazuju na pasivnoj strani bilansa stanja.

Ukupna sredstva u aktivi finansiraju se ili iz sopstvenog kapitala ili iz obaveza. Struk- tura pasive može da se komponuje na različite načine u zavisnosti od individualnih potreba preduzeća i strukture njegove aktive. U procesu komponovanja pasive treba voditi računa da se zadovolje uslovi zlatnog bilansnog pravila u užem ili širem smislu. Samo komponovanje pasive kroz odnos sopstvenih i pozajmljenih izvora finansiranja čini finansijsku strukturu preduzeća. Racia ili pokazatelji finansijske strukture su obavezno sredstvo kojim se služi finansijska analiza u proceni finansijskog položaja preduzeća.

Zbog toga se među mnogobrojne indikatore finansijske strukture i zaduženosti preduzeća najčešće ubrajaju: racio zaduženosti prema ukupnoj pasivi, racio zaduženosti prema neto imovini (kapitalu), *debt to equity racio*, racio pokrića kamate, racio pokrića kreditnih obaveza. Ovu veliku grupu racia finansijske strukture i zaduženosti (tzv. racia finansijskog levridža – *leverage ratios*) u suštini čine dve podgrupe: racia zaduženosti i racia pokrića, pri čemu prva tri navedena racia spadaju u prvu podgrupu, a ostala dva racia u drugu podgrupu.

Racija zaduženosti zapravo pokazuju finansijsku strukturu posmatranog preduzeća. To su racija koja pokazuju do koje mere se preduzeće finansira zaduživanjem. Viši stepen zaduženosti preduzeća za banke i druge poverioce znači povećani kreditni rizik i obrnuto, niži stepen zaduženosti preduzeća indicira banci i drugim poveriocima smanjeni kreditni rizik preduzeća.

Odnos pozajmljenih prema ukupnim izvorima finasiranja se izračunava kao:

$$\textit{Racio zaduženosti prema ukupnoj pasivi} = \frac{\textit{Pozajmljeni izvori}}{\textit{Ukupna pasiva}}$$

$$\textit{Pozajmljeni izvori} = \textit{Dugoročne} + \textit{Kratkoročne obaveze}$$

Ovaj racio je različit od preduzeća do preduzeća i ne postoji neka unapred data normala ili standard. Zato ovaj racio učešća pozajmljenih izvora u ukupnim izvorima treba porediti sa njegovim istorijskim vrednostima, kao i sa prosekom u grani u kojoj preduzeće posluje.

$$\textit{Racio zaduženosti prema neto imovini (kapitalu)} = \frac{\textit{Pozajmljeni izvori}}{\textit{Akcijski kapital}}$$

Banke i drugi poverioci vole da je ovaj racio nizak, jer što je niži to je veći nivo finansiranja preduzeća koji obezbeđuju akcionari i veća je zaštita poverilaca u slučaju smanjenja vrednosti imovine ili gubitaka. Povećano korišćenje pozajmljenih sredstava u odnosu na akcijski kapital preduzeća znači povećanje leveridža (poluge odnosno rizika). To deluje na povećanje mase i stope profita, ali samo pod pretpostavkom da preduzeće ostvari zadovoljavajući obrt sredstava. To je zbog toga što se smatra da je cena pozajmljenog kapitala u principu niža od cene akcijskog kapitala. Međutim, ukoliko dođe do poremećaja u poslovanju preduzeća, smanjenog obima prodaje i sl., povećani leveridž više ne vrši funkciju poluge već ispoljava drugu stranu svog lica – rizik, jer povećani leveridž znači i veće opterećenje preduzeća u vezi sa anuitetnim obavezama.

Debt to equity racio se izračunava kao odnos dugoročnih obaveza i sopstvenog kapitala:

$$Debt / Eqity\ racio = \frac{Dugoročne\ obaveze + Dugoročna\ rezervisanja}{Sopstveni\ kapital}$$

Ovaj racio predstavlja koeficijent sigurnosti dugoročnih poverilaca. Njime se izražava stepen dejstva leveridža, kojim se pokušavaju izmeriti efekti finansiranja iz pozajmljenih izvora na rentabilnost ili stopu prinosa sopstvenog kapitala.

Racio pokrića kamate ili koliko puta je preduzeće zaradilo kamate izračunava se kao:

$$Racio\ pokrića\ kamate = \frac{Poslovni\ dobita}{Troškovi\ kamate\ na\ kredite}$$

Ovo je tradicionalni racio koji bankama služi kao merilo sposobnosti preduzeća da podmiri svoje troškove kamata i tako izbegne bankrot. Po pravilu, veći racio znači veću verovatnoću da će preduzeće bez teškoća pokriti svoje kamatne troškove. Ujedno se na osnovu ovog racia procenjuje i sposobnost preduzeća da uzme nove kredite. Suština ovog racia leži u tome da finansiranje putem kredita ili emisijom obveznica prouzrokuje da preduzeće ima fiksne periodične rashode na ime kamate, kao fiksnu obavezu koju mora da servisira. Ovi izdaci za kamatu padaju na teret poslovnog dobitka preduzeća. Racio pokrića kamate se upoređuje sa njegovom istorijskom vrednošću. Teško je reći koliko bi kamatno pokriće realno trebalo biti jer ne postoji neki prihvaćeni standard, ali svakako treba biti veće od 1 i, što je povoljnije, više puta veće od 1.

Širi oblik analize uključuje i racio pokrića kreditnih obaveza tj. sposobnost preduzeća da pokrije sve fiksne troškove kredita, pa se pored plaćanja kamata uključuju i isplate glavnica za preuzete kredite, ali i za emitovane obveznice i sl. Izračunava se kao:

$$Racio\ pokrića\ kreditni\ obaveza = \frac{Poslovni\ dobitak}{Troškovi\ kamate\ na\ kredite + Otplata\ glavnice}$$

Kao i kod prethodnog racia, ne postoji određeni benchmarking tj. referentna tačka, ali je dobro da što više bude veći od 1.

„*Benchmarking*" (referentna tačka) – upoređivanje poslovanja i uspešnosti kompanije sa svetskim kompanijama – može se primeniti na analizu racija. Dakle, osim poređenja racia preduzeća sa industrijskim prosecima tokom vremena, takođe možete porediti racie preduzeća sa benčmarkom ili konkurentom svetske klase u delatnosti kojoj pripada preduzeće.

[Izvor: J. Van Horne i J. Wachowicz (2007) Osnovi finansijskog menadžmenta, Data Status, Beograd, str. 134.]

Značaj racia pokrića kreditnih obaveza može se sagledati na jednom primeru (M. Ćirović, 2008):

Pokriće kreditnih obaveza prema profitu kompanije

Kompanija	A	B
Profit	730	240
Kamatni rashodi	100	10
Otplata glavnice	167	17
Fiksne kreditne obaveze	267	27
Pokriće fiksnih kreditnih obaveza	2,7 X	9,0 X

U tabeli je napravljena komparacija između kompanije A i kompanije B. Pretpostavljeno je da je profit kompanije A znatno veći nego kompanije B. Međutim, kompanija A ima znatno veći stepen zaduženosti u odnosu na kompaniju B. Usled toga je zbir kamatnih plaćanja i otplate glavnice duga mnogo veći kod kompanije A nego kod kompanije B. Kada se ukupni iznos fiksnih kreditnih obaveza stavi u odnos prema profitu obe kompanije, dobija se da je profit kompanije A 2,7 puta veći u odnosu na fiksne kreditne obaveze, dok ta proporcija iznosi 9,0 kod kompanije B. Kompanija B ima znatno veći stepen pokrića kreditnih obaveza u odnosu na profit, pa stoga predstavlja niži kreditni rizik u odnosu na kompaniju A.

Preduzeće **Metalac** ima sledeće vrdnosti pokazatelja finansijske strukture:

4	Pokazatelji finan. strukture	2012	2011	2010	2009	2008	2007
4.1	Odnos pozajmljenih prema ukupnim izvorima finansiranja	38,29%	36,26%	37,19%	37,97%	40,48%	35,66%
4.2	Odnos obaveza i sopstvenog kapitala	62,87%	57,48%	59,93%	62,13%	69,19%	55,43%
4.3	Koeficijent pokrića kamata	3,45	3,33	2,73	2,15	1,42	3,52

Odnos pozajmljenih i ukupnih izvora finasiranja pokazuje da tokom perioda od šest godina nije došlo do značajnijih promena u njihovom odnosu, tj. ukazuje na relativno stabilnu finansijsku strukturu preduzeća. U 2010. godini udeo pozajmljenih (tuđih) sredstava u ukupnim sredstvima preduzeća je 37,19%. Na 100 dinara ukupno angažovanih sredstava preduzeća 37,19 dinara čine pozajmljena sredstva. Slična situacija je i u 2012. godini sa tim što dolazi do neznatnog povećanja udela pozajmljenih sredstva u odnosu na 2007. godinu za 2,95%.

Vrednost odnosa obaveza i sopstvenog kapitala pokazuje da tokom posmatranog perioda raste udeo pozajmljenih u odnosu na sopstvena sredstva za 4,91%. Interpretacija ovog pokazatelja je da preduzeće tokom redovnog poslovanja na svakih 100 dinara angažovanih sopstvenih sredstva u 2012. godini angažuje i 62,87 dinara iz pozajmljenih izvora. Korišćenjem sve više pozajmljenih sredstva u odnosu na sopstvena sredstva je opravdano ukoliko dolazi do rasta prihoda i rentabilnosti.

Vrednost racia pokrića kamata pokazuje koliko je poslovni dobitak kompanije opterećen troškovima kamata. Ovaj pokazatelj se izračunava korišćenjem dva finansijska izveštaja Bilansa uspeha i Izveštaja o novčanim tokovima. Na bazi izračunatih vrednosti može se konstatovati da raste pokrivenost troškova kamata poslovnim dobitkom što je pozitivan trend za kompaniju i otvara joj mogućnost da može dodatno da se zaduži u slučaju novih investicija.

4.4. RACIA RENTABILNOSTI

Racia rentabilnosti se još nazivaju i racia uspešnosti ili racia profitabilnosti. Racia rentabilnosti mogu biti *parcijalna* i *globalna*. Parcijalna se odnose na stopu poslovnog i neto dobitka, čije se utvrđivanje i analiza vrše *samo na bazi bilansa uspeha*. *Globalna* obuhvataju stopu prinosa na ukupna poslovna sredstva (aktivu) i stopu prinosa na sopstvena sredstva (akcijski kapital) čije se utvrđivanje i analiza vrše na bazi oba bilansa, *i bilansa uspeha i bilansa stanja*.

Parcijalni pokazatelji rentabilnosti su:

$$\textit{Stopa poslovnog dobitka} = \frac{\textit{Poslovni dobitak}}{\textit{Poslovnih prihodi}} \; x\,100$$

$$\textit{Stopa neto dobitka} = \frac{\textit{Neto dobitak}}{\textit{Poslovnih prihodi}} \; x\,100$$

Globalni ili sintetički pokazatelji rentabilnosti su relativni odnosi dve pozicije gde je u brojiocu dobitak, a u imeniocu neka od formi sredstava preduzeća. Na ovaj način se dobijaju bitni pokazatelji rentabilnosti:

Stopa prinosa na poslovna sredstva ili Stopa prinosa na aktivu ROA (*Return on Assets*):

$$ROA = \frac{Neto\ dobitak}{Ukupna\ aktiva}$$

Maksimiziranje stope prinosa na aktivu - ROA moguće je ostvariti na dva načina:

- povećanjem stope neto dobitka i/ili
- povećanjem koeficijenta obrta aktive

Stopa prinosa na sopstveni (akcijski) kapital ili ROE (*Return on Equity*):

$$ROE = \frac{Neto\ dobitak}{Sopstveni\ (akcijski)\ kapital}$$

Maksimiziranje stope prinosa na sopstveni kapital – ROE moguće je ostvariti takođe na dva načina:

- maksimiziranjem stope neto dobitka i/ili
- maksimiziranjem koeficijenta obrta sopstvenih sredstava (kapitala), odnosno dela aktive koja je finansirana iz sopstvenog kapitala.

Prikazana racia rentabilnosti ukazuju na tri osnovne dimenzije rentabilnosti preduzeća. Stopa prinosa (profitna stopa) može se dobiti kada se iznos ostvarenog godišnjeg dobitka stavlja u odnos prema godišnjoj prodaji (poslovni prihodi) ili prema ukupnoj aktivi ili prema neto imovini (akcijskom kapitalu) preduzeća. Prva dimenzija se odnosi na prodaju preduzeća, odnosno pokazuje da pri ostalim istim uslovima, povećanje obima godišnje prodaje dovodi do povećanja prinosa. Druga dimenzija pokazuje da isti obim dobitka koji je podržan nižim iznosom ukupne aktive preduzeća dovodi do povećanja profitne stope. Treća dimenzija pokazuje da ukoliko je akcijski kapital pri datoj masi dobitka relativno manji, profitna stopa je veća. Ovde se radi o efektu finansijskog levridža na formiranje stope prinosa na akcijski kapital – ROE. Ukoliko je u finansijskoj strukturi preduzeća više zastupljeno zaduženje, pri povoljnim ekonomskim performansama preduzeća, povećava se profitna stopa za akcionare preduzeća.

Ali, ako pri povećanom finansijskom levridžu dođe do pogoršanja performansi preduzeća, onda se to negativno odražava na profitnu stopu merenu prema akcijskom kapitalu – ROE.

Preduzeće **Metalac** ima sledeće vrdnosti pokazatelja rentabilnosti:

5	Pokazatelji rentabilnosti	2012	2011	2010	2009	2008	2007
5.1	Stopa poslovnog dobitka	11,93%	11,24%	13,16%	13,02%	12,04%	11,12%
5.2	Stopa neto dobitka	9,20%	9,66%	10,14%	7,48%	6,82%	10,01%
5.3	Stopa prinosa na poslovna sredstva	9,38%	8,74%	8,53%	5,69%	6,51%	8,74%
	Prosečna poslovna sredstva	6.243.963,00	5.742.421,00	5.449.252,50	5.326.762,50	5.052.825,50	4.629.570,50
5.4	Stopa prinosa na sopstveni kapital	15,14%	13,96%	13,85%	9,52%	10,63%	13,59%
	Prosečan sopstveni kapital	3.867.126	3.593.935	3.356.523	3.185.326	3.094.422	2.975.740

Stopa poslovnog dobitka pokazuje da na svakih 100 dinara iskazanih poslovnih prihoda preduzeće ostvaruje poslovnih dobitak u iznosu od 11,93 dinara. Vrednost ovog pokazatelja profitabilnosti je veoma bitna jer ukazuje da preduzeće Metalac poseduje kako dovoljnu maržu tako i dovoljnu količinu poslovnih prihoda da pokrije celokupne poslovne rashode. Loš je trend ovog pokazatelja jer se njegova vrednost u 2012. godini smanjila u odnosu na 2010. godinu za 9,34% i govori o manjoj profitabilnosti koje preduzeće ostvaruje na tržištu. Detaljnom analizom treba utvrditi koji poslovni rashodi su izazvali smanjenje poslovnog dobitka.

Stopa neto dobitka u 2012. godini iznosi 9,20% što je opadanje od 9,27% u odnosu na 2010. godinu kada je vrednost iznosila 10,14%. Opadanje udela neto dobitka u poslovnim prihodima je negativan trend i ukazuje na slabljenje profitabilnosti kompanije. U 2010. godini na svakih 100 dinara iskazanih poslovnih prihoda preduzeće je imalo neto dobit u iznosu od 13,16 dinara a u 2012. godini ovaj iznos je 9,20 dinara.

ROA ili stopa prinosa na poslovna sredstva pokazuje kolika je oplodnja ukupno angažovanih sredstava preduzeća. Normala za pokazatelj ne postoji, ali pojedini analitičari smatraju da se po razlici između ROA i ROE može sagledati kako dejstvo finansijskog levridža, tako i sposobnost menadžmenta da se po što nižoj kamatnoj stopi zaduži na tržištu (M.Milojević, 2013). ROA je u 2010. godini iznosila 8,53%. Interpretacija ove vrednosti pokazuje da preduzeće Metalac na 100 dinara angažovanih ukupnih sredstava u proseku oplodi ova sredstva za 8,53 dinara. Jedan od problema u analizi finansijskih izveštaja je i promena deviznog kursa. Iz tog razloga stopa prinosa na poslovna sredstva izračunata je u evrima.

Kao što se vidi iz tabele u 2010 godini ROA izračunata u evrima iznosi 5,84% i pokazuje da na 100 dinara angažovanih poslovnih sredstva u proseku preduzeće oplodi ova sredstva za 5,84 evra, što je za gotovo 2,69% manje nego da je stopa izračunata u dinarima. Trend ROA je pozitivan i ukazuje da preduzeće iz godine u godinu sve efikasnije koristi svoja poslovna sredstva.

Vrednost stope prinosa na sopstvena sredstva (ROE) je u tome da pokaže kolika je na godišnjem nivou oplodnja sopstvenog kapitala, tj. za koliko je uvećan kapital vlasnika u odnosu na prethodnu godinu. Kretanje ROE kao i kretanje ROA ima pozitivan trend jer se uvećava iz godine u godinu. Na 100 evra angažovanog sopstvenog kapitala preduzeće Metalac u proseku zaradi tj. uveća svojim vlasnicima kapital za 13,21 evro u 2010. godini odnosno 14,54 evra u 2012. godini. Ovaj iznos nije mali kada se uporedi sa prosečnom kamatnom stopom na međunarodnom bankarskom tržištu ali je mali ako se uporedi sa ovom stopom na srpskom tržištu. Poređenjem razlike između ROA i ROE (koji su prikazani u evrima) uviđa se efekat korišćenja pozajmljenih sredstava (finansijskog levridža) na poslovanje preduzeća. Razlika između ROA i ROE u 2010. godini je 7,37% a u 2012. godini 6,15% što obezbeđuje podatak o ceni korišćenja pozajmljenih izvora tj. za koliko je procenata korišćenje pozajmljenih sredstava povcećalo ROA.



	2012	2011	2010
ROA	8,39%	8,06%	5,84%
ROE	14,54%	14,02%	13,21%

4.5. RACIA TRŽIŠNE VREDNOSTI

Racia tržišne vrednosti se često nazivaju i pokazatelji vlasništva. Oni su karakteristični za akcionarska preduzeća. U racia tržišne vrednosti se ubrajaju:

- neto dobitak po akciji – EPS (*Earnings per Share*);
- racio tržišne cene i neto dobitka po akciji – PE (*Price to Earnings*);
- knjigovodstvena vrednost po akciji – B (*Book Value*);
- racio tržišne i knjigovodstvene vrednosti akcija – PB (*Price to Book*);
- racio plaćanja dividende;
- dividendna stopa (*Dividend Yield*).

Neto dobitak po akciji **EPS** ili *Earnings per share* izračunava se kao relativni odnos neto dobitka ostvarenog u toku poslovne godine i ukupnog broja izdatih običnih akcija. Neto dobitak po akciji je važan i pouzdan pokazatelj uspeha preduzeća, kako za postojeće akcionare, tako i za potencijalne ulagače koji nameravaju da investiraju svoj kapital u preduzeće.

$$EPS\ (neto\ dobitak\ po\ akciji) = \frac{Neto\ dobitak}{Broj\ emitovanih\ običnih\ akcija}$$

EPS pokazuje koji se deo dobitka može akumulirati ili raspodeliti akcionarima u vidu dividendi, što zavisi od politike raspodele u preduzeću i od veličine ostvarenog dobitka. Broj običnih akcija je broj emitovanih i prodatih akcija tj. onih koje su u rukama vlasnika. Ovde se ne uzimaju u obzir tzv. trezorske akcije (treasury shares) koje se ne nalaze u prometu, već ih je preduzeće otkupilo da bi ih poništilo ili naknadno emitovalo. Ovaj racio meri uspešnost poslovanja preduzeća i predstavlja veoma značajan i nezaobilazan indikator u investicionoj analizi za potencijalne investitore.

Racio tržišne cene i neto dobitka po akciji **PE (P/E**) ili *price to earnings* dobija se sledećom formulom:

$$PE = \frac{Tržišna\ cena}{EPS\ (Neto\ dobitak\ po\ akciji)}$$

Ovo je jedan od najčešće korišćenih racia tržišne vrednosti preduzeća. Ovaj racio se još može nazvati i „rok povraćaja" ili godišnji multiplikator, jer pokazuje za koliko godina će se vratiti uloženi novac. Racio PE označava koliko je tržište spremno da plati za EPS (ili profit preduzeća).

Ako je PE racio veći, tržište je spremno više da plati, što ukazuje na budući rast neto dobitka, odnosno da ulagači imaju poverenje u preduzeće. Visok PE racio može značiti da tržište visoko vrednuje preduzeće (visok kvalitet = visoka tražnja = visoka cena = visok PE) i da je to u stvari signal investitorima da je preduzeće veoma dobro, odnosno to je signal za kupovinu akcija. Međutim, visok PE racio može da znači i da su akcije preplaćene odnosno da je cena visoka, što šalje signal investitorima da prodaju akcije tog preduzeća. Nizak PE racio može da znači da tržište nema poverenja u akcije preduzeća, odnosno da su „akcije jeftine sa razlogom", što je signal investitorima za prodaju akcija. Ali istovremeno, nizak PE racio može značiti i da su akcije podcenjene, da im je cena jeftina i da to šalje signal investitorima za kupovinu akcija tog preduzeća. Kakav signal investitorima šalje određeni nivo PE racia ne može se zaključiti samo na osnovu apsolutnog iznosa PE racia, već se u obzir moraju uzeti i svi ostali relevantni racio pokazatelji tržišne vrednosti preduzeća i situacija odnosno prosečne vrednosti PE racia na konkretnom finansijskom tržištu i u grani u kojoj preduzeće obavlja delatnost.

Knjigovodstvena vrednost po akciji – **B** (*Book Value*) dobija se deljenjem sopstvenog kapitala brojem izdatih običnih akcija:

Knjigovodstvena vrednost po akciji = Sopstveni kapital / Broj emitovanih običnih akcija

Metod knjigovodstvene vrednosti podložan je kritici jer polazi od bilansa stanja koji se zasniva na istorijskim podacima, ignoriše potencijalne dobitke koji bi se mogli ostvariti korišćenjem sredstava i ne razmatra međuzavisnost sa tržišnom vrednošću preduzeća. U slučaju da dođe do likvidacije preduzeća, po podmirenju svih poverioca i troškova postupka stečaja, običnim akcionarima bi ostale akcije u vrednosti ovog pokazatelja. Knjigovodstvena vrednost po akciji se koristi kod određivanja likvidacione vrednosti preduzeća, koja predstavlja stvarni iznos koji će primiti obični akcionari preduzeća ako dođe do njegove likvidacije.

Racio tržišne i knjigovodstvene vrednosti akcija **PB** (*Price to Book*) dobija se kao odnos tržišne i knjigovodstvene vrednosti (cene) akcije:

$$PB = \frac{\textit{Tržišna vrednost akcije}}{\textit{Knjigovodstvena vrednost akcija}}$$

Ovo je jedan od najvažnijih racia tržišne vrednosti preduzeća. On označava koliko tržište vrednuje preduzeće u odnosu na njegovu knjigovodstvenu vrednost. Ukoliko su tržišna i knjigovodstvena cena akcija iste, ovaj racio iznosi 1. Ako je ovaj racio nizak (manji od 1), smatra se da je preduzeće podcenjeno. To je signal investitorima da kupuje akcije takvog podcenjenog preduzeća, ali istovremeno nizak racio PB može i da znači da preduzeće zaista ne vredi, investitori se

oslobađaju njegovih akcija što pravi pritisak na ponudu tih akcija na tržištu, obara im cene, pa je zato PB racio nizak. Ako je PB racio visok (veći od 1), smatra se da je preduzeće precenjeno. To je signal investitorima da prodaju akcije takvog precenjenog preduzeća, ali istovremeno visok PB racio može i da znači da tržište vrednuje preduzeće, da raste tražnja investitora za njegovim akcijama što pravi pritisak na tražnju tih akcija na tržištu, podiže im cene, pa je zbog toga PB racio visok. Kao i kod PE racia teško je reći šta je „visoko" a šta „nisko". Nekoliko opštih pravila kao i kod PE racia vezanih za tržište, industrijsku granu i proseke važi i kod PB racia, s tim što još jednom treba naglasiti da PB racio treba posmatrati zajedno sa drugim važnim racio pokazateljima (PE, EPS, stepen zaduženosti) kako bi se donela pravilna procena o tržišnoj vrednosti preduzeća.

Racio plaćanja dividende se utvrđuje kao odnos isplaćene dividende po akciji i neto dobitka po akciji:

$$\textit{Racio plaćanja dividende} = \frac{\textit{Isplaćena dividenda po akciji}}{\textit{Neto dobitak po akciji}}$$

Raspodela neto dobitka na dividendu i akumulirani dobitak je predmet razmatranja dividendne politike preduzeća koju vodi top menadžment, a koja je determinisana nizom faktora kao što su pravni propisi, likvidnost, otplata kredita, stabilnost neto dobitka i sl. Raspodela neto dobitka na dividendu i akumulaciju deo je politike raspodele koja se razlikuje od preduzeća do preduzeća. Brzo rastuća preduzeća uglavnom iz IT sektora (npr. Microsoft u periodu 1985-2005 godine) ceo dobitak usmeravaju na akumulaciju, odnosno pripisuju ga kapitalu, dok stabilne firme iz elektroprivrede i sl. (npr. GE, GM) veliki deo dobitka daju akcionarima u vidu dividendi (oko 30%). Ako ovaj racio iznosi 30%, onda to znači da je 30% neto dobitka isplaćeno akcionarima u obliku dividende, a ostatak do 100%, odnosno 70% neto dobitka je akumulirano, ostaje u preduzeću i služi za poboljšanje finansijske strukture, finansiranje njegovog razvoja i profitabilnih projekata koji treba da donesu veću stopu prinosa u budućnosti. Dakle, što je vrednost ovog racia viša, to će budući rezultati preduzeća biti manji i obrnuto, što je vrednost ovog racia niža, to će budući rezultati preduzeća biti bolji.

Dividendna stopa ili kako se u stranoj terminologiji uglavnom naziva *Dividend Yield* što bi značilo *„profit od dividende u %"* računa se kao odnos dividende po akciji i tržišne cene akcije:

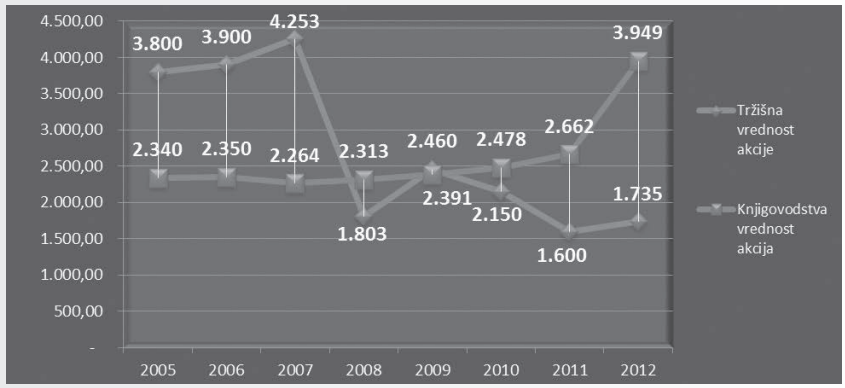
$$\textit{Dividendna stopa} = \frac{\textit{Dividenda po akciji}}{\textit{Tržišna cena po akciji}}$$

Dividendna stopa pokazuje tekući prinos koji akcionar ostvaruje u procentu u odnosu na tržišnu vrednost akcije koju poseduje. Ova stopa se može analizirati u odnosu na stopu iz prethodne godine ili iz niza prethodnih godina, kao i u odnosu na prosečnu stopu u privrednoj grani u kojoj preduzeće posluje. Ovaj racio pokazatelj je najviše važan „konzervativnim" investitorima, tj. onima koji preferiraju siguran prihod. Dividendna stopa se skoro uvek kreće ispod 5%, mada postoje znatne varijacije u zavisnosti od tipa preduzeća. Preduzeća sa izraženim rastom imaju dividendnu stopu između 2 i 3%, što znači da veći deo ostvarene dobiti preusmeravaju na akumulaciju odnosno razvoj. Kod zrelih preduzeća ova stopa iznosi između 7 i 8%, što znači da se srazmerno veći deo ostvarene dobiti nego kod brzo rastućih preduzeća usmerava na dividende, a nešto manje na razvoj. Postoji i treća varijanta kod preduzeća sa depresiranom tržišnom cenom akcija, gde dividendna stopa može da se kreće i do nivoa od 10 do 12%.

Pokazatelji tržišne vrednosti su izračunati na bazi podataka preduzeća **Metalac** a.d. Gornji Milanovac koje se kotira na Beogradskoj berzi. U analizi su određeni i grafički predstavljeni samo najinteresantniji pokazatelji tržišne vrednosti.

6	POKAZATELJI TRŽIŠNE VREDNOSTI	2012	2011	2010	2009	2008	2007
6.1	Knjigovodstvena cena akcija	3.948,80	3.633,80	3.413,13	3.168,29	3.077,45	2.990,05
	Broj akcija	1.020.000	1.020.000	1.020.000	1.020.000	1.020.000	1.020.000
6.2	Odnos tržišne i knjigovodstvene cene PB	0,44	0,44	0,63	0,78	0,59	1,42
	Tržišna cena akcija dinar 31.12.xxxx	1.735,00	1.600,00	2.150,00	2.460,00	1.803,00	4.253,00
	Tržišna cena akcija EURO 31.12.xxxx			113	151	44	64
6.3	Tržišna kapitalizacija	2.246.040.000	1.608.540.000	2.193.000.000	2.509.200.000	1.839.060.000	4.338.060.000
6.4	Neto dobitak po akciji EPS	573,98	492,00	455,64	297,40	322,56	396,48
6.5	Odnos tržišne cene i neto dobitka po akciji P/E	3,0	3,25	4,72	8,27	5,59	10,73
6.6	Isplaćena dividenda	120	100	100			
6.7	Dividendna stopa	6,91	6,25	4,65			

Na grafiku je prikazano istorijsko kretanje tržišne vrednosti akcija preduzeća Metalac. Za komparativne svrhe ova vrednost je upoređena sa knjigovodsvenom vrednošću jedne akcije.



Kao što se vidi sa grafika Metalac je odličan primer koji ukazuje na neefikasnost srpskog tržišta hartija od vrednosti. Pre ekonomske krize tržišna cena akcija je daleko viša od knjigovodstvene. Tokom 2008. godine, kao posledica delovanja ekonomske krize na tržište hartija od vrednosti, dolazi do drastičnog pada tržišne vrednosti akcija preduzeća Metalac. Pad je nastavljen i u periodu posle krize, iako tokom celog posmatranog perioda preduzeće za srpske uslove beleži izuzetne poslovne performanse. Znači, Metalac je odličan primer ekonomskog paradoksa koji je prisutan na Beogradskoj berzi a to je da preduzeće ostvaruje sve bolje poslovne rezultate a njegova tržišna vrednost na berzi je sve manja. (I. Terzić i M. Milojević, 2013)

Istorijski gledano, P/E racio i P/B racio, su pokazatelji koji su korišćeni od strane najvećeg broja investitora kao putokazi ili smernice koji im trebaju omogućiti da donesu najbolju i najoptimalniju odluku vezanu za investiranje na berzi. Brojni naučni radovi zaključili su da investitori koji ulože u preduzeća čije akcije imaju nisku vrednost P/E i P/B racia, a da pri tom ta preduzeća beleže sve bolje poslovne rezultate, zarađivaće iznad prosečne stope prinosa. (M.Milojević, 2013)

Ineterpretacija P/E racia: Ovaj racio stavlja u odnos tržišnu cenu akcija i zaradu po akciji. Njegova vrednost u 2012. godini za preduzeće Metalac a.d. iznosi 3,02. Ovaj broj pokazuje da je u 2012. godini tržišna cena akcije 3,02 puta veća od iskazane zarade po akciji. Kada se vrednost P/E racia stavi u odnos prema 100 (100/3,02=33,11) dobije se kolika je godišnja zarada po akciji za koju investitori smatraju da je prikladna i koju su spremni da plate na berzi. Što je veća vrednost P/E racija to govori da su investitori spremni više da plate tržišnu vrednost akcije u odnosu na zaradu po akciji.

4.6. DOMETI I OGRANIČENJA RACIO ANALIZE

Racio analiza može da obezbedi veoma korisne informacije koje se tiču poslovanja određenog preduzeća, vezane za likvidnost, efikasnost, finansijsku strukturu i zaduženost, rentabilnost i tržišnu vrednost preduzeća. Ove informacije su baza na osnovu koje se vrši finansijska analiza preduzeća.

Racia likvidnosti mere sposobnost preduzeća da podmiri svoje kratkoročne obaveze;
Racia finansijskog levridža odnosno zaduženosti pokazuju granicu do koje se preduzeće može finansirati zaduženjem;
Racia pokrića povezuju finansijske obaveze preduzeća i njegovu sposobnost da ih podmiruje ili pokrije;
Racia aktivnosti ili efikasnosti mere koliko je preduzeće efikasno u korišćenju svoje imovine; Racia rentabilnosti povezuju dobit sa prihodom od prodaje i investicijama;
Racia tržišne vrednosti mere tržišnu vrenost preduzeća i prinose koje ostvaruju akcionari.

Primer finansijske analize pomoću racio brojeva vodećih svetskih proizvođača automobila

Finansije *27.12.10*	BMW	DAIMLER	Volkswagen	Toyota	FIAT	AUDI	FORD
Tržišna kapitalizacija (Mil.)	**€41,413.83**	**€57,324.14**	**€52,077.08**	**€92,844.49**	**€19,196.44**	**€27,305.00**	**$58,305.88**
5 Yr. EPS	-37,72	___	5,84	-28,41	___	8,39	-11,52
P/E	18,93	18,45	12,62	18,24	___	16,99	10,03
P/B	1,91	1,67	1,24	0,99	1,75	2,55	___
P/S	0,71	0,62	0,43	0,50	0,35	0,83	0,44
5 Yr. ROE	9,10	5,29	8,77	8,34	11,06	18,40	-551,92
5 Yr. ROA	2,13	1,11	1,73	2,66	1,79	7,10	-1,98
5 Yr. ROI	3,28	2,05	2,86	4,28	3,63	11,38	-2,83
Likvidnost							
Quick Ratio	1,00	0,83	0,91	1,08	1,75	1,59	___
Current Ratio	1,22	1,10	1,13	1,22	2,21	1,87	___
Zaduženost							
Total Debt to Equity	278,22	158,13	182,48	118,15	275,3	___	___
Prodaja 5god. Stopa	2,71	-11,09	3,41	0,43	1,88	4,02	-7,56
Profitabilnost							
Gross Margin - 5 Yr. Avg.	17,83	20,68	13,89	16,18	15,48	13,94	8,84
EBITD - 5 Yr. Avg	11,85	12,69	9,77	11,8	9,26	12,51	3,43
Operating Margin - 5 Yr. Avg	5,10	4,40	3,59	5,48	4,04	6,76	-5,96
Net Profit Margin - 5 Yr. Avg.	3,44	1,97	2,42	3,61	2,06	4,77	-3,32
Efikasnost- po zaposlenom							
Revenue/Employee	604,520	361,484	327,208	579,971	288,627	569,612	663,318
Net Income/Employee	22,810	12,410	11,634	11,470	-5	28,500	36,601

[Izvor: Z. Jović (2011) Komparativna berzanska i finansijska analiza vodećih evropskih i svetskih korporacija, Singidunum revija, Univerzitet Singidunum, Beograd, Vol.8/No.1. str. 31.]

Pored evidentnih dometa racio analize, ona nije lišena brojnih problema i ograničenja koja zahtevaju posebnu pažnju i sposobnost prosuđivanja od strane finansijskih analitičara. Najznačajnija ograničenja racio analize su:

- Racio analiza se zasniva na korišćenju podataka iz finansijskih izveštaja, ali podaci zavise od više faktora, načina obračuna i sl. kao što su npr.: različite računovodstvene tehnike, „ulepšavanje" finansijskih izveštaja, inflacija.
- U finansijskim izveštajima se javljaju promene u kratkoročnim pozicijama pod uticajem sezonskih oscilacija. Zbog toga finasijski analitičar mora uzeti u razmatranje veći broj stanja tokom obračuna racia obrta zaliha i potraživanja od kupaca.
- Mnoga preduzeća su decentralizovana i diviziono organizovana što otežava utvrđivanje granskog proseka. Većina preduzeća se upoređuje sa prosečnim granskim performansama prilikom tumačenja racio analize, želeći da bude bolja od proseka, a to ne mora uvek da bude dobro opredeljenje. Cilj svakog preduzeća treba da bude postizanje što je moguće boljih performansi.
- Poređenje istih racia u istom preduzeću mora da se bazira na okolnostima i promenama u proizvodno-prodajnom programu, kapacitetima, tržištima, segmentima tržišta, cenama i sl. do kojih može doći unutar perioda koji je obuhvaćen analizom.
- Na osnovu apsolutne vrednosti racia nije lako zaključiti koji je racio „dobar", a koji „loš". Interpretacija racio pokazatelja zavisi od više činilaca i kombinacije uticaja jednih racia na druge.

Značaj ograničenja racio analize se može posmatrati sa dva aspekta. Jedan aspekt je činjenica da su racio brojevi sve drugo samo nisu idealan analitički instrument, a drugi je što sprovođenje racio analize po ustaljenoj, rutinskoj, mehaničkoj proceduri, bez dubljeg razmišljanja o svim njenim aspektima i posledicama, može biti opasna poslovna praksa.

5. CASH FLOW ANALIZA

Cash flow (keš flou) analiza predstavlja jedan od instrumenata upravljanja finansijama koji je predmet mnogih rasprava i svestranih analiza, posebno u američkoj i evropskoj literaturi. Pojam cash flow potiče iz engleskog jezika i u slobodnom prevodu bi se mogao označiti kao „tok gotovine" ili „priliv gotovine", a takođe i kao „novčani tok". Iz same etimologije reči ne može se videti šta se pod ovim pojmom ustvari tačno podrazumeva, iako se da naslutiti da se radi o kretanju novca. Upoređujući širu literaturu na ovu temu, može se reći da se pojam cash flow javlja u dva osnovna značenja:

- Kao stalna reka primanja i izdavanja koja protiče kroz preduzeće (bruto *cash flow*), ili kao razlika između primanja koja proizilaze iz prodaje roba i usluga i izdavanja koja se vezuju za proizvodnju roba i usluga (neto *cash flow*);
- Kao suma dobitaka, amortizacije i drugih troškova koji ne prouzrokuju izlaz gotovine, kao deo primanja koja ostaju preduzeću i služe za isplatu dividendi, finansiranje investicija i za isplatu dugova, ili deo neto obrtnog fonda koji proizilazi iz poslovanja.

Neto cash flow predstavlja razliku između primanja i izdavanja novčanih sredstava u preduzeću. Stoga se neto cash flow koristi da bi se utvrdila raspoloživa novčana sredstva u preduzeću koja se mogu koristiti u procesu otplate dospelih obaveza preduzeća.

Cash flow shvaćen kao tok primanja i izdavanja ili kao stanje gotovine koje proizilazi iz ovog kretanja predstavlja predmet planiranja i kontrole u cilju održavanja finansijske ravnoteže. Pri tome, predviđanje *cash flow*-a predstavlja finansijsko planiranje, dok analiza *cash flow*-a predstavlja finansijsku kontrolu.

Koncept *cash flow* analize je novijeg datuma. Prvi put se pojavljuje početkom 50-tih godina XX veka u pojedinim američkim korporacijama za proizvodnju i preradu nafte. Pod uticajem američke prakse veoma se brzo proširio i na Evropu. U skoro svim ovim zemljama *cash flow* se koristi kao sredstvo za procenu finansijske snage preduzeća, pod određenim pretpostavkama i kao veoma prikladno sredstvo za procenu prinosne snage preduzeća.

Izveštaj o tokovima gotovine je važan predmet finansijske analize s obzirom na činjenicu da danas postoji značajna mogućnost manipulacije računovodstvenim pravilima obračuna rezultata, prihoda i rashoda, što umanjuje efikasnost bilansa uspeha kao predmeta analize i povećava uticaj izveštaja o novčanim tokovima. Ovaj izveštaj je regulisan MRS 7 – Izveštaj o novčanim tokovima i čini obavezan finansijski izveštaj.

Osnovna prepreka za merenje *cash flow*-a je postojanje različitih tokova novca. Postoje prilivi novca u preduzeće (*cash inflows*) i odlivi novca iz preduzeća (*cash outflows*). Pri tome, u svakom trenutku postoji i određena količina novca na tekućim računima i blagajni preduzeća (*cash on hands*), a iznos ovog novca značajno varira od preduzeća do preduzeća u zavisnosti od veličine preduzeća, specifičnosti poslovanja i upravljanja neto obrtnim fondom.

Da bi se zadovoljili zahtevi različitih ciljeva upotrebe *cash flow*-a, nemački autori su razvili posebnu metodologiju izračunavanja cash flow veličine koja se u svojoj pojednostavljenoj formi može prikazati na sledeći način:

Tabela 4. *Cash flow* koncept

	Godišnji neto dobitak
+	Povećanje rezervi
+	Amortizacija (otpis mašina)
=	Cash flow I
+	Povećanje dugoročnih rezervisanja (pokrića)
=	Cash flow II
+	Rashodi koji potiču iz ranijih perioda – Vanredni rashodi
-	Prihodi koji potiču iz ranijih perioda – Vanredni prihodi
=	Cash flow III
-	Isplaćene dividende
=	Cash flow IV

[Izvor: J. Ranković (1995) Upravljanje finansijama preduzeća, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 165]

Na osnovu izloženog koncepta izračunavanja pojedinih cash flow veličina, proizilazi da *cash flow III* po svojoj sadržini odgovara potrebama procene *prinosne snage* preduzeća, dok *cash flow IV* odgovara potrebama procene *finansijske snage* preduzeća.

Analitička vrednost i upotrebljivost *cash flow* koncepta zasniva se na sledećim pretpostavkama (M.Ivaniš, 2008):

- Poslovni rezultat (dobitak) koji se iskazuje bilansom uspeha jeste funkcija prinosne snage preduzeća, što ujedno znači da iznos dobitka raste srazmerno porastu zarađivačke sposobnosti preduzeća. Otuda, poslovni rezultat iskazan bilansom uspeha predstavlja pokazatelj prinosne

snage preduzeća i može se pouzdano koristiti kao prikladan instrument procene stanja i procene prinosne snage preduzeća u nizu sukcesivnih vremenskih perioda.

- Osnovne *komponente cash flow* veličine - *dobitak, amortizacija* i *pozicije pokrića* (rezervisanja), predstavljaju izvore sredstava koja su de facto „oslobođena" kroz poslovni proces i koja stoje na raspolaganju za potrebe finansiranja. Upravo ova činjenica predstavlja ključnu osnovu na kojoj se zasniva kocept o upotrebljivosti *cash flow* veličine u proceni finansijske snage preduzeća, jer pod pretpostavkom uravnotežene finansijske situacije *cash flow* pokazuje sledeće:
  a) *visinu* raspoloživih *sredstava za* interno finansiranje tj. *samofinansiranje*,
  b) mogućnost vraćanja zajmova na osnovu koje se utvrđuje *optimalna granica zaduženja*.
- U slučaju poremećene finansijske ravnoteže *cash flow* daje korisna obaveštenja o mogućnostima saniranja finansijskog položaja i upućuje na pravce odlučivanja vezano za izvođenje projekta saniranja preduzeća.
- Kod analize investicionih projekata izbor pojedinih alternativa se bazira na komparaciji troškova, dobitka, rentabilnosti i brzini vraćanja sredstava, pri čemu se zanemaruje ukupno vreme korišćenja investicija.

Novčani tokovi se mogu grupisati na prilive i odlive novčanih sredstava koji potiču iz tri osnovne grupe aktivnosti preduzeća, a to su:

- novčani tokovi iz *poslovne* aktivnosti,
- novčani tokovi iz *investicione* aktivnosti,
- novčani tokovi iz *finansijske* aktivnosti,

Novčani tokovi iz *poslovne* aktivnosti se odnose na glavnu delatnost preduzeća i oni su prvenstveno usmereni na proizvodnju i prodaju proizvoda, robe i usluga. Transakcije koje proizilaze iz poslovne aktivnosti preduzeća utiču na stvaranje neto dobitka ili gubitka. Normalno je očekivati da preduzeće iz poslovnih aktivnosti ostvaruje pozitivne novčane tokove. Ukoliko preduzeće ostvaruje negativne novčane tokove iz poslovnih aktivnosti, a posebno ako ih ostvaruje u dužem vremenskom periodu, to ga vodi ka njegovoj likvidaciji. Visina pozitivnih neto novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti pokazuje sposobnost preduzeća da ostvari dovoljno gotovine za održavanje poslovne sposobnosti, nove investicije, uredno servisiranje obaveza prema kreditorima, isplatu dividendi akcionarima preduzeća, i sve to bez aktiviranja spoljnih izvora finansiranja.

Novčani tokovi iz *investicione* aktivnosti se odnose na sve transakcije koje su namenjene ostvarivanju budućeg dobitka i novčanih priliva. One obuhvataju prilive i odlive u vezi sa sticanjem i otuđivanjem dugoročne imovine i dugoročnih ulaganja poput osnovnih sredstava, nematerijalnih ulaganja i dugoročnih finansijskih plasmana. Novčani odlivi kod investicionih aktivnosti su posledica težnje da se održi operativna sposobnost postojećih kapaciteta ili da se obezbede novi kapaciteti za planirani rast preduzeća. Novčani prilivi kod investicionih aktivnosti nastaju kao posledica prodaje delova stalne imovine preduzeća, odnosno delova osnovnih sredstava i povraćaja dugoročnih finansijskih plasmana. Uobičajeno je da su novčani prilivi iz investicionih aktivnosti manjeg obima od novčanih odliva iz investicionih aktivnosti, pa su novčani tokovi iz investicionih aktivnosti preduzeća najčešće negativni.

Novčani tokovi iz *finansijske* aktivnosti se odnose na poslovne transakcije čija je posledica promena veličine i strukture kapitala i kreditnih izvora finansiranja preduzeća. Novčani prilivi iz finansijske aktivnosti nastaju po osnovu emitovanja novih akcija preduzeća, emisije obveznica i drugih dužničkih hartija od vrednosti preduzeća, pribavljanja novih dugoročnih i kratkoročnih kredita. Novčani odlivi iz finansijske aktivnosti nastaju po osnovu otkupa sopstvenih akcija, otplate dugova i isplate dividendi. Sumirano gledano novčani tokovi iz finansijske aktivnosti obuhvataju transkacije na relaciji preduzeće – vlasnici i na relaciji preduzeće – kreditori. Relacija preduzeće – vlasnici podrazumeva transakcije primanja novca od vlasnika kroz emisiju akcija i transakcije vraćanja novca vlasnicima kroz isplatu dividendi. Relacija preduzeće kreditori podrazumeva transakcije primanja novca putem zaduživanja preduzeća kreditima, emisijom obveznica i sl. i transakcije vraćanja novca putem servisiranja dugova preduzeća. U transakcije vraćanja novca, odnosno novčane odlive iz finansijske aktivnosti ne uključuju se isplate kamata, jer njihova isplata ulazi u poslovne aktivnosti preduzeća. Ukupan neto novčani tok preduzeća predstavlja zbir neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti, neto novčanog toka iz investicione aktivnosti i neto novčanog toka iz finansijske aktivnosti.

Cash flow preduzeća **Metalac** za period 2008-2012.godina

Izveštaj o novčanim tokovima	AOP	2012	2011	2010	2009	2008
I. Prilivi gotovine iz poslovnih aktivnosti (1 do 3)	301	7.164.730	5.769.979	5.184.395	4.854.397	4.739.941
II. Odlivi gotovine iz poslovnih aktivnosti (1 do 5)	305	6.634.386	5.342.099	4.711.593	4.032.528	4.494.730
III. Neto priliv gotovine iz poslovnih aktivnosti (1 - II)	311	530.344	427.880	472.802	821.869	245.211
I. Prilivi gotovine iz aktivnosti investiranja	313	29.708	475.991	29.054	11.111	56.687
II. Odlivi gotovine iz aktivnosti investiranja (1 do 3)	319	482.007	208.140	527.628	114.251	406.750
III. Neto priliv gotovine iz aktivnosti investiranja (I - II)	323	- 452.299	267.851	- 498.574	- 103.140	- 350.063
I. Prilivi gotovine iz aktivnosti finansiranja (1 do 3)	325	170.077	-	5.634	73.729	379.985
II. Odlivi gotovine iz aktivnosti finansiranja (1 do 4)	329	252.564	328.859	272.124	431.473	225.135
III. Neto priliv gotovine iz aktivnosti finansiranja (1 - II)	334	- 82.487	- 328.859	- 266.490	- 357.744	154.850
G. SVEGA PRILIVI GOTOVINE	36	7.364.515	6.245.970	5.219.083	4.939.237	5.176.613
D. SVEGA ODLIVI GOTOVINE	337	7.368.957	5.879.098	5.511.345	4.578.252	5.126.615
Đ. NETO PRILIV GOTOVINE (336 - 337)	338	- 4.442	366.872	- 292.262	360.985	49.998

Preduzeće Metalac ima pozitivan novčani tok iz poslovnih aktivnosti što ukazuje na činjenicu da iz osnovne svoje delatnosti preduzeće stvara priliv novca. Pozitivan novčani tok iz poslovne aktivnosti pokazuje da preduzeće poseduje zarađivačku sposobnost ali i sposobnost da naplati na tržištu svoju robu ili usluge. Trend NNT iz poslovne aktivnosti je pozitivan i govori da iz godine u godinu Metalac sve više novca stvara iz osnovne delatnosti.

NNT iz investicione aktivnosti su negativni (izuzetak je 2011. godina) što je i za očekivati jer preduzeće teži da održi operativnu sposobnost postojećih kapaciteta ili da obezbedi nove kapacitete za planirani rast preduzeća. Normalno i za očekivati je da preduzeće kao što je Metalac značajna sredstva ulaže u nove investicije. Na ovaj način obezbeđuje se rast, razvoj preduzeća i ne dozvoljava se potencijalnoj konkurenciji da u tehnološkom smislu stignu Metalac.

NNT iz finansijske aktivnosti je tokom posmatranog perioda negativan što ukazuje da tokom posmatranog perioda preduzeće konstantno svake godine isplaćuje dividende i ima veći odliv po osnovu vraćanja kredita nego što uzima nove kreditne linije

Redovno servisiranje finansijskih obaveza ukazuje da je upotreba prethodno podignutih kredita bila opravdana jer su sredstva investirana u projekte koji su preduzeću doneli dovoljno novca kako bi se izmirile obaveze iz finansijske aktivnosti.

	Cash flow koncept	2012	2011	2010	2009	2008
	Godišnji neto dobitak	585.463	501.842	464.752	303.349	329.015
+	Povećanje rezervi	2.351	-56.98	5.963	1.153	1.605
+	Amortizacija (otpis mašina)	235.557	200.318	210.742	201.402	239.978
=	Cash flow I	823.371	645.222	681.457	505.904	570.598
+	Povećanje dugoročnih rezervisanja (pokrića)	30.430	4.778	13.674	1.530	2.796
=	Cash flow II	853.801	650.00	695.131	507.434	573.394
+	Rashodi koji potiču iz ranijih perioda – Vanredni rashodi	208.880	132.547	197.022	191.776	177.425
-	Rashodi koji potiču iz ranijih perioda – Vanredni rashodi	44.136	67.805	93.650	78.968	67.794
=	Cash flow III	1.018.545	714.42	798.503	620.242	683.025
-	Isplaćene dividende	252.564	189.919	154.305	198.444	225.135
=	Cash flow IV	765.981	524.823	644.198	421.798	457.890

Najznačajnija vrednost *cash flow* pokazatelja je u vrednosti *cash flow* III i IV. *Cash flow* III procenjuje prinosnu snagu preduzeća. Po vrednostima ovog pokazatelja izračunatih po godinama vidi se da preduzeće Metalac ima rast što je pozitivan trend i ukazuje da preduzeće jača svoju prinosnu snagu. *Cash flow* IV služi za procenu finansijske snage preduzeća. Tokom posmatranog prerioda prisutno je ciklično kretanje ovog pokazatelja. Ipak ono što ohrabruje jeste da se vrednost ovog pokazatelja u 2012. godini u odnosu na početnu godinu posmatranja uvećala za 67,28% što govori da raste finansijska snaga preduzeća.

5.1. DOMETI CASH FLOW ANALIZE

Cash flow analiza predstavlja izuzetno koristan instrument upravljanja finansijama preduzeća. Informacije o ukupnom neto novčanom toku omogućavaju da se:

- utvrdi iznos gotovine koja je obezbeđena iz poslovanja tokom posmatranog perioda,
- proceni sposobnost preduzeća da ispunjava sve svoje obaveze po dospeću, kao i sposobnost plaćanja dividendi akcinarima,
- utvrdi iznos ulaganja u nove nekretnine, postrojenja i opremu tokom određenog perioda
- utvrdi obim finansiranja potrebnog za proširenje ulaganja u osnovna sredstva ili nastavak poslovanja,
- proceni sposobnost preduzeća da ostvaruje pozitivan tok gotovine u budućim periodima.

5.2. OGRANIČENJA CASH FLOW ANALIZE

Na osnovu navedenih dometa *cash flow* analize i njene korisnosti za proces upravljanja finansijama preduzeća, ipak, ne treba joj pripisivati univerzalnu vrednost i apsolutnu sposobnost procene prinosne i finansijske snage preduzeća, već je treba posmatrati kao značajno sredstvo dopune svim ostalim instrumentima analize i kontrole koji takođe nemaju apsolutnu vrednost. U sklopu toga treba pomenuti sledeća ograničenja *cash flow* analize:

- Obuhvatanjem amortizacije i pozicija dugoročnih rezervisanja, *cash flow* koncept ne uspeva da neutrališe tzv. latentne rezerve koje se stvaraju uobičajenim postupcima bilansiranja. Na taj način potcenjivanje delova obrtne imovine ostaje izvan domašaja *cash flow* veličine.
- Povećanje *cash flow* veličine ne mora da bude isključivo posledica porasta prinosne snage preduzeća. Ona može da raste i usled supstitucije troškova izazvane zamenom starih mašina, proširenjem kapaciteta ili zbog racionalizacija.
- *Cash flow* obuhvata elemente bilansa stanja i bilansa uspeha, koji su izraz poslovnih događaja u prošlosti, pa on nije u stanju da prikaže likvidnost preduzeća u budućnosti. Jedino može poslužiti kao osnova za procenu iznosa novčanih sredstava koja će biti oslobođena u budućnosti, a koja se mogu upotrebiti za plaćanje obaveza iznad obima uslovljenog nabavkama za tekući stepen uposlenosti kapaciteta.

- Teorijski posmatrano, sredstva u visini *cash flow* veličine stoje na raspolaganju i mogu biti upotrebljena za plaćanje dugova ili za ulaganje u nove investicije. Međutim, stvarne mogućnosti u tom pogledu zavise de facto od kretanja neto obrtnog fonda. S tim u vezi, ako je neto obrtni fond ostao nepromenjen ili je smanjen zbog povećanja zaliha i potraživanja, onda su ulaganja u nove investicije moguća samo po cenu pogoršavanja finansijske strukture i ugrožavanja likvidnosti preduzeća. Zbog toga, analiza mogućnosti ulaganja na bazi *cash flow*-a mora da bude praćena i analizom neto obrtnog fonda koji nesumljivo ima prednost kao pokazatelj mogućnosti ulaganja.(J.Ranković, 1995)
- Pomoću *cash flow*-a može da se utvrđuje stepen zaduženosti preduzeća, ukoliko se stepen zaduženosti posmatra kao odnos ukupnih obaveza prema *cash flow* veličini:

$$\textit{Koeficijent zaduženosti} = \frac{\textit{Ukupno zaduženje (obaveze)}}{\textit{Cash flow}}$$

Ovaj indikator zaduženosti pokazuje za koliko godina preduzeće može da vrati dugove iz svog pozitivnog *cash flow*-a. Ovaj indikator je pouzdan kriterijum za ocenu sigurnosti samo u slučaju da je za njega utvrđena normala ili reper. Ukoliko takav standard nije utvrđen, onda ovaj indikator zaduženosti nema apsolutnu vrednost kriterijuma za procenu optimalne sigurnosti pozajmljenog kapitala.

6. FUNDS FLOW ANALIZA

Pored *cash flow* koncepta paralelno egzistira i *Funds flow* (fands flou) koncept koji se naziva i *finansijski tok* preduzeća ili *tok izvora* sredstava preduzeća. *Funds flow* koncept se zasniva na bilansu stanja preduzeća posmatranom u dva ili više obračunskih perioda.

Funds flow analizom se identifikuju i prate sva povećanja ili smanjenja tj. neto razlike bilansnih pozicija ili segmenata dva ili više sukcesivnih bilansa stanja. *Funds flow* analiza se koristi za potrebe dinamičke analize bilansa tj. analize razvoja, a dopunjava se analizom rentabilnosti pomoću bilansa uspeha i *cash flow* analizom.

Finansijski tok preduzeća ili *funds flow* se izračunava za svaku godinu prema *funds flow* konceptu prikazanom u tabeli 5. (N.Vunjak, 2002)

Tabela 5. *Funds flow* koncept

	Neto dobit nakon oporezivanja
+	Amortizacija (otpis mašina – postrojenja)
-	Porast neto obrtnih sredstava
+	Uloženi kapital
=	Raspoloživi finansijski tok

Preduzeća, a posebno velike kompanije, rado, pa čak i obavezno, koriste *funds flow* analizu za ocenu i prognozu likvidnosti. Pomoću ove analize mogu se otkriti neravnoteže u upotrebi sredstava i preduzeti odgovarajuće korektivne mere. Na primer, pomoću *funds flow* analize može da se otkrije neproporcionalni rast zaliha ili potraživanja od kupaca. Može se i pokazati da je uzrok tome neadekvatno upravljanje zalihama (u slučaju rasta zaliha) ili loša selekcija kupaca, previše liberalni uslovi prodaje, neadekvatna politika naplate i sl. (u slučaju rasta potraživanja od kupaca). Na taj način *funds flow* analiza predstavlja značajan instrument finansijske analize koji može da upozori na probleme koje je potrebno detaljno analizirati radi preduzimanja odgovarjućih korektivnih akcija. Ne postoji opšteprihvaćena jednoobrazna forma i sadržina *funds flow* izveštaja (*funds statement*), a pri tome ne postoji ni zakonska obaveza da se sastavlja i obelodanjuje izveštaj o tokovima sredstava (kao što ta obaveza postoji kod izveštaja o tokovima gotovine – *cash flow*).

Međutim to nikako ne znači da ovaj izveštaj nije potrebno sastavljati. Naprotiv, veoma je preporučljivo sastavljanje ovog izveštaja o tokovima sredstava u cilju boljeg razumevanja promena u finansijskom položaju preduzeća, pouzdanije procene njegove likvidnosti i prognoze likvidnosti u budućnosti.

Primer funds flow koncept za period 2008-2012. godine slučaj **Metalac**

	***FUNDS flow* koncept**	**2012**	**2011**	**2010**	**2009**	**2008**
	Neto dobit	585.463	501.842	464.752	303.349	329.015
+	Amortizacija (otpis mašina – postrojenja)	235.557	200.318	210.742	201.402	239.978
-	Porast neto obrtnih sredstava	601.195	-78.520	97.421	-5.609	245.084
+	Uloženi kapital	321.290	225.093	249.730	92.664	89.145
=	Raspoloživi finansijski tok	541.115	1.005.773	827.803	603.024	413.054

Funds flow analizom se prate sva povećanja ili smanjenja tj. neto razlike bilansnih pozicija ili segmenata dva ili više sukcesivnih bilansa stanja. Ova analiza se koristi za potrebe dinamičke analize bilansa tj. analize razvoja, a dopunjava se analizom rentabilnosti pomoću bilansa uspeha i *cash flow* analizom. *Funds flow* analizom kompanije Metalac zaključuje se da u 2008. godini raspoloživi finansijski tok je veći od iskazane neto dobiti. U 2008. godini troškovi amortizacije su iznosili 239.978 hiljada dinara što znači da se raspoloživi novčani tok uvećava za ovaj iznos. Zbog otežanih uslova poslovanja u ovoj godini preduzeće je povećalo neto obrtna sredstva za 245.084 hiljada dinara što je dovelo do smanjenja raspoloživog finansijskog toka. U 2012. godini troškovi amortizacije su ostali gotovo na identičnom nivou kao iz 2008. godine i iznosili su 235.557 hiljada dinara. Velika razlika u odnosu na 2008. godinu jeste u porastu neto obrtnih sredstva. Ova sredstva su se povećala gotovo 2,5 puta. Iz tog razloga u 2012. godini raspoloživi novčani tok je manji od neto dobitka. Da bi tačno moglo da se odgovori na pitanje da li je ovo dobra, prihvatljiva ili vrlo loša pozicija potrebno je detaljno proučiti upravljanje zalihama, selekciju kupaca, uslove prodaje i naplatu potraživanja.

7. OSTALI INSTRUMENTI FINANSIJSKE ANALIZE

Kao najčešće korišćeni instrumenti dopune finansijskoj analizi navode se:

- vizuelna metoda analize,
- metoda analize pomoću računa pokrića.

Vizuelna metoda analize se često koristi ili samostalno ili u kombinaciji sa drugim metodama, prevenstveno za potrebe eksterne analize u cilju sticanja globalne predstave o finansijskom položaju i rentabilnosti poslovanja preduzeća. Rezultati vizuelne metode finansijske analize su značajni sa aspekta dobijanja početne predstave o finansijskom stanju i zarađivačkoj sposobnosti preduzeća. Vizuelna metoda analize se bazira na posmatranju bilansa stanja i bilansa uspeha prikazanih u formi grafikona, najčešće stubova, koji prikazuju globalne pozicije aktive i pasive prema poretku kakav je ustrojen u zvaničnoj šemi bilansa stanja. Na osnovu brzog vizuelnog pregleda grafikona izvlače se osnovni zaključci o finansijskom položaju i dostignutom nivou rentabilnosti preduzeća. Takođe se i pozicije bilansa uspeha grupišu na pozicije poslovnog prihoda i rashoda, neposlovnog prihoda i rashoda i ukupan rezultat. Vizuelnom metodom se ugavnom sagledavaju sledeće relacije bilansnih stavki:

- odnos dugoročnog kapitala i osnovnih sredstava,
- odnos dugoročnog kapitala i ukupne aktive,
- odnos sopstvenog kapitala i osnovnih sredstava,
- odnos sopstvenog kapitala i ukupne aktive,
- odnos kratkoročnih obaveza i obrtnih sredstava,
- odnos poslovnih prihoda i poslovnih rashoda,
- odnos dobiti i ukupnog prihoda,
- odnos dobiti i ukupnog kapitala.

Primena ove metode finansijske analize ima svoje domete i ograničenja i njene rezultate treba prihvatiti samo kao početne i sa rezervom. Njenom primenom se ne može u potpunosti uočiti realno finansijsko stanje i rentabilnost preduzeća, niti uzroci koji su uticali na to. Osnovni nedostatak ove metode leži u njenoj površnosti, što nameće potrebu uključenja i drugih instrumenata finansijske analize u cilju provere zaključaka koji su dobijeni primenom vizuelne metode finansijske analize. Zbog toga se u praksi izbegava njena samostalna primena, već se ona najčešće koristi u kombinaciji sa drugim instrumentima finansijske analize.

Metoda analize pomoću računa pokrića obuhvata sastavljanje tzv. računa pokrića koji izražava karakteristične odnose delova bilansa stanja. Za razliku od prethodnog metoda vizuelne finansijske analize koja obuhvata ispitivanje i bilansa stanja i bilansa uspeha, metoda analize pomoću računa pokrića obuhvata samo ispitivanje bilansa stanja. Ova metoda istovremeno podseća i na racio analizu jer koristi pojedine iste, karakteristične odnose delova bilansa, ali je razlika u tome što račun pokrića izražava karakteristične odnose delova bilansa u relativnim brojevima (procentima), dok se kod racio brojeva odnosi delova bilansa izražavaju u koeficijentima (racio brojevima). Za primenu ovog metoda, prethodno se sprema bilans stanja na taj način što se grupišu pozicije u homogene grupe po principima rastuće likvidnosti i rastuće dospelosti. Račun pokrića iskazuje sledeće relacije, kako je prikazano i na primeru preduzeća „XYZ" u tabeli 6:

- struktura imovine (stalna / obrtna imovina),
- struktura kapitala (sopstveni / tuđi kapital),
- pokriće stalne imovine (sopstveni kapital / stalna imovina).

Tabela 6. Račun pokrića preduzeća „XYZ"

R.b.	Naziv pozicije	Relativne vrednosti			
		Apsolutni iznos	Struktura imovine	Struktura kapitala	Pokriće stalne imovine
1.	Sopstveni kapital	550.000	-	67,07%	220,00%
2.	Stalna imovina	250.000	30,49%	-	-
3.	Slobodna sopstvena sredstva	300.000	-	-	-
4.	Dugoročni tuđi kapital	50.000	-	-	-
5.	Dugoročni kapital za pokriće obrtnih sredstava (3+4)	350.000	-	-	-
6.	Kratkoročni tuđi kapital	220.000	-	-	-
7.	Ukupno tuđi kapital (4+6)	270.000	-	32,93%	-
8.	Obrtna sredstva (5+6)	570.000	69,51%	-	-
	Ukupno		100%	100%	

Metoda analize pomoću računa pokrića se obično kompletira i dopunjava sa ostalim instrumentima finansijske analize, a najčešće sa racio pokazateljima likvidnosti I, II i III stepena:

$$\text{Likvidnost prvog stepena} = \frac{\text{Novčana sredstva}}{\text{Kratkoročne obaveze}} \times 100$$

$$\text{Likvidnost drugog stepena} = \frac{\text{Novčana sredstva} + \text{Kratkoročna potraživanja}}{\text{Kratkoročne obaveze}} \times 100$$

$$\text{Likvidnost trećeg stepena} = \frac{\text{Obrtna sredstva}}{\text{Kratkoročne obaveze}} \times 100$$

Analiza pomoću računa pokrića ima prednost u odnosu na vizuelnu metodu analize u vidu računske tačnosti podataka na osnovu kojih se izvode zaključci. Međutim, iste primedbe kao i kod vizuelne metode analize, vezane su za realnost zaključaka o finansijskom stanju i uspehu poslovanja posmatranog preduzeća. Zbog toga se i ova metoda najčešće koristi kao pomoćna odnosno dopunska metoda u kombinaciji sa ostalim metodama finansijske analize.

8. SISTEMI POKAZATELJA I SINTETIČKI POKAZATELJI

Svi do sada prikazani instrumenti finansijske analize imaju zajednički nedostatak, a to je njihova delimičnost. Otuda postoji potreba da se kreiraju pokazatelji koji predstavljaju agregatne veličine. Među mnogobrojnim savremenim pokazateljima performansi preduzeća izdvajaju se prikazani tabelom broj 7.

Tabela 7. Osnovni savremeni pokazatelji performansi preduzeća

Pokazatelj	Osnovne karakteristike	Najpoznatiji predstavnici
Sistemi pokazatelja	Polazi se od pojedinačnih pokazatelja koji se odnose na pojedine segmente poslovanja da bi se došlo do finalnog pokazatelja koji obuhvata celinu poslovanja preduzeća. Sistemi pokazatelja se dele na *deduktivne* i *induktivne.*	*Du Pont*
Sintetički pokazatelji	Predstavljaju zbir više pojedinačnih pokazatelja na osnovu kojih se vrši procena finansijskog zdravlja preduzeća.	Zeta model analize (ili *Z – score model*)

8.1. DU PONT SISTEM ANALIZE

Du Pontov analitički sistem pripada grupi deduktivnih sistema pokazatelja i često se koristi u finansijskim i kreditnim analizama preduzeća. On služi za ocenu finansijske situacije preduzeća u prethodnom periodu, kao i za donošenje finansijskih odluka koje se odnose na budućnost. Njegove karakteristike su u tome što postoji *glavni pokazatelj* koji odražava najviši cilj poslovanja preduzeća i *sistem pomoćnih pokazatelja*. Glavni pokazatelj odražava osnovni cilj poslovanja preduzeća tj. rentabilnost ukupne imovine, bez obzira da li je imovina pribavljena iz vlastitih ili iz tuđih izvora. Du Pontov analitički sistem pokazuje veze između faktora koji utiču na rentabilnost ukupno angažovanog kapitala. Na primer, kako će povećanje prodaje uticati na rentabilnost, ili kako će se smanjenje zaliha odraziti na rentabilnost.

Du Pontov anlitički sistem pokazuje veze između ključnih finansijskih odnosa, a njegovo jezgro može se interpretirati na sledeći način (M.Ćirović, 2008):

$$\frac{Prodaja}{Aktiva} \times \frac{Profit}{Prodaja} = \frac{Profit}{Aktiva}$$

Ako se pretpostavi da ukupna godišnja prodaja iznosi 3.000.000 dolara, aktiva 2.000.000 dolara i profit 120.000 dolara, dobijaju se sledeći numerički odnosi:

Prodaja / aktiva (1,5) x profit / prodaja (4%) = profit / aktiva (6%)

Ovi ključni odnosi mogu se prikazati i na sledeći način:

Prinos aktive (6%) = stopa prinosa prema prodaji (4%) x obrt aktive (1,5%) Dobijene rezultate treba porediti sa prosečnom stopom u privrednoj grani (*cross-sectional comparisons*) i sa stopom koju je preduzeća ostvarilo u prethodnoj godini ili godinama (*trend analysis*). Na osnovu takve analize mogu se donositi poslovne odluke u cilju povećanja rentabilnosti, a to mogu biti na primer:

- Učešće neto dobitka (profita) u neto prihodima (prodaja) povećati snižavanjem pojedinačnih i ukupnih troškova,
- Povećavati koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava (aktive) efikasnijim korišćenjem aktive.

Karakteristično je da:

- Firme sa niskom stopom neto dobitka (profita) po pravilu imaju visok koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava (aktive),
- Firme sa visokom stopom neto dobitka (profita) po pravilu imaju nizak koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava (aktive).

Du Pont formula na primeru **Metalac**

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
PROFITABILNOST	9,25%	9,71%	10,20%	7,56%	6,95%	10,11%
OBRT POSLOVNIH SREDSTAVA	0,96	0,88	0,81	0,76	0,88	0,84
MULTIPLIKATOR KAPITALA	1,64	1,58	1,61	1,64	1,71	1,55
DU PONT FORMULA	14,54%	13,54%	13,35%	9,39%	10,48%	13,26%

Du Pont formula pokazuje da stopa prinosa na sopstvena sredstva ROE se sastoji iz tri dela: operativne efikasnosti (profitabilnosti), efikasnosti u korišćenju poslovnih sredstava (obrt poslovnih sredstva) i finansijskog levridža (multiplikator kapitala). Na bazi izračunatih delova Du Pont formule zaključuje se da u najvećoj meri od profitabilnosti tj. udela neto dobitka u prihodima od prodaje zavisi stopa prinosa na sopstveni kapital. Obrt poslovnih sredstva i multiplikator sopstvenog kapitala su poprilično konstantni jer ne dolazi do velikih promena tokom perioda posmatranja pa se može zaključiti da od postizanja razlike između prihoda i rashoda u najvećoj meri zavisi oplodnja sopstvenog kapitala.

8.2. ZETA MODEL ANALIZE

Altmanov sintetički pokazatelj finansijske nesigurnosti poznat kao ZETA model analize ili Z – score model, predstavlja ponderisani zbir više pojedinačnih pokazatelja tj. sintetički pokazatelj finansijske nesigurnosti. On otkriva rizike od nastupanja bankrota preduzeća, pomoću racia koji ukazuju na solventnost, likvidnost, profitabilnost i efikasnost.

Kao ponderisani zbir više pojedinačnih pokazatelja Z – score svojom visinom indicira finansijsku stabilnost preduzeća. Veći zbir znači veću finansijsku stabilnost preduzeća i obrnuto, manji zbir obeležava manju finansijsku stabilnost preduzeća.

Njegova osnovna primena je u evaluaciji kreditnog rizika preduzeća kao tražioca bankarskih zajmova. Skor koji se dobija u vidu jedne cifre pokazuje stepen rizika za banku kod odobravanja zajma dotičnom preduzeću. Banke imaju unapred formulisan gornji i donji prag kreditne sposobnosti preduzeća. Ukoliko je Z – score cifra iznad gornjeg praga, kreditni rizik je prihvatljiv za banku. Ukoliko je ova cifra ispod donjeg praga, kreditni rizik je neprihvatljiv za banku. Ukoliko je Z – score cifra između gornjeg i donjeg praga, banke treba da procene na osnovu dodatne dokumentacije i iskustva, da li mogu da prihvate takav kreditni rizik.

Z – score model sadrži nekoliko ključnih indikatora, a svaki od njih ima odgovarajući ponder na osnovu empirijskog iskustva i procene autora modela.

Altmanova Z – score analiza u jednoj od nekoliko verzija izgleda ovako:

$$Z = 1{,}2 \times X1 + 1{,}4 \times X2 + 3{,}3 \times X3 + 0{,}6 \times X4 + 1{,}0 \times X5$$

pri čemu sledeći finansijski indikatori predstavljaju:

X1 = neto obrtni kapital / ukupna aktiva (pokazuje likvidnosti) X2 = zadržani profit / ukupna aktiva (profitabilnost)

X3 = profit pre isplate kamata i poreza - EBIT / ukupna aktiva (pokazuje profitabilnost)

X4 = tržišna vrednost vlasničkog kapitala / ukupne obaveze (solventnost) X5 = prihodi od prodaje / ukupna aktiva (pokazuje efikasnost)

Empirijskim istraživanjima došlo se do sledeće klasifikacije kreditne sposobnosti preduzeća:

- ako je Z ispod ili jednako 1,8 – finansijska situacija nestabilna – preti bankrot;
- ako je Z iznad 1,8 ali ispod 3 – siva zona – izgledi za nepovoljnu finansijsku situaciju;
- ako je Z iznad ili jednako 3 – finansijska situacija stabilna – ne preti bankrot, bezbedna zona;

Interpretacija Z – score modela za preduzeća sa Z brojem od npr. 4,8; 2,9 i 1,7 bila bi:

- Z = 4,8 dobar kreditni bonitet;
- Z = 2,9 minimalni kreditni bonitet;
- Z = 1,7 nema kreditni bonitet;

Autor ovog Z – score modela, Edward Altman, naglašava da ova analiza nije zamena za tradicionalnu analizu finansijskih indikatora, već da predstavlja samo dopunu pomenute analize. U ovom modelu, izbor relevantnih finansijskih indikatora i pondera zavisi od ponašanja preduzeća u datom finansijskom okruženju. To znači da model koji daje relativno dobre rezultate u jednoj zemlji, morao bi da bude korigovan i prilagođen uslovima u drugoj zemlji, da bi i u njoj davao slične rezultate. Svrha svih varijanti ovog modela je da predviđaju bankrotstva preduzeća u narednom periodu i da kvantifikuju verovatnoću tih događaja.

Primer Z-score modela na **Metalcu**

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Obrtna sredstva/Aktiva	0,65	0,65	0,63	0,59	0,58	0,57
Neto profit/Aktiva	0,09	0,09	0,08	0,06	0,06	0,09
EBIT/Aktiva	0,11	0,10	0,11	0,10	0,11	0,09
Vrednost kapitala/Obaveze	1,59	1,74	1,67	1,61	1,45	1,80
Prihodi od prodaje/Ukupna aktiva	0,96	0,88	0,81	0,76	0,88	0,84
Zeta model	3,19	3,15	3,04	2,84	2,89	3,04

Kao što se vidi iz tabele vrednost Zeta modela za preduzeće Metalac je u proseku iznad 3 što ukazuje na stabilnu finansijsku situacija tj. može se reći da preduzeću ne preti bankrot. Ovaj model ne isključuje upotrebu drugih finansijskih pokazatelja i služi pre svega menadžmentu i potencijalnim investitorima kao signal da li su sredstva u preduzeću strukturirana na adekvatan način.

PITANJA ZA PROVERU ZNANJA

1. Koje su tri osnovne faze efikasnog sistema finansijske kontrole?
2. Koja su dva oblika finansijske kontrole?
3. Šta predstavlja preventivna finansijska kontrola?
4. Šta predstavlja naknadna finansijska kontrola?
5. Navedite vrste finansijske analize prema načinu pripreme finansijske analize.
6. Navedite vrste finansijske analize prema instrumentima finansijske analize.
7. Definišite neto obrtni fond.
8. Na koje načine se može postići povećanje neto obrtnog fonda?
9. Kako dolazi do smanjenja neto obrtnog fonda?
10. Definišite racio analizu.
11. Šta omogućava finansijska analiza pomoću racio brojeva?
12. Navedite pet velikih grupa racio brojeva.
13. Objasnite opšti racio likvidnosti.
14. Objasnite rigorozni racio likvidnosti.
15. Nabrojte racia aktivnosti.
16. Nabrojte racia finansijske strukture i zaduženosti.
17. Objasnite racio pokazatelj ROA.
18. Objasnite racio pokazatelj ROE.
19. Nabrojte racia tržišne vrednosti.
20. Objasnite racio pokazatelj EPS.
21. Objasnite dividendnu stopu.
22. Navedite nemačku metodologiju izračunavanja cash flow veličine.
23. Tri osnovne grupe aktivnosti preduzeća iz kojih potiču novčani tokovi.
24. Navedite formulu za izračunavanje koeficijenta zaduženosti.
25. Kako se izračunava funds flow ili finansijski tok preduzeća.
26. Koji je najpoznatiji sistem pokazatelja.
27. Koji je najpoznatiji sintetički pokazatelj.
28. Ukolko je Altmanov Z skor = 4,2 to znači da posmatrano preduzeće ima: a) dobar kreditni bonitet, b) nema kreditni bonitet, c) minimalni kreditni bonitet. Izaberi jedan od tri ponuđena odgovora i objasni.

LITERATURA

Berk J. and De Marzo P. (2007) *Corporate Finance*, Pearson Education Inc., Boston. Brealey, R., Myers, S. and Marcus, A. (2007) Fundamentals of Corporate Finance, McGraw-Hill/Irwin,New York.

Cornett & Saunders (1999) *Fundamentals of financial institutions management,* Irwin/McGraw – Hill, Sigapore

Ćirović, M. (2008) Finansijski menadžment, Naučno društvo Srbije, Beograd.

Damodaran, A. (2001) Korporativne finansije: teorija i praksa, Podgorica, Modus.

DeFusco at al. (2004) *Quantitative Methods for Investment Analysis*, CFA Institute, Baltimore.

Ivaniš, M. (2008) Upravljanje finansijama, Univerzitet Singidunum, Beograd.

Ivaniš, M. i Nešić S. (2011) Poslovne finansije, Univerzitet Singidunum, Beograd.

Jović Z. (2011) Komparativna berzanska i finansijska analiza vodećih evropskih i svetskih korporacija, Singidunum revija, Univerzitet Singidunum, Beograd, Vol.8/No.1.

Jović Z. (2008) Menadžment finansijskih institucija, Univerzitet Singidunum, Beograd.

Jović Z. (2009) Principi menadžmenta finansijskih institucija, Sigidunum revija, Univerzitet Singidunum, Beograd, Vol.6/ No. 1.

Jović Z. (2009) Sinergetski efekti bankarskih i nebankarskih finansijskih poslova na finansijskom tržištu Srbije, Bankarstvo, br. 7-8/2009, Udruženje banaka Srbije, Beograd.

Jović Z. (2007) Stvaranje finansijskih konglomerata u svetu i njihova kontrola, Spoljnotrgovinski savetnik, br. 11/2007, Beograd.

Jović Z. (2010) Svetske berze - trendovi u uslovima globalne finansijske krize, Singidunum revija, Univerzitet Singidunum, Beograd, Vol.7 /No.2.

Jović Z. (2013) Uticaj kvaliteta aktive na adekvatnost kapitala banaka u Srbiji, XII Međunarodni naučni skup Sinergija 2013, Zbornik radova, Bijeljina.

Jović Z. (2007) Uticaj parabankarskih i nekreditnih poslova na upravljanje profitabilnošću i ročnom usklađenošću aktive i pasive banaka, Finansije bankarstvo revizija osiguranje, Fakultet za finansijski menadžment i osiguranje, Beograd.

Kiosaki, R. i Lehter, Š. (2001) Vodič za investiranje, Finesa, Beograd.

Knežević G. (2009) Analiza finansijskih izveštaja, Univerzitet Singidunum, Beograd. Krasulja, D. i Ivanišević, M. (2007) Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Beograd.

Mishkin F. (2006) Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta, Data Status, Beograd.

Ranković, J. (2010) Upravljanje finansijama preduzeća, Ekonomski fakultet, Beograd.

Rodić, J. i Filipović, M. (2006) Poslovne finansije, Asimex, Beograd.

Ross, S., Westerfield, R. and Jordan, B. (2006) *Corporate Finance Fundamentals*, McGraw-Hill/Irwin, New York.

Sajt Agencije za privredne registre //http: www.apr.rs

Sajt Beogradske berze //http: www.belex.rs

Sajt Metalac a.d. Gornji Milanovac //http: www.metalac.rs

Sajt Narodne banke Srbije //http: www.nbs.rs

Van Horne J., Wachowicz J. (2007) Osnovi finansijskog menadžmenta, Data Status, Beograd.

Vukadinović, P. i Jović, Z. (2012) Investicije, Univerzitet Singidunum, Beograd.

Vunjak N. (2002) Finansijski menadžment, Proleter, Subotica.

Wishwanath S.R. (2007) *Corporate financetheory and practice*, Response Books, New Delhi.

ASSE News No 42, Adizes South East Europe, Novi Sad, 2009.

Deo 5

FINANSIJSKO UPRAVLJANJE OBRTNIM SREDSTVIMA U PREDUZEĆU



Svako preduzeće ima obrtna sredstva i kratkoročne obaveze. U obrtna sredstva ulaze: novčana sredstva, hartije od vrednosti, zalihe sirovina i materijala, poluproizvoda i gotovih proizvoda, kao i potraživanja od kupaca. U kratkoročne obaveze ulaze: obaveze prema dobavljačima i kratkoročne finansijske obaveze za kamate i preuzete kratkoročne kredite i dospele glavnice dugoročnih kredita. Postoje dva glavna oblika obrtnih sredstava: neto obrtna sredstva (obrtna sredstva minus kratkoročne obaveze) i bruto ili ukupna obrtna sredstva (obrtna sredstva tj. tekuća imovina). U finansijama, obrtna sredstva (ili obrtni kapital) su sinonimi za tekuću imovinu preduzeća. Upravljanje obrtnim sredstvima odnosi se na administraciju tekuće imovine preduzeća zajedno sa finansiranjem, posebno tekućih obaveza, koje je potrebno kao podrška tekućoj imovini. Pri određivanju nivoa obrtnih sredstava u preduzeću, finansijski menadžment mora uzimati u obzir odnos između profitabilnosti i rizika. Što je viši nivo obrtnih sredstava, uz ostale nepromenjene parametre, veća je likvidnost preduzeća. Veću likvidnost prati manji rizik, ali takođe i manja profitabilnost. Otuda se u upravljanju obrtnim sredstvima jasno naglašavaju dva osnovna načela finansiranja: profitabilnost varira obrnuto proporcionalno sa likvidnošću i profitabilnost varira u istom pravcu sa rizikom. Što su dugoročniji izvori finansiranja koje preduzeće obezbedi, to je finansiranje manje riskantno, preduzeće je likvidnije, ali je istovremeno verovatnije da će takvo finansiranje biti skuplje, što preduzeću nameće još jedan kompromisni izbor između rizika i profitabilnosti.

Za proces upravljanja obrtnim sredstvima u preduzeću jako je bitan konverzioni ciklus gotovine odnosno saznanje koliko je dana gotovina preduzeća vezana za druge oblike obrtne imovine. Izračunavanje dužine trajanja konverzionog ciklusa važno je menadžmentu preduzeća za vođenje politike likvidnosti. Bitno je držati pod kontrolom dužinu trajanja konverzionog ciklusa i trajanje pojedinih faza tog ciklusa. Svaka faza konverzionog ciklusa zahteva određeno finansiranje, a finansiranje uvek ima svoju cenu. Što su pojedine faze konverzionog ciklusa duže, to su veći troškovi finansiranja. Otuda je jedan od glavnih ciljeva finansijskog menadžmenta da nauči da deluje u pravcu skraćenja pojedinih faza i ukupne dužine konverzionog ciklusa, čime se smanjuje i vrednost angažovanog obrtnog kapitala i finansijski troškovi pri datom nivou proizvodnje i prodaje.

Kada pročitate ovaj deo trebalo bi da znate da odgovorite na sledeća pitanja:

- Kako definišete ukupna obrtna sredstva i neto obrtna sredstva i koja je razlika među njima?
- Kako razumete dva osnovna problema vezana za donošenje odluka o upravljanju obrtnim sredstvima i kompromise uključene u donošenje ovih odluka?

- Kako vidite odnos između profitabilnosti, likvidnosti i rizika u upravljanju obrtnim sredstvima.
- Navedite i objasnite motive za držanje gotovog novca.
- Objasnite dvoslojni sistem likvidnosti.
- Objasnite pojam sigurnosnih zaliha.
- Objasnite modele za izračunavanje optimalne količine zaliha.
- Objasnite *Just-in-Time* sistem upravljanja zalihama.
- Šta su to kreditni standardi?
- Šta su to kreditni uslovi?
- Šta predstavlja monitoring kredita?
- Šta je to prodajna politika i koji su metodi ubrzavanja naplate potraživanja?
- Na koji način se upravlja obavezama prema dobavljačima?

1. POJAM I KLASIFIKACIJA OBRTNIH SREDSTAVA

U široj literaturi obrtna sredstva se najčešće definišu kao deo poslovnih sredstava koja se jednokratnim ulaganjem mogu utrošiti u jednom reprodukcionom ciklusu. Ovo ujedno predstavlja njihovu osnovnu odliku. Druga njihova bitna odlika jeste da se obrtna sredstva najmanje jedanput obrnu u toku godine. Stoga, pod obrtnim sredstvima treba podrazumevati ona poslovna sredstva koja se jednokratnom upotrebom troše u poslovnim procesima i čija se vrednost preobražava iz novčanog oblika, kroz kružni tok, ponovo u novac i to najmanje jednom u toku godine. (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011)

Obrtnim sredstvima se smatraju ona sredstva koja se u jednom ciklusu reprodukcije transformišu iz početnog pojavnog oblika (novca – N) u završni pojavni oblik (novac – N1). Sama dužina trajanja ciklusa reprodukcije najviše zavisi od dužine trajanja tehnološkog procesa, ali po pravilu traje kraće od godinu dana. Kružno kretanje sredstava u procesu reprodukcije se izražava u formi obrasca N-R...P...R1-N1, odakle proizilazi da se obrtna sredstva javljaju u nekoliko pojavnih oblika:

- novčani oblik,
- naturalni oblik,
- prelazni oblik.

Novčani oblik je početni i završni oblik obrtnih sredstava koji može da se nalazi u blagajni ili na tekućim računima u bankama.

Naturalni oblik obrtnih sredstava javlja se u različitim vidovima i to kao:

- sirovine i materijal,
- nedovršena proizvodnja,
- gotovi proizvodi.

Sirovine i materijal predstavljaju vrednosti koje će u procesu reprodukcije biti transformisane u gotove proizvode. Nedovršena proizvodnja predstavlja vrednost proizvoda nove upotrebne vrednosti čija je proizvodnja otpočela, ali nije završena. Gotovi proizvodi predstavljaju vrednost u visini cene koštanja proizvoda nove upotrebne vrednosti, koji su namenjeni prodaji odnosno transformaciji u novac.

Prelazni oblik obrtnih sredstava predstavlja vrednost potraživanja koja mogu da nastanu po osnovu:

- prodaje gotovih proizvoda kupcima,
- davanja avansa dobavljačima.

Do potraživanja po osnovu prodaje gotovih proizvoda kupcima dolazi uvek kada se prodaja vrši sa odloženim rokom plaćanja. Potraživanja po osnovu datih avansa dobavljačima nastaju kada se dobavljačima roba plati unapred.

Prelazni oblici obrtnih sredstava se transformišu ili u robu ili u novac. Potraživanja po osnovu prodatih gotovih proizvoda kupcima na odloženo plaćanje transformišu se u novac, a potraživanja po osnovu datih avansa dobavljačima transformišu se u robu.

Za potrebe finansijske analize i finansijskog menadžmenta u preduzeću, obrtna sredstva se dele na:

- ukupna obrtna sredstva,
- neto obrtna sredstva.

Ukupna obrtna sredstva obuhvataju sva ulaganja koja preduzeće vrši u pojedine konkretne oblike obrtnih sredstava. Ona ustvari predstavljaju sumu tekuće aktive u bilansu stanja preduzeća i sastoje se iz pojedinih oblika obrtnih sredstava kao što su:

- novčana sredstva u blagajni i na računima,
- potraživanja od kupaca,
- tržišne hartije od vrednosti,
- menice i akcepti primljeni od kupaca,
- avansi dati dobavljačima,
- zalihe (sirovina, materijala, nedovršene proizvodnje i gotovih proizvoda u proizvodnim preduzećima, odnosno zalihe trgovačke robe u trgovinskim preduzećima),
- unapred plaćeni rashodi i obračunati, a nenaplaćeni prihodi (aktivna vremenska razgraničanja-AVR).

Neto obrtna sredstva se definišu kao razlika između tekuće aktive i tekuće pasive, tj. kao razlika između ukupnih obrtnih sredstava i ukupnih kratkoročnih obaveza preduzeća, odnosno kao deo obrtnih sredstava koji se finansira iz dugoročnih izvora, bilo sopstvenih ili pozajmljenih. Ona se ne mogu identifikovati sa bilo kojim realnim, konkretnim oblikom obrtnih sredstava, kao što to mogu ukupna obrtna sredstva, već ona predstavljaju samo radnu, obračunsku veličinu koja pokazuje koji se deo obrtnih sredstava finansira iz dugoročnih izvora. Otuda je visina neto obrtnih sredstava važna za likvidnost preduzeća, jer utiče na sposobnost plaćanja i služi kao „marža sigurnosti" za kratkoročne kreditore i dobavljače.

Za pravilno shvatanje osnovnih principa upravljanja obrtnim sredstvima, potrebno je praviti razliku između pojedinih tipova obrtnih sredstava u okviru ukupnih obrtnih sredstava. Podela se vrši, s jedne strane, prema *vremenu* u kome se obrtna sredstva koriste, a sdruge strane, prema *funkcijama* koje obrtna sredstva treba da ispunjavaju. Otuda postoji osnovna klasifikacija obrtnih sredstava na:

- stalna (trajna) ili permanentna obrtna sredstva i
- promenljiva ili varijabilna obrtna sredstva.

Stalna ili *permanentna ili trajna* obrtna sredstva su ona obrtna sredstva koja ostaju investirana u preduzeću za sve vreme dok ono posluje. Praktično, to je onaj iznos obrtnih sredstava koji preduzeće mora da ima da bi moglo obezbediti minimum poslovnih aktivnosti, odnosno da bi moglo obezbediti neprekidan reprodukcioni ciklus. Taj minimum se odnosi na sve najvažnije oblike obrtnih sredstava:

- novčana sredstva,
- zalihe,
- kupce.

Predeuzeće mora da raspolaže dovoljnim iznosom novčanih sredstava da bi moglo da odgovori kako unapred poznatim obavezama poput otplata glavnica i kamata za uzete kredite, poreskih i drugih zakonskih obaveza i sl, tako i za obaveze koje su direktno vezane za tekuće aktivnosti poput dobavljača, zarada zaposlenih, zakupa poslovnog prostora, troškova reklame i sl.

Slično je i kod ulaganja u zalihe. Čak i pri niskom stepenu zaposlenosti, preduzeće mora da drži određene zalihe koje su neophodne da bi se obezbedio i tako nizak stepen zaposlenosti, odnosno da ne dođe do prekida reprudukcionog ciklusa u pojedinim fazama (proizvodnja, prodaja...). Kada su u pitanju sirovine i materijal, onda je to onaj iznos zaliha koji je nužan da bi se moglo otpočeti sa proizvodnjom.

Kada su u pitanju zalihe gotovih proizvoda, onda je to onaj iznos zaliha koji je neophodan za izlazak na tržište što uključuje i adekvatan asortiman proizvoda koji je potreban da se privuku kupci.

Kada je reč o kupcima bitno je naglasiti da ulaganja u ovaj oblik obrtnih sredstava treba da iznose minimum onoliko koliko obim realizacije premašuje iznos prodaje za gotovinu-keš i iznos naplaćenih potraživanja od kupaca.

Na osnovu izloženih karakteristika stalnih (trajnih) ili permanentnih obrtnih sredstava proizilazi zaključak da svako preduzeće mora da održava određeni minimum obrtnih sredstava ispod kojeg ne sme ići, da ne bi dovelo u pitanje kontinuitet obavljanja procesa reprodukcije. Zbog ovih karakteristika, stalna obrtna sredstva se još nazivaju i primarna obrtna sredstva preduzeća.

Priroda stalnih (trajnih) ili permanentnih obrtnih sredstava nameće dve ključne konsekvence za menadžment preduzeća:

- potrebna su permanentna ulaganja u obrtna sredstva ako se želi obezbediti minimalan stepen aktivnosti preduzeća,
- pošto trajna obrtna sredstva sa aspekta prisutnosti u preduzeću (trebaju uvek biti prisutna) poprimaju karakter osnovnih sredstava, to se i finansiranje trajnih obrtnih sredstava mora vršiti po istim principima po kojima se finansiraju i osnovna sredstva, tj. iz dugoročnih izvora.

Promenljiva ili *varijabilna* obrtna sredstva predstavljaju onaj deo obrtnih sredstava koji se povećava ili smanjuje u skladu sa potrebama preduzeća koje su najčešće uslovljene sezonskim i cikličnim kretanjima kojima je podložno poslovanje preduzeća. Sezonske oscilacije su prisutne u velikom broju preduzeća iz oblasti poljoprivrede, prehrambene industrije, konfekcije, industrije obuće, turizma itd. Kod cikličnih kretanja u privredi, povećavaju se potrebe za obrtnim sredstvima u periodima prosperiteta, dok se u periodima depresije smanjuju. Dakle i u peridima sezonskih špiceva i u periodima opšte konjukture odnosno privrednog prosperiteta, dolazi do povećanih potreba za dodatnim obrtnim sredstvima. Stoga se unapred predviđaju iznosi potrebnih obrtnih sredstava za finansiranje povećanja zaliha i potraživanja od kupaca, te se na osnovu toga planiraju i izvori finansiranja. Za finansiranje promenljivih ili varijabilnih obrtnih sredstava koriste se uglavnom kratkoročni izvori finansiranja u vidu *kratkoročnih kredita banaka*, pa čak, u manjoj meri, i u obliku autonomnih izvora finasiranja kroz povećanje obaveza prema dobavljačima, koje svakako treba da budu usaglašene sa voljom i finansijskim mogućnostima dobavljača.

Na osnovu napred rečenog, osnovni zadatak finansijskog menadžmenta u preduzećima je da izvrše procene u kojoj meri će sezonske oscilacije i poslovni ciklus uticati na promene volumena obrtnih sredstava, kao i da procene mogućnosti obezbeđenja adekvatnih izvora finansiranja, kako bi preduzeće prošlo kroz različite sezonske i privredne cikluse bez posebnih teškoća i negativnih posledica.

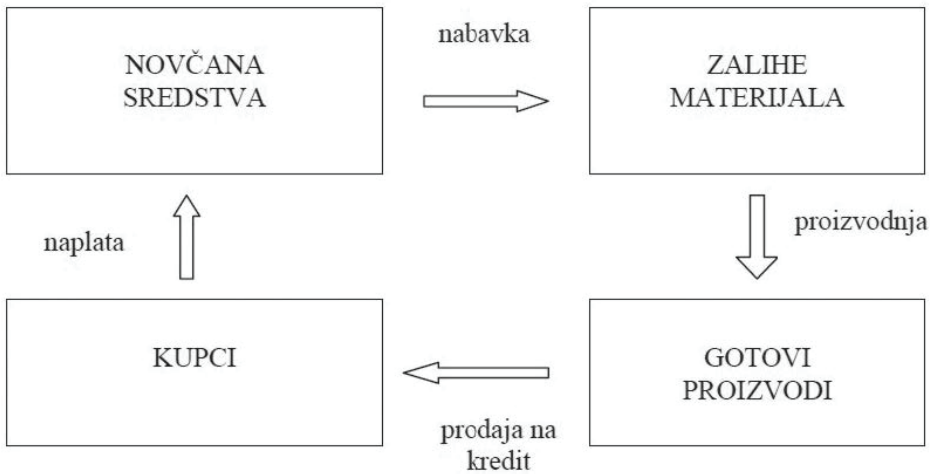
2. KRUŽNO KRETANJE OBRTNIH SREDSTAVA

Najvažnije obeležje obrtnih sredstava ja samo obrtanje. Obrtanje obrtnih sredstava predstavlja proces kretanja angažovanih obrtnih sredstava koji se odvija preko:

- nabavke predmeta rada,
- tehnološke obrade predmeta rada u procesu stvaranja materijalnih dobara i
- pretvaranja robnog u novčani oblik obrtnih sredstava putem prodaje i naplate gotovih proizvoda.

Obrtanje obrtnih sredstava predstavlja njihovu stalnu cirkulaciju kroz faze nabavke, proizvodnje i prodaje. U tom procesu obrtanja, obrtna sredstva stalno menjaju oblik. Dakle, proces kružnog kretanja obrtnih sredstava odvija se tako što preduzeće za novčana sredstva kupuje sirovine i materijal, dok njihovom transformacijom iz proizvodnog procesa izlaze gotovi proizvodi spremni za prodaju. Nakon prodaje proizvoda i njihove isporuke kupcima nastaje proces kratkoročnih potraživanja od kupaca. Naplatom tih potraživanja, obrtna sredstva ponovo prelaze u novčani oblik i njima se ponovo mogu kupovati sirovine i materijal, čime se zatvara ciklus kružnog kretanja obrtnih sredstava (što je prikazano slikom broj 1).

Slika 1. Proces kružnog kretanja obrtnih sredstava



Kao mera brzine obrtanja obrtnih sredstava najčešće se koristi koeficijent obrtanja. On se izračunava stavljanjem u odnos vrednosti ostvarenih rezultata odnosno ukupnog prihoda i angažovanih obrtnih sredstava za ostvarenje tog ukupnog prihoda:

$$KO = \frac{UP}{AsOB}$$

pri čemu je:

KO = koeficijent obrtanja obrtnih sredstava

UP = ukupan prihod

AsOB = angažovana obrtna sredstva.

Brže obrtanje odnosno veći koeficijent obrtanja obrtnih sredstava omogućava preduzeću više prednosti, kao što su:

- mogućnosti finansiranja istog obima poslovanja sa manjim iznosom obrtnih sredstava,
- mogućnost da se sa istom masom angažovanih obrtnih sredstava finansira veći obim poslovanja preduzeća,
- smanjenje troškova preuzeća zbog manje utrošenih obrtnih sredstava, čime se pri istom ukupnom prihodu ostvaruju povoljniji rezultati poslovanja tj. dobit.

Obrtna sredstva se u svakom momentu nalaze u preduzeću u čitavom nizu osnovnih (robni i novčani) i prelaznih (potraživanja po raznim osnovama) oblika. Otuda se obrtna sredstva u proizvodnom preduzeću mogu diferencirati na grupe i podgrupe prikazane slikom broj 1. (M.Ivaniš i S.Nešić, 2011)

Slika 2. Grupe i podrgupe obrtnih sredstava u proizvodnom prduzeću

A. NOVAC I RAZLIČITI SUROGATI NOVCA
1. Gotovina (u blagajni i banci)
2. Valute
3. Devize
4. Čekovi, menice, akceptni nalozi i sl.
5. Obveznice, blagajnički zapisi i drugi vrednosni papiri

B. PRELAZNI OBLICI NOVCA U ROBU
1. Avansi dobavljačima za obrtna sredstva
2. Akontacije za službena putovanja
3. Krediti dati kooperantima
4. Akontacije plata radnicima
5. Aktivna vremenska razgraničenja

C. ZALIHE SIROVINA, MATERIJALA I SITNOG INVENTARA
1. Sirovine i materijal
2. Gorivo i mazivo
3. Nabavljeni poluproizvodi i delovi
4. Materijal u obradi, doradi i manipulaciji
5. Sitan inventar, ambalaža i autogume

D. PROIZVODNJA U TOKU I POLUPROIZVODI
1. Proizvodnja u toku
2. Poluproizvodi vlastite proizvodnje
3. Nedovršeni proizvodi

E. ZALIHE GOTOVIH PROIZVODA I ROBE
1. Zalihe gotovih proizvoda
2. Zalihe trgovinske robe u skladištima
3. Zalihe trgovinske robe u poslovnim jedinicima

F. PRELAZNI OBLICI ROBE U NOVAC
1. Potraživanja od kupaca za prodate proizvode i usluge
2. Potraživanja od ostalih preduzeća za prodatu robu
3. Kreditni odnosi sa preduzećima za prodatu robu
4. Kreditni odnosi sa neposrednim potrošačima za prodatu robu
5. Razna druga potraživanja obrtnih sredstava

G. PRELAZNI OBLICI NOVCA U NOVAC
1. Kratkoročni depoziti
2. Kratkoročni krediti

3. KONVERZIONI CIKLUS

Konverzioni ciklus predstavlja vremenski tok koji povezuje faze proizvodnje sa ulaganjima preduzeća u obrtni kapital. On praktično sadrži proces konverzije novca u sirovine i materijal, zatim transformaciju sirovina i materijala u proizvodnju u toku, potom transformaciju proizvodnje u toku u gotove proizvode, zatim konverziju gotovih proizvoda u potraživanja od kupaca i na kraju konverziju potraživanja od kupaca u naplaćenu realizaciju tj. gotovinu. Početna i završna tačka konverzionog procesa je novac. Na ovaj način može da se odredi koliko dana traje konverzioni ciklus gotovine i koliko dana je gotovina preduzeća vezana za druge oblike imovine odnosno oblike obrtnih sredstava. Ovi podaci su potrebni menadžmentu preduzeća pri vođenju politike likvidnosti. Sa ekonomskog i finansijskog aspekta, bitna je dužina trajanja konverzionog ciklusa kao i trajanje pojedinih faza tog ciklusa. Protok resursa u svim fazama konverzionog ciklusa zahteva finansiranje tog procesa, a finansiranje obrtnog procesa ima svoju cenu. Ukoliko su pojedine faze konverzionog ciklusa duže, to je vrednost angažovanih resursa veća, što sobom povlači povećane troškove finansiranja. Otuda je jedan od glavnih zadataka finansijskog menadžmenta preduzeća da deluje u pravcu skraćenja pojedinih faza, a samim tim i ukupne dužine konverzionog ciklusa. Skraćenjem vremenskog trajanja konverzionog ciklusa smanjuju se vrednosti angažovanog obrtnog kapitala pri datom nivou proizvodnje i prodaje.

Konverzioni ciklus se može izračunati sledećom formulom:

$$\textit{Konverzioni ciklus} = \textit{Period držanja zaliha} + \textit{Period naplate potraživanja od kupca} - \textit{Period kreditiranja od strane dobavljača}$$

Ova formula pokazuje koliko brzo preduzeće, u danima, dobija natrag svoju gotovinu, od trenutka kada plati svoje obaveze do trenutka kada naplati svoja potraživanja. Iako u preduzećima postoji privid da se prilivi i odlivi gotovine odigravaju istovremeno, oni se u stvari vremenski ne poklapaju za broj dana u konverzionom ciklusu, pri čemu prilivi zaostaju za odlivima za taj broj dana i u iznosu koji se dobija množenjem broja dana u konverzionom ciklusu i iznosa prodaje po danu, što predstavlja cash-flow gep ili nedostatak gotovine u preduzeću. To je ujedno iznos obrtnog kapitala koji je potreban firmi da bi finansirala svoj rad.

Na primeru se može izračunati koliko gotovine je potrebno da bi se finansirao rad preduzeća kod koga je period držanja zaliha, recimo, 50 dana, period naplate potraživanja od kupaca 60 dana, a period plaćanja obaveza dobavljačima tj. period kreditiranja od strane dobavljača, recimo, 57 dana, sa prodajom po danu od 20 miliona dinara (din):

Konverzioni ciklus = 50 dana + 60 dana – 57 dana = 53 dana

53 dana x 20 miliona din. prodaja/dan = 1.060.000.000 din.

Preduzeću je potrebno 1,06 milijardi dinara obrtnog kapitala za finansiranje svog rada.

Na kraju treba podvući da konverzioni ciklus može da se skrati različitim tehnikama kao što su smanjenje perioda naplate potraživanja od kupaca, smanjenje nivoa i perioda držanja zaliha i povećanjem perioda plaćanja obaveza dobavljačima. Uspešno sprovođenje ovih tehnika dovodi do bržeg konverzionog ciklusa tj. bržeg pretvaranja gotovine, manje potreba za obrtnim kapitalom i do više gotovine u preduzeću. To je recept za postizanje zadovoljavajuće likvidnosti firme.

Moguća su tri scenarija u odnosu porasta obrtnog kapitala i porasta prodaje:

- neutralni,
- meki,
- agresivni.

Neutralni scenario podrazumeva da je rast obrtnog kapitala u istom vremenskom periodu jednak rastu prodaje.

Meki scenario znači da je rast obrtnog kapitala veći od rasta prodaje, što je nepovoljno.

Prema agresivnom scenariju, rast obrtnog kapitala je niži od rasta prodaje, što je povoljno, ali u određenim granicama.

Agresivni scenario je najpovoljnija varijanta jer implicira da se sa relativno manjim rastom obrtnog kapitala finansira relativno veći rast prodaje, odnosno sa manje uloženog obrtnog kapitala i sa nižim troškovima finansiranja preduzeće postiže viši nivo aktivnosti, veću realizaciju, što na kraju rezultira i većom ostvarenom dobiti. Osnovno pitanje i zadatak finansijskog menadžmenta preduzeća je kako ostvariti ovaj scenario. Agresivni scenario zahteva mnogo više truda i veština nego druga dva scenarija.

On zahteva pažljivo planiranje i vođenje stokova zaliha, koje na svim nivoima treba držati na minimumu, ali da ne dođe do nedostatka pojedinih vrsta zaliha, da proces proizvodnje i prodaje bude neprekidno obezbeđen, ali i da ne postoje nikakvi viškovi zaliha preko neophodnog minimuma. Pored toga, treba voditi takvu politiku prodaje koja skraćuje period naplate potraživanja od kupaca, uz istovremeno produžavanje perida plaćanja obaveza prema dobavljačima. Takođe, ovaj scenario podrazumeva i da se iznosi novca i drugih instrumenata likvidnosti drže na najnižem mogućem nivou koji obezbeđuje tekuću likvidnost odnosno plaćanje dospelih obaveza na vreme, a da se sav višak likvidnih novčanih sredstava uposli i investira kako bi doneo dodatne prihode.

U globalu, agresivni scenario relativno niskih nivoa obrtnih sredstava je povoljan sa aspekta *profitabilnosti* preduzeća, jer obrtna sredstva nose sobom troškove finansiranja, ali držanje suviše niskih nivoa obrtnih sredstava nosi sobom povećani rizik jer može doći do prekida procesa reprodukcije usled nedostatka nekog od segmenata obrtnih sredstava (npr. nedostatak sirovina, materijala i poluproizvoda uslovljava prekid proizvodnje koja sobom nosi određene fiksne troškove; nedostatak gotovih proizvoda po zahtevanom asortimanu tržišta dovodi do gubitka prodaje kupcima, koja ponekad može da poprimi i trajni karakter, ako se kupci preorijentišu na novog dobavljača; prekratki rokovi kreditiranja kupaca u odnosu na konkurenciju mogu da dovedu do istih posledica; a predugo odlaganje plaćanja obaveza prema dobavljačima mimo njihove volje i saglasnosti može usloviti gubitak stečenih pozicija kod dobavljača, pogoršanje uslova nabavke u vidu skraćenja rokova plaćanja, povećanja cena, gubitka stečenih povlastica u vidu rabata i sličnih beneficija). Otuda, pri sprovođenju agresivnog scenarija uvek postoji balans ili trade-off između profitabilnosti i rizika.

U praksi može doći do deficita obrtnog kapitala. Ovaj problem je poznat kao *prenapregnutost* obrtnog kapitala tj. *podkapitalizacija* ili *overtrading*. Kada preduzeće nema dovoljno obrtnih sredstava za podržavanje nivoa tekućeg poslovanja odnosno kada je nivo poslovanja preduzeća viši nego što dozvoljava njen obrtni kapital, onda se postavlja pitanje šta je uzrok deficita obrtnog kapitala. Uzroci mogu da budu sledeći:

- preduzeće nema dovoljno kapitala odnosno nedovoljan deo kapitala je usmeren u obrtni kapital,
- preduzeće ostvaruje spor obrt zaliha što uzrokuje angažovanje suviše velikih sredstava u zalihama za tekući nivo poslovanja, što stvara deficit obrtnog kapitala,
- preduzeće daje ili toleriše preduge rokove plaćanja od strane kupaca, tako da preterano kreditiranje kupaca angažuje suviše veliki deo obrtnog kapitala.

- preduzeće nije u stanju da ostvari projektovani priliv novca od prodaje zbog različitih razloga, pa priliv novca nije u skladu sa njegovim odlivom prema dobavljačima, isplatama: poreza, plata zaposlenih, kreditnih obaveza i sl.

U slabo regulisanim finansijskim sistemima, preduzeća često rešavaju problem deficita obrtnog kapitala putem neregularnog odlaganja plaćanja svojih obaveza prema dobavljačima i kreditorima, a neretko i prema državi i zaposlenima. To u praksi dovodi do stvaranja lanca nelikvidnosti, jer preduzeća koja ne dobiju novac za prodatu robu u ugovorenim rokovima, nisu u stanju da izmire svoje dospele obaveze prema drugim preduzećima u rokovima dospeća i taj lanac se nastavlja u procesu društvene reprodukcije kroz ceo privredni sistem. Dodatni problem se javlja kada su pojedina preduzeća u stvorenom lancu nelikvidnosti prinuđena, ne svojom voljom, da za održavanje likvidnosti i opstanak na tržištu plaćaju dodatne finansijske troškove za pozajmice od banka. Ovo je posebno opasno ako se lanac nelikvidnosti počne stvarati od strane najjačih preduzeća, oligopolista/oligopsonista ili monoplista/ monopsonista jer je onda proces veoma brz, obiman i sveobuhvatan. U razvijenim i regulisanim finansijskim sistemima ovakvi lanci nelikvidnosti se ne tolerišu.

4. UPRAVLJANJE ZALIHAMA

Zalihe predstavljaju vezu između proizvodnje i prodaje. Sve zalihe u preduzeću se dele na zalihe *sirovina* i *materijala*, zalihe *nedovršene proizvodnje* i zalihe *gotovih proizvoda* tj. roba. Zalihe sirovina i materijala daju preduzećima fleksibilnost kod nabavki jer ne moraju prečesto da prave nove porudžbine kod dobavljača, a svaka nova porudžbina sadrži i određene troškove nabavke, dok ređe a veće porudžbine stvaraju uslove za dobijanje povoljnijih cena. Sa druge strane držanje zaliha ima svoju ekonomsku cenu odnosno iziskuje troškove držanja zaliha koji su određeni visinom kamatne stope na tržištu kapitala i materijalnim troškovima vezanim za držanje zaliha (zakup prostora, komunalije, radna snaga i sl.). Zalihe u proizvodnom procesu omogućavaju preduzeću kontinuitet proizvodnje, a eventualni prekid proizvodnje povlači za sobom visoke troškove, posebno kod preduzeća sa visokim fiksnim troškovima proizvodnje. Zalihe gotovih proizvoda odnosno robe omogućavaju fleksibilnost u prodaji, naročito kada dođe do vanrednog povećanja tražnje. Ukoliko preduzeće nije u stanju da zadovolji neplanirani porast tražnje, ono gubi tržišno učešće u korist konkurenata koje se teško vraća bez dodatnih uloženih napora i troškova.

Zbog toga svako preduzeće treba da drži određene *sigurnosne zalihe* (safety stocks) da bi se sprečio nastanak poslovnih gubitaka usled privremenog nedostatka zaliha. Pri tome preduzeće mora da vodi računa o postojanju dve vrste troškova: *troškova pribavljanja zaliha* i *troškova držanja zaliha* i da nađe balans (trade-off) između jednih i drugih, kako bi *ukupni troškovi zaliha* (troškovi pribavljanja + troškovi držanja) bili minimalni. Poenta je da ukupni troškovi zaliha budu minimalni, a ne pojedinačno gledano da minimalni budu troškovi pribavljanja zaliha ili troškovi držanja zaliha, koji su po visini međusobno dijametralno suprotni (ukoliko su jedni minimalni, drugi su maksimalni).

Postoje određeni matematički modeli za izračunavanje optimalne količine zaliha. Model EOQ (*Economic Order Quantity*) polazi od pretpostavke da preduzeće ima konstantnu tražnju odnosno prodaju svojih proizvoda na tržištu, zbog čega se zalihe proizvoda ravnomerno smanjuju. Druga pretpostavka ovog modela je da se zalihe popunjavaju tek kada se potpuno iscrpe. Model glasi (M.Ćirović, 2008):

$$EOQ = \sqrt{\frac{2DC}{H}}$$

pri čemu je:

D = godišnja tražnja određene zalihe

C = cena narudžbine

H = cena držanja jedinice zaliha u toku jedne godine

Primer: Preduzeće prodaje 3.000 jedinica proizvoda „X" svake godine. Procenjeno je da cena držanja jedinice zaliha ovog proizvoda iznosi 5 evra godišnje. Cena narudžbine ovog proizvoda procenjena je na 30 evra.

$$EOQ = \sqrt{\frac{(2x3.000x30)}{5}} = 190 \text{ jedinica (zaokruženo)}$$

Preduzeće optimalno treba da naručuje po 190 jedinica proizvoda „X" 16 puta godišnje (3.000/190).

Prikazani model EOQ ima više teorijski nego praktični značaj, jer ima nekoliko ograničenja koja u praksi gotovo da nisu sprovodljiva. Pored dva napred pomenuta ograničenja o ravnomernoj tražnji i nepostojanju sigurnosnih zaliha, ovaj model ne uzima u obzir i mogućnost dobijanja diskonta za veće porudžbine. Zbog toga osnovni model EOQ može da bude korigovan kako bi se uključila neravnomerna tražnja i drugi pomenuti ograničavajući faktori. Zato u praksi preduzeća koriste ovaj model u korigovanoj varijanti koja odgovora njihovom načinu poslovanja, a u cilju kvantitativnog upravljanja zalihama.

Najrazvijeniji praktični model upravljanja zalihama je tzv. *„just-in-time"* sistem upravljanja zalihama. Razvile su ga japanske elektronske i automobilske kompanije u cilju skraćivanja konverzionog ciklusa, bržeg obrta obrtnih sredstava, nižih troškova finasiranja, a sve to u cilju što nižih ukupnih troškova i prodajnih cena, kako bi pored visokog kvaliteta svojih proizvoda bili konkurentni i cenama. Ovaj sistem znači da isporuka materijala stiže „tačno na vreme", odnosno da ne postoje zalihe materijala, osim izuzetno malog obima sigurnosnih zaliha. Pretpostavka ovog sistema je da tok materijala i proizvodni proces teku od početka do kraja bez zastoja, za šta je potrebna jako razvijena i precizna logistička i informaciona podrška na nivou cele privrede.

Just-in-Time (JIT) sistem zasniva se na ideji da kompanija nabavlja zalihe tačno u onim količinama i tajmingu prema potrebama proizvodnje, pri čemu se obim proizvodnje usklađuje sa ranije ugovorenom prodajom. Realizacija JIT sistema znači da su zalihe na nivou koji odgovara teoretskom minimumu. To pretpostavlja sofisticirani sistem upravljanja zalihama, tj. precizan informacioni sistem o nabavkama, produkciji i prodaji. Realizacija JIT sistema zahteva uhodan sistem preciznog ugovaranja nabavke i prodaje sa poslovnim partnerima. Zbog toga je teško primeniti JIT sistem u čistom obliku. Ali mnoge kompanije sprovode politiku zaliha koja se približava JIT sistemu.

[Izvor: M. Ćirović (2008) Finansijski menadžment, Naučno društvo Srbije, Beograd, str. 41]

Uspešno upravljanje zalihama smanjuje zahteve za obrtnim kapitalom oslobađanjem velikih iznosa gotovine. Fokusiranje na zalihe radi njihovog smanjenja gde god je to moguće, ne znači da zalihe treba smanjiti do nule, jer bi to dovelo u pitanje kontinuitet procesa reprodukcije u preduzeću, a većinu njegovih kupaca bi ostavilo nezadovoljnim. Cilj je da se zalihe smanje do minimalnog nivoa koji će i dalje obezbeđivati da svaki materijal i sirovina i svaki deo budu dostupni proizvodnji kada je potrebno, a da svaki proizvod bude spreman za prodaju kada kupac to poželi. Preduzeće treba konstantno da poručuje sirovine i materijale, izrađuje proizvode i čuva ih za isporuku kupcima. Veletrgovine i maloprodajni lanci treba redovno da popunjavaju svoje zalihe, da izbegavaju pogubnu situaciju u kojoj ostaju bez zaliha, pa stavka koju kupci žele nije dostupna, a na taj način propuštena prodaja (i profit) se teško ili nikako ne nadoknađuje. Sa druge strane, treba imati u vidu da se svaka stavka u zalihama može smatrati zamrznutom gotovinom, odnosno gotovinom koju firma ne može da koristi u druge svrhe. Otuda, pitanje koliko je tačno zaliha potrebno da se potrebe kupaca zadovolje, a istovremeno se „zamrznuta" gotovina smanjuje i drži na minimumu, je centralno pitanje uspešnog upravljanja zalihama za koje ne postoji unapred data formula za izračunavanje. Celokupan proces upravljanja zalihama upravo teži postizanju ove optimalne tačke nivoa zaliha. Zaposleni u prodaji žele da izađu u susret željama kupaca i da im uvek ponude one proizvode ili onu varijantu proizvoda koju oni u datom trenutku žele. Međutim, svaki novi zahtev kupaca iziskuje povećanje zaliha, što znači da iziskuje povećanje gotovine. Istina je da kupci moraju biti zadovoljni, ali razuman zahtev mora biti u ravnoteži sa činjenicom da zalihe koštaju. Ukoliko zaposleni u prodaji mogu da prodaju više stan- dardnih proizvoda sa ograničenim brojem varijacija, to će firma imati manje zaliha, trebaće joj manje gotovine, biće likvidnija.

Zaposleni u razvoju preduzeća konstantno rade na poboljšanju proizvoda, zamenjujući jedne verzije novim verzijama i sl. To je potpuno legitiman cilj sa aspekta poslovne politike preduzeća i cilja koji inženjeri u firmi imaju pred sobom. Međutim i taj cilj treba da bude u ravnoteži sa potrebama za zalihama, jer umnožavanje verzija proizvoda opterećuje upravljanje zalihama. Jednostavna proizvodna linija sa nekoliko lakih opcija za promene unutar nje, smanjuje zalihe i olakšava upravljanje njima.

Proizvodni sektor u preduzeću ima velikog uticaja na nivo zaliha. Česti zastoji u radu i kvarovi na mašinama i opremi zahtevaju da preduzeće drži viši nivo zaliha sirovina, materijala i gotovih proizvoda. Brzina prelaska sa izrade jednog na izradu drugog proizvoda takođe utiče na nivo zaliha. Projkat proizvodnog toka preduzeća utiče na nivo zaliha. Uspešno kreiran proizvodni tok u uspešnom preduzeću smanjuje potreban nivo zaliha.

Menadžeri i ostali zaposleni u proizvodnji su obučeni da proizvode efikasno i da održavaju niske jedinične cene zbog uspešnog upravljanja troškovima proizvodnje. Međutim, kada je potražnja smanjena a poslovanje usporeno, proizvodni sektor obično nastavlja da proizvodi punim kapacitetom kako bi održao niske jedinične cene i uspešnost fabrike. Pored toga, zaposleni u proizvodnji su motivisani da ostvaruju ciljeve za čije se ostvarenje i plaćaju. U takvim situacijama, menadžment preduzeća mora da razmotri gotovinu preduzeća, troškove njenih organizacionih delova, prvenstveno proizvodnje. Preduzeće koje nastavlja da proizvodi u ovakvim uslovima, stvara više zaliha koje se ne prodaju, a zahtevaju troškove čuvanja i održavanja. Ponekad se preduzećima više isplati da zaposleni ne proizvode nego da izrađuju proizvode koji se ne prodaju.

Koliko preduzeće može uštedeti mudrim upravljanjem zalihama, može se pokazati na primeru preduzeća, koje ima npr. prosečne zalihe u iznosu od 900 miliona dinara i period *držanja zaliha* od 60 dana. Smanjivanjem samo jednog dana držanja zaliha sa 60 na 59, ovo preduzeće bi povećalo gotovinu za 15 miliona dinara. Na taj način se može uštedeti puno novca, smanjujući potrebe za obrtnim kapitalom, praveći čak i skromna poboljšanja u procesu upravljanja zalihama.

5. UPRAVLJANJE POTRAŽIVANJIMA OD KUPACA

Preduzeća u tržišnoj privredi, po pravilu, svojim klijentima (drugim preduzećima i građanima), odobravaju trgovinske kredite (valutu plaćanja tj. odloženo plaćanje). Odobravanjem trgovinskih kredita, preduzeća formiraju vremenski razmak između prodaje i naplate robe. Dinamički gledano, preduzeće konstantno daje nove trgovinske kredite svojim kupcima a naplaćuje dospele koji su odobreni u prethodnom periodu. Na taj način preduzeće uvek ima određena potraživanja od kupaca koja su promenljiva u vremenskoj dinamici.

Preduzeća koja prodaju svoje proizvode i usluge na odloženo plaćanje tj. kreditiraju svoje kupce, koriste svoju gotovinu da kupcima finansiraju kupovinu svojih proizvoda i usluga. U bilansu stanja ova stavka se izražava kao „potraživanja od kupaca" (ili „potraživanja iz redovnog poslovanja") i predstavlja novčani iznos koji kupci duguju preduzeću u određenom vremenskom periodu, zasnovan na vrednosti onoga što su kupili pre tog datuma, a nisu platili do tog datuma. Koeficijent kojim se mere potraživanja od kupaca je *period naplate potraživanja*, odnosno prosečan broj dana koji su potrebni da se naplate ova potraživanja. Duži period naplate potraživanja znači da je preduzeću potrebno više obrtnog kapitala za vođenje poslovanja. Sa druge strane, kraći period naplate potraživanja znači da je preduzeću potrebno manje obrtnog kapitala za vođenje poslovanja. Iz toga proizilazi da je skraćivanje perioda naplate potraživanja, ali samo u granicama koje dozvoljava konkurentni položaj na tržištu i koji se ne reflektuje na pad obima naplative prodaje, jedan od presudnih faktora uspešnog upravljanja gotovinom. Veoma je bitno da pored finansijskog menadžmenta i drugi delovi menadžmenta i zaposlenih u preduzeću, razumeju značaj perioda naplate potraživanja i u svom domenu rade na njegovom smanjenju, kako bi preduzeće imalo više gotovine na raspolaganju, odnosno bilo likvidnije.

U postupku upravljanja periodom naplate potraživanja, prvo treba uočiti u kom pravcu se on kreće. On se najčeće povećava i menadžment preduzeća tada mora da postavlja određena pitanja i daje odgovore na njih.

Menadžeri razvoja i proizvodnje treba da se zapitaju da li su proizvodi preduzeća i dalje traženi na tržištu i da li ima bilo kakvih problema sa kvalitetom, funkcionisanjem, dizajnom, održavanjem ili isporukom njihovih proizvoda i da li to utiče da kupci lošije plaćaju svoje račune. Najčešće se problemi sa kvalitetom i kašnjenjem isporuka brzo reflektuju na kašnjenje u plaćanju, jer kupci nisu zadovoljni sa proizvodima koje dobijaju. Otuda menadžeri za obezbeđivanje kvaliteta, istraživanje tržišta, razvoj proizvoda, proizvodnju i otpremu proizvoda mogu u svom delu posla i te kako uticati na ukupno poslovanje preduzeća i zadovoljstvo kupaca, što ima svoju refeleksiju na novčane tokove (prilive) u preduzeću, odnosno na samu likvidnost preduzeća.

Menadžeri i zaposleni u prodajnom sektoru preduzeća treba sebi da postave niz pitanja. Prvo treba videti kakvog su kvaliteta kupci preduzeća i kako plaćaju račune u odnosu na standard u njihovoj industrijskoj grani. U različitim granama industrije, različiti su standardi plaćanja. U jednima su plaćanja brža, a u drugima su sporija. Zato se u određivanju i praćenju brzine naplate mora uvažavati specifičnost delatnosti u kojoj se posluje. Zaposleni u prodaji imaju prvi i neposredni kontakt sa kupcima, tako da je njihova obaveza da signaliziraju svaku sumnju i zabrinutost oko finansijskog zdravlja kupaca. Kada se obavi čin prodaje, zaposleni u prodajnom sektoru treba da prate šta se događa sa prodatom robom kod kupaca. Da li stoji na zalihama u magacinima kupaca ili je u proizvodnom procesu ili prodavnicama kupaca? Šta se događa u prodavnicama kupaca, da li su proizvodi traženi ili ne, kako se plasiraju u odnosu na konkurentske proizvode, da li su adekvatno izloženi da bi privukli pažnju finalnih kupaca i sl.? Zaposleni u prodajnom sektoru treba da su prirodno upućeni na usku saradnju i razmenu informacija sa zaposlenima u otpremi, jer su zaposleni u otpremi gotovo svaki dan u direktnom kontaktu sa kupcima i često se nalaze u njihovim prostorijama. Otuda oni mogu da upozore prodaju, računovodstvo i finansije uvek kada im se učini da se pojavljuju određeni problemi u poslovanju kupaca.

5.1. KREDITNI STANDARD

Preduzeća koja odobravaju robne kredite tj. odloženo plaćanje svojim kupcima, treba prethodno da odrede *kreditni standard*. Kreditni standard predstavlja minimalnu kreditnu sposobnost tražilaca kredita (kupaca) koji je prihvatljiv za preduzeće koje prodaje robu na kredit (odloženo plaćanje). Ovaj standard istovremeno predstavlja i maksimalni rizik koji je preduzeće spremno da prihvati u vezi sa kreditiranjem kupaca.

U praksi se koristi *credit scoring* model koji predstavlja proceduru kvantitativnog izračunavanja visine kreditne sposobnosti kupaca. Razvile su ga banke za potrebe obrade i selekcije zahteva za kreditima relativno manjih vrednosti, prvenstveno kod kreditiranja građana. Procedura se sastoji u tome što se u program unese nekoliko pitanja koja nose određeni broj bodova. Sabiranjem ukupnog iznosa bodova po svim postavljenim pitanjima dobija se ukupan broj bodova. Ukoliko je zbir bodova veći od određenog kritičnog broja, onda se tražilac kredita smatra kreditno sposobnim, a ukoliko je ukupan broj bodova manji od tog repernog kritičnog broja, tražilac kredita se odbija jer nema kreditnu sposobnost.

5.2. KREDITNI USLOVI – *CREDIT TERMS*

Kreditna politika (politika odloženog plaćanja) preduzeća, bilo da se vodi u sklopu prodajnog sektora ili zasebnog kreditnog sektora, treba permanentno da daje odgovore na pitanja da li su ponuđeni uslovi plaćanja kupcima dobri za preduzeće, da li se uklapaju u kreditne istorije kupaca i u konkurentske uslove na tržištu. Uvek treba imati realan uvid u to da li preduzeće daje preduge rokove plaćanja i olako daje kredit pojedinim kupcima, ili je prestrogo u svojim kriterijumima i daje prekratke rokove plaćanja. Preduzeće može da upravlja periodom naplate potraživanja tako što će odobravati popuste za plaćanje pre roka (*kasa skonto*). Recimo, ako je redovna valuta plaćanja 45 dana za prodatu robu, preduzeće može davati popust od 3% ako kupci plate svoje račune za 10 dana, a da popusta nema ako čekaju 45 dana (3/10, net 45). Znači u ovom slučaju period kreditiranja iznosi 45 dana, ali taj rok može da bude skraćen na 10 dana u slučaju da kupac želi da koristi popust koji se obračunava na prodajnu cenu robe. Takođe preduzeće može npr. davati 5% popusta za avansna plaćanja, odnosno kada kupci plate robu unapred, pre isporuke. Često popusti od nekoliko procenata mogu da pomognu preduzeću da naplati svoja potraživanja i time smanji svoj *period naplate potraživanja*, ali naravno, takvi ustupci uvek moraju da imaju svoju protivtežu, odnosno ovaj način smanjivanja perioda naplate potraživanja preduzeće radi na račun smanjenja svoje profitabilnosti.

5.3. MONITORING KREDITA

Sinhronizovanom akcijom finansijskog i svih ostalih segmenata preduzeća, *period naplate potraživanja* može da se drži na dosta niskom nivou u odnosu na prosek delatnosti, što utiče na potraživanja od kupaca, a time i na obrtni kapital, tako da preduzeću omogućava da raste bez dodatnog ulaganja u akcijski kapital ili zaduživanja.

Smanjivanje perioda naplate potraživanja za samo jedan dan može preduzeću da uštedi značajne novčane iznose, naročito ako je preduzeće veliko. Recimo da jedno veliko preduzeće ima potraživanja od kupaca u iznosu od 1 milijardu dinara i da je njegov prihod po danu 20 miliona dinara. Njegov period naplate potraživanja bi bio 50 dana. Smanjenjem perioda naplate za samo jedan dan sa 50 na 49 dana, preduzeće bi povećalo gotovinu za 20 miliona dinara, a ta gotovina bi mogla da se upotrebi za druge neophodne i profitabilne stvari u poslovanju,

ili se preduzeće možda ne bi moralo kreditno zaduživati za taj iznos ukoliko mu stanje likvidnosti i poslovni planovi to zahtevaju. Lako je izračunati šta bi ovom preduzeću značilo skraćivanje perioda naplate potraživanja za 5 ili čak 10 dana.

Pored perioda naplate potraživanja od kupaca potrebno je pratiti i analizirati i *starenje potraživanja*. Period napalate potraživanja predstavlja prosečan pokazatelj naplate, ali se tek uvođenjem pokazatelja starenja potraživanja dobija realni pokazatelj naplativosti i ukupne situacije sa potraživanjima jednog preduzeća. Recimo da jedno preduzeće ima 100 miliona dinara u potraživanjima od kupaca čiji je rok 20 dana i 100 miliona dinara potraživanja čiji je rok preko 100 dana, ukupan, prosečan, period naplate potraživanja je oko 60 dana. To zvuči kao da je u granicama normalnih standarda, ali u stvari preduzeće se možda nalazi u suštinskoj neprilici, jer se polovina njegovih potraživanja približava zoni nenaplativosti, jer kupci ne plaćaju račune. Drugo preduzeće slične veličine može takođe imati period naplate potraživanja od kupaca 60 dana (kao prosečnu veličinu). Međutim to preduzeće može imati samo 10 miliona dinara potraživanja sa rokom naplate preko 100 dana. Ovo preduzeće je u povoljnijoj poziciji i nema istu vrstu problema kao prvo preduzeće.

Pokazatelj starenja potraživanja daje raspone naplativosti potraživanja (od 0 do 30 dana, od 30 do 60 dana, od 60 do 90 dana, preko 90 dana itd.). Obrnuto, ovaj pokazatelj treba kombinovati sa pokazateljem perioda naplate potraživanja (pokazatelj proseka), kako bi se dobila potpuna slika o potraživanjima jednog preduzeća.

Preduzeće koje kao strateški cilj ima stalno povećanje prodaje i tržišnog učešća, kao normalnu posledicu mora da prihvati i rast potraživanja. Ali rast potraživanja mora biti pod kontrolom preduzeća jer se može desiti da preduzeće koje ostvaruje stalni rast poslovne aktivnosti, istim ili čak bržim tempom beleži rast ulaganja u potraživanja i zalihe. Na primer, iznadprosečni rast prodaje od 30% može da dovede do rasta imovine (potraživanja i zaliha) od npr. 55% što preduzeće vodi u problem nelikvidnosti. To znači da pozitivne efekte u rastu prodaje i poslovanju, preduzeće mora sve više da koristi za finansiranje sopstvene imovine u obliku potraživanja i zaliha. To predstavlja usporavanje finansijskog metabolizma preduzeća zbog smanjivanja rentabilnosti poslovanja, što se reflektuje kroz produžavanje životnog ciklusa gotovine (perioda konverzije proizvoda i usluga u gotovinu). Takvo preduzeće je često prinuđeno da odobrava značajne popuste svojim kupcima za prevremeno plaćanje. Tako se dešava da zarada koja je obračunata prilikom prodaje i koja treba da predstavlja poslovni uspeh preduzeća, najednom bude umanjena ili čak potpuno izgubljena, ako se još ne ostvari i čist gubitak na transakciji.

Problem se dodatno stvara i zbog toga što su na osnovu prethodno obračunatog poslovnog uspeha stvorena pozitivna očekivanja vlasnika, menadžmenta i zaposlenih, očekivanja koja se neće ispuniti, a što će se negativno odraziti na poslovnu klimu u preduzeću i motivisanost svih zainteresovanih stejkholdera.

U praksi postoji niz mera kojima preduzeće koje prodaje svoje proizvode i usluge na odloženo plaćanje (na kredit) pribegava u slučajevima kada monitoringom ustanovi da kupci tj. dužnici ne izmiruju svoje obaveze na vreme. Jedna od mera je telefonski poziv kojim se kupac upozorava na prekoračenje roka plaćanja svojih obaveza i na prag tolerancije od strane prodavca. Zatim sledi pismena opomena koja se upućuje dužniku, u kojem ga preduzeće poverilac podseća da nije ispunio obavezu plaćanja na vreme i daje naknadni rok za ispunjenje obaveze. Nakon toga dolazi do posete predstavnika preduzeća poverioca preduzeću dužniku, pri čemu se traže rešenja za prevazilaženje trenutne dužničke pozicije. Ako ni taj potez ne uspe, preduzeće poverilac može da prenese pravo naplate na neku agenciju za naplatu, ako to pravni sistem zemlje dozvoljava, ili na advokatsku kancelariju. Na kraju se ulazi u sudski postupak koji dovodi do naplate potraživanja sudskim izvršenjem, a u krajnjem slučaju može da dovede i do bankrotstva dužničkog preduzeća.

5.4. PRODAJNA POLITIKA

Insistiranje na stalnom rastu poslovne aktivnosti preduzeća tj. prodaje i tržišnog učešća, opravdano je u početnim fazama životnog ciklusa preduzeća. Ali u zrelijim fazama životnog ciklusa, preduzeće mora kreirati win-win poslovnu saradnju sa svojim kupcima kako bi obezbedilo obostranu dobit na duži rok. To zahteva bolan proces odricanja od pojedinih kupaca i uvođenje određenih pravila i kriterijuma u prodajne aktivnosti. *Uvođenje prodajne politike* treba da definiše proces planiranja i izveštavanja, način praćenja i merenja uspešnosti prodaje, kategorizaciju kupaca, postupak naplate potraživanja, strategiju cena, politiku isporuke, postupak rešavanja reklamacija i sl. Implementacija prodajne politike u poslovne aktivnosti preduzeća je neophodna ukoliko se želi ostvariti održiv poslovni razvoj na dugi rok.

Analogno sistemu nagrađivanja kojim se postiže željeno ponašanje zaposlenih, tako se i kategorizacijom kupaca u kombinaciji sa principom „štapa i šargarepe„ obezbeđuje željeno ponašanje kupaca. Prodajnom politikom treba jasno afirmisati prodajne ciljeve preduzeća i očekivanje da kupci pomognu u njihovom ostvarivanju, pri čemu će na odgovarajući način biti i nagrađeni.

Nagrađivanje kupaca treba da počiva na realnim osnovama što znači da preduzeće mora da napravi stvarnu novostvorenu vrednost da bi moglo da se jednog njenog dela odrekne u korist kupaca.

Kriterijumi za kategorizaciju i stimulaciju kupaca zavise od privredne grane u kojoj se posluje i od boniteta kupaca. Kriterijumi mogu biti: *obim godišnjeg prometa, urednost plaćanja, širina asortimana, dužina saradnje, udeo robe preduzeća u prometu kupca, nivo ispunjenja plana od strane kupca, infrastruktura i opremljenost kupca, elektronski način poručivanja, servisna podrška, marketinška podrška i sl.* Kategorizovani kupci daju podršku ostvarivanju prodajnih ciljeva preduzeća zbog toga što na taj način ostvaruju određeni interes za sebe ili zbog toga što se plaše da će gubitkom ponuđenih povoljnosti doći u lošiju tržišnu poziciju u odnosu na konkurente koji otvare iste te pogodnosti.

Kategorizacija kupaca pomaže preduzeću da definiše šta za njega znači veliki ili pravi kupac, jer to nisu uvek kupci koji ostvaruju najviše obime kupovine. Obimi kupovine treba da se koriguju prvenstveno sa urednošću plaćanja, a zatim i sa ostalim kriterijumima kategorizacije kupaca, jer tek obim kupovine propušten kroz prizmu vremenske vrednosti novca može da ponudi objektivniji sud o značaju pojedinačnog kupca. To znači da kupci sa najvišim obimima kupovine koji su istovremeno i lideri u obimu dugovanja ili redovnog kašnjenja u plaćanju, nisu njveći i najbolji kupci, jer dinar koji preduzeće inkasira danas uvek vredi više nego dinar koji će imati za 30 dana, a posebno više od dinara kojeg će čekati 100 dana. Ova konstatacija se može zaokružiti parafraziranjem citata Bendžamina Frenklina da *ukoliko želite da saznate pravu vrednost novca, onda idite i pokušajte da ga pozajmite od nekoga*.

6. UPRAVLJANJE OBAVEZAMA PREMA DOBAVLJAČIMA

Pored toga što menadžment može da utiče na upravljanje periodom naplate potraživanja od kupaca i periodom držanja zaliha i tako povećava priliv novca i poboljšava njegovu likvidnost, preduzeće mora i da isplaćuje novac koji duguje svojim dobavljačima. Politika upravljanja obavezama prema dobavljačima u sebi sučeljava finansijske ciljeve i filozofiju. Posmatrano samo sa aspekta finansija, preduzeću bi se isplatilo da maksimalno prolongira period plaćanja prema dobavljačima, odnosno da maksimalno poveća *period neizmirenih obaveza*. Promena u koeficijentu perioda neizmirenih obaveza, odnosno njegovo povećanje ima slične efekte kao smanjenje kod koeficijenta perioda naplate potraživanja i koeficijenta držanja zaliha. Naprimer, pomenuto preduzeće može da ima obaveze prema dobavljačima u iznosu od 800 miliona dinara i period neizmirenih obaveza od 57 dana. Povećanje perioda neizmirenih obaveza za samo jedan dan sa 57 na 58 dana, preduzeću bi donelo 14 miliona dinara gotovine, odnosno za toliko bi se poboljšala njegova likvidnost. Međutim, produžavanje perioda neizmirenih obaveza utiče na reputaciju preduzeća i njegov odnos sa dobavljačima i kreditorima. Uspešnost jednog preduzeća, između ostalog, zavisi i od dobrih odnosa sa dobavljačima i kreditorima i njega ne treba nepotrebno narušavati. Tu se upravo mešaju ekonomski i filozofski aspekti poslovnih ciljeva preduzeća koji stoje u suprotnosti jedan sa drugim, ali nalaženje njihovog optimalnog balansa vodi uspešnom poslovanju preduzeća. Preduzeće se mora opredeliti koju vrstu odnosa želi sa svojim dobavljačima i koju vrstu ugleda želi da postigne. Preduzeće mora da zna i koliko može da bude zaduženo kod svojih dobavljača, da li i koliko može da kasni sa dogovorenim plaćanjima, a da dobavljači ipak nastave da posluju sa preduzećem koje kasno plaća. Mora se ukalkulisati i činjenica da dobavljači i kreditori procenjuju kreditni rizik preduzeća delimično i na istoriji plaćanja preduzeća i da konstantno kašnjenje u plaćanju može preduzeću da donese lošije uslove nabavke i kreditiranja u budućnosti.

Kao parametar koeficijenta perioda neizmirenih obaveza prema dobavljačima može poslužiti koeficijent perioda naplate potraživanja od kupaca. Težnja menadžmenta je da koeficijent neizmirenih obaveza bude viši od koeficijenta perioda naplate potraživanja, kako bi se dobilo besplatno finansiranje dela obrtnih sredstava, dok je želja kreditora da ova dva koeficijenta vidi na približno istom nivou, što je u praksi moguće ali ređe ostvarivo. Uopšteno govoreći, ako period neizmirenih obaveza raste, a posebno ako je viši od perioda naplate potraživanja, potrebno je pažljivo razmotriti poslovnu politiku i odnose sa dobavljačima, kako se ne bi preteralo sa periodom neizmirenih obaveza i kako se nepažnjom ne bi ugrozili odnosi sa dobavljačima i kreditorima, dobili lošiji uslovi nabavke i tako anulirali pozitivni finansijski efekti povećanja perioda neizmirenih obaveza, a dugoročno čak i finansijski izgubilo.

7. UPRAVLJANJE NOVCEM – CASH MANAGEMENT

Cash flow[1] u kontekstu novčanog toka predstavlja kretanje novca u i van preduzeća. Novčani tok je krvotok svakog preduzeća i primarni indikator zdravlja njegovog poslovanja. On se može opisati i kao ciklus jer svako preduzeće koristi gotovinu da bi pribavilo resurse za rad koji se koriste za proizvodnju roba i usluga koje se prodaju kupcima. Potraživanja od kupaca se naplaćuju i preduzeće ponovo ulaže svoja sredstva, a ciklus se ponavlja. Ovakav poslovni ciklus koji prati kretanje gotovine, naziva se operativni ciklus gotovine i on meri vreme koje je potrebno da se proizvodi i usluge pretvore u prilive gotovine. *Svaki put bi kroz ovako opisan ciklus novčanog toka trebalo da se u preduzeće vrati više gotovine nego što je na početku ciklusa iz njega izašlo gotovine*. Međutim, to se ne dešava uvek i obavezno, pa je potrebno pažljivo pratiti novčane tokove i, kada je potrebno, na vreme preduzimati korektivne akcije kako preduzeće ne bi zapalo u finansijske nevolje. Vremenska usklađenost ili neusklađenost novčanih tokova bitno utiče na uspeh ili neuspeh poslovanja jednog preduzeća. Otuda je veoma značajno aktivno upravljanje i kontrolisanje priliva i odliva gotovine.

Evidentno je da postoji privid da se prilivi i odlivi gotovine odvijaju istovremeno. Međutim, u praksi, najčešće prilivi gotovine zaostaju za odlivima gotovine, stvarajući u poslovanju predzeća nedostatak gotovine ili tzv. *cash-flow* gep. Upravljanjem tokovima gotovine u preduzeću sužava se ili se potpuno popunjava ovaj gep. Ovaj proces se odvija kroz analiziranje različitih stavki koje utiču na kretanje gotovine u preduzeću. Ukoliko ima određenih problema u celokupnom poslovanju preduzeća, to se obavezno reflektuje na operativni ciklus gotovine u preduzeću. Simptomi poslovnih problema u preduzeću koji se odražavaju i na operativni ciklus gotovine u preduzeću susreću se u svakodnevnom, operativnom radu. To mogu biti:

- Slaba predvidljivost priliva i odliva gotovine,
- Slaba sposobnost predviđanja potražnje za firminim proizvodima i uslugama,
- Visok nivo spornih potraživanja,
- Nedostatak izveštaja o starosti potraživanja,
- Visok nivo zaliha,
- Prisutnost nepotrebnih zaliha,
- Česte posete bankama i drugim finansijskim institucijama,
- Česte porudžbine mimo stalnih dobavljača ili van standardnih uslova nabavke,

1 Postoje i drugi aspekti *cash flow*-a. U kontekstu savremene finansijske analize *cash flow* označava zbir akumulacije i amortizacije preduzeća.

- Česti dnevni nedostaci gotovine,
- Česte rasprave sa dobavljačima i klijentima oko plaćanja i naplate.

Ukoliko poslovanje jednog preduzeća pokazuje sve ili neke od navedenih simptoma, neophodno je da se preduzmu hitne akcije u pravcu aktivnog upravljanja i kontrolisanja tokova priliva i odliva gotovine i analiziranja celokupnog poslovanja preduzeća. Navedeni simptomi ukazuju da nešto nije u redu sa poslovanjem preduzeća. Oni su istovremeno i indikator efektivnosti posla kojim se preduzeće bavi. Ukoliko preduzeće prodaje ono što treba njegovim klijentima, onda će operativni ciklus gotovine biti brži tj. konverzija gotovine u još veći iznos gotovine će biti brza. Nasuprot tome, ukoliko preduzeće nema pravi asortiman roba ili usluga, zalihe se zadržavaju dugo i/ili je potrebno dugo vremena da se naplate potraživanja preduzeća. To podseća na gomilanje potencijalno loših materija u organizmu, odnosno gomilanja masnoće u krvi. Znamo da masti predstavljaju skladišta energije dobijene iz neadekvatnog unosa hrane ili unosa neadekvatne hrane, što bi u preduzeću značilo zbog neadekvatnog asortimana i neadekvatnog posla kojim se firma bavi ili zbog neadekvatnog načina na koji obavlja posao. Masti su namenjene da se troše fizičkom aktivnošću, a ako se to zanemari dolazi do uvećanja telesne mase koju prati smanjena fizička aktivnost. Recept za brzo, a zdravo mršavljenje odnosno brzo topljenje i gubitak masti ne postoji, već su potrebne korenite izmene načina života i navika konzumiranja hrane i pića. Slično je i sa preduzećima. Kao što je „index telesne mase" (odnos visine i težine) jedan od prvih simptoma i indikatora zdravstvenih problema, tako je i kod preduzeća odnos nivoa poslovne aktivnosti i obima imovine koja se angažuje za obavljanje poslovanja, jedan od prvih simptoma i indikatora „nelikvidnosti u najavi". *Svako nekontrolisano i neplanirano uvećanje imovine, a posebno zaliha i potraživanja je „tihi ubica" likvidnosti jednog preduzeća*.

Kao i kod povišenog krvnog pritiska, rast zaliha i potraživanja često ne prolazi dovoljno opaženo, pa se kao i kod živog organizma i u preduzeću dešavaju simptomi kao što su glavobolje zbog povremenih nedostataka gotovine, zujanje u ušima, zbog kojih nadležni ne čuju glasove sa strane da se „nešto dešava" u preduzeću, kratak dah i zadihanost zbog stalne jurnjave za rastom prodaje, mučnina kada se shvati da svi uloženi napori ne daju željene rezultate.

Precizno određivanje referentne vrednosti odnosa nivoa poslovne aktivnosti i obima angažovane imovine nije moguće, ali je činjenica da svako smanjenje ovog odnosa ukazuje na početne signale potencijalnih problema u poslovanju preduzeća.

Ukoliko se ovi signali ne uvažavaju i ne preduzimaju se odgovarajuće mere dolazi do narušavanja finansijskog zdravlja preduzeća, loših finansijskih rezultata i u krajnjoj instanci dovodi u pitanje opstanak preduzeća. Opet se paralela može povući sa živim organizmom, koji se ne obraćajući pažnju na povišen krvni pritisak, prilagođava njegovom stalnom prisustvu, a to ostavlja trajne posledice na zdravlje, opterećujući srce i krvne sudove i povećava rizik od nastajanja ozbiljnih oboljenja kao što su infarkt, moždani udar, slabljenje srčanog mišića, odnosno vodi ka skraćenju životnog veka. Kao što lekovi regulišu krvni pritisak samo kod 30% bolesnika, tako i interventne mere za prevazilaženje problema nelikvidnosti ne mogu trajno i ne mogu uvek rešiti ovaj goruć problem u preduzeću. Kao što je čoveku potrebno da promeni dosadašnji način i stil života, tako je i preduzeću potrebno da korenito menja način poslovanja, proizvodni program, organizaciju, motivaciju...

[Na osnovu: ASSE News No 42, Adizes South East Europe, Novi Sad, 2009.]

Potrebno je da preduzeće u jednakim vremenskim intervalima (nedeljno, mesečno) vrši redovnu kontrolu likvidnosti, vodi evidenciju o rezultatima merenja i analizira ih, a sve to u cilju preduzimanja proaktivnih akcija, kako bi se sprečile eventualne neželjene posledice po finansijsko zdravlje i ukupno poslovanje preduzeća.

Postoji četiri osnovna principa kojih se treba pridržavati u procesu upravljanja gotovinom. Uvek treba imati na umu da:

- Gotovina ne dolazi sama od sebe, kao neizbežni rezultat poslovanja. Ona ne dolazi na račun preduzeća samovoljno. Uvek treba imati na umu da gotovinu treba pratiti, za njom juriti i na kraju je „zarobiti„ na račun svoje firme.
- Upravljanje gotovinom je sastavni deo poslovnog ciklusa jednog preduzeća, kao što su i nabavka, proizvodnja ili prodaja.
- Od presudnog značaja za upravljanje gotovinom je posedovanje tačnih i pouzdanih informacija.
- Obavezno je vršiti redovnu kontrolu stanja likvidnosti preduzeća.

Dakle, gotovinom preduzeća se mora aktivno upravljati, ona se mora pratiti, štititi, kontrolisati i upošljavati. Efekti upravljanja tokovima gotovine su realni, stvarni, trenutni i ako se njom pogrešno upravlja ili se njom uopšte ne upravlja, greške se ne opraštaju i preduzeće mnogo koštaju, a mogu značiti i početak

kraja jednog preduzeća. Dobro upravljanje tokovima gotovine u preduzeću pruža prednosti najmanje toliko, koliko i poboljšanja u nekom drugom bitnom segmentu poslovnog procesa preduzeća kao što su proizvodnja, nabavka ili prodaja.

7.1. MOTIVI UPRAVLJANJA NOVCEM

Preduzeće mora da drži određenu količinu gotovine na transakcionim računima kod banaka tzv. depozite po viđenju, kao deo obrtnog kapitala koji služi za obezbeđivanje likvidnosti preduzeća odnosno njegove sposobnosti da svoje dospele obaveze izmiruje na vreme.

Motivi za držanje novca su sledeći (M. Ćirović, 2008):

- Transakcioni motiv,
- Opreznosni motiv,
- Spekulativni motiv.

Transakcioni motiv se odnosi na obezbeđivanje sposobnosti da preduzeće na vreme podmiruje svoje tekuće obaveze, kao što su plaćanje dobavljačima za preuzetu robu, isplata plata zaposlenima, plaćanje poreza, isplata dividendi akcionarima, isplata kamata bankama-kreditorima i isplata dospelih rata glavnice kredita i sl.

Opreznosni motiv se odnosi na sposobnost preduzeća da izvrši plaćanje po osnovu neočekivanih i neplaniranih izdataka.

Spekulativni motiv se odnosi na sposobnost preduzeća da iskoristi privremene šanse, kao npr. da kupi sirovine po privremeno niskim cenama ili da kupi određene hartije od vrednosti po trenutno povoljnom berzanskom kursu itd.

Depoziti po viđenju, kao primarna rezerva likvidnosti, predstavljaju transakcioni novac na tekućim računima kod banaka i po pravilu su nekamatonosni ili donose vrlo nisku kamatu preduzećima. Zbog toga, preduzeća koja posluju na malo razvijenijim finasijskim tržištima, tzv. opreznosni novac drže uglavnom u kratkoročnim hartijama od vrednosti koje donose tržišnu kamatnu stopu. U trenutku kada nastanu nepredviđeni događaji zbog kojih se drži opreznosni novac, preduzeća prodaju ove kratkoročne hartije od vrednosti na novčanom tržištu i tako dobijeni transakcioni novac upotrebljavaju za plaćanje vanrednih izdataka.

Visina ovako stvorenih sekundarnih rezervi likvidnosti zavisi od toga u kojoj meri preduzeće ima predvidive tokove priliva i odliva novca. Što preduzeće ima češće i veće neplanirane izdatke, to bi trebalo da formira veće sekundarne rezerve likvidnosti tj. opreznosnog novca u obliku kratkoročnih hartija od vrednosti i obrnuto. Za visinu sekundarnih rezervi likvidnosti od značaja je i situacija na tržištu novca i kreditna sposobnost preduzeća jer od njih zavisi da li preduzeće sa lakoćom može da dobije dodatna sredstva za likvidnost u vidu kratkoročnih bankarskih kredita, u kom slučaju nije potrebno držati značajne sekundarne rezerve likvidnosti. U obrnutom slučaju je potrebno držati veće sekundarne rezerve likvidnosti.

7.2. SISTEMI UPRAVLJANJA NOVCEM

Vođenje politike likvidnosti preduzeća je pod uticajem dva protivrečna principa poslovanja, principa *likvidnosti* i principa *rentabilnosti*. Držanje većih likvidnih sredstava za preduzeće znači zadovoljenje principa likvidnosti, ali istovremeno znači i oportunitetni trošak za preduzeće što smanjuje rentabilnost preduzeća. Nasuprot tome, držanje nedovoljnog nivoa likvidnih sredstava znači da je preduzeće sav raspoloživi novac produktivno uposlilo, što se pozitivno odražava na rentabilnost, ali se likvidnost preduzeća dovodi u pitanje što smanjuje poslovni bonitet odnosno kreditni rejting preduzeća, a u težim slučajevima može dovesti i do pokretanja stečaja i bankrotstva preduzeća. Zbog toga preduzeća treba da birju onaj nivo likvidnosti koji je dovoljan za održavanje sposobnosti plaćanja dospelih obaveza o rokovima, a da istovremeno teže da nemaju viškove likvidnosti odnosno neupošljena novčana sredstva koja ne donose nikakav prihod.

Upravljanje novcem i sprovođenje politike likvidnosti preduzeća može da se unapredi formiranjem dvoslojnog sistema likvidnih sredstava. *Dvoslojni sistem likvidnosti* se sastoji iz *primarnih* i *sekundarnih* sredstava likvidnosti. Primarna sredstva likvidnosti podrazumevaju novac na transakcionim računima u bankama (depoziti po viđenju), a sekundarna sredstva likvidnosti se drže u vidu kratkoročnih hartija od vrednosti. Na razvijenim finansijskim tržištima razvijeni su *sofisticirani režimi likvidnosti* koji omogućavaju da preduzeća u obliku kratkoročnih hartija od vrednosti drže i deo novca koji je potreban za periodične transakcione svrhe kao što su isplate zarada, dividendi, poreza itd., a da u trenutku plaćanja ovih obaveza konvertuju kratkoročne hartije od vrednosti u transakcioni novac.

Sofisticirani režimi likvidnosti

Model A: Veće kompanije drže sva sredstva likvidnosti kod banke na kamatonosnom računu.
Svi čekovi koje firma treba da plati tog dana, prezentuju se banci, a banka obaveštava firmu o ukupnom iznosu čekova. Firma transferiše taj iznos sa kamatonosnog računa na transakcioni račun kod banke radi pokrića za izvršenje dospelih plaćanja. Na taj način, transakcioni račun firme na kraju svakog poslovnog dana ima saldo nula.

Model B: Postoje specijalizovani investicioni fondovi (Money Market Mutal Funds, MMMF).
Kompanije kupuju „akcije„ izabranog MMMF, koji ova sredstva plasira u portfolio kratkoročnih vrednosnih papira. Kada je kompaniji potreban transakcioni novac, izdaje platni nalog MMMF-u. Ovaj prodaje kratkoročne papire u odgovarajućoj vrednosti i izvršava zahtevana plaćanja. Izbor kratkoročnih vrednosnih papira vrši specijalizovani finansijski posrednik (MMMF), za kojeg se pretpostavlja da će napraviti dobru selekciju kratkoročnih papira, naročito u pogledu visine kamatnih stopa.

[Izvor: Ćirović M., (2008), Finansijski menadžment, Naučno društvo Srbije, Beograd, str. 45.]

Preduzeća drže svoje sekundarne rezerve likvidnosti u onim kratkoročnim hartijama od vrednosti koje se sa sigurnošću u svakom trenutku mogu pretvoriti u transakcioni novac. To su kratkoročne hartije od vrednosti tj. instrumenti tržišta novca, koji ispunjavaju uslove sigurnosti i likvidnosti (marketabilnosti). Instrumenti tržišta novca se drugačije nazivaju gotovinski ekvivalenti ili jednostavno gotovina, a tu spadaju: trezorski zapisi, depozitni certifikati, komercijalni zapisi, bankarski akcepti, repo i obrnuti repo, brokerske kratkoročne pozajmice, evrodolari, federalni fondovi, libor tržište. (P.Vukadinović i Z.Jović, 2012)

PITANJA ZA PROVERU ZNANJA

1. Šta su to obrtna sredstva?
2. Navedite strukturu obrtnih sredstava.
3. Definišite neto obrtna sredstva.
4. Šta su to stalna ili permanentna obrtna sredstva?
5. Šta su to promenljiva ili varijabilna obrtna sredstva?
6. Objasni proces kružnog kretanja obrtnih sredstava.
7. Navedite formulu za izračunavanje konverzionog ciklusa.
8. Koliko je potrebno obrtnog kapitala za finansiranje rada preduzeća čiji je dnevni obim prodaje 2 miliona dinara, period držanja zaliha 40 dana, period naplate potraživanja od kupaca 50 dana i period plaćanja obaveza dobavljačima 48 dana?
9. Navesti tri moguća scenarija u odnosu porasta obrtnog kapitala i porasta prodaje.
10. Šta mogu da budu uzroci deficita obrtnog kapitala?
11. Na šta se dele sve zalihe u preduzeću?
12. Iz čega se sastoje ukupni troškovi zaliha?
13. Šta predstavlja kasa skonto?
14. Zbog čega je važan monitoring kredita?
15. Koji su kriterijumi za kategorizaciju i stimulaciju kupaca?
16. Koja su tri osnovna motiva preduzeća da drži novac?
17. Objasni transakcioni motiv držanja novca.
18. Objasni opreznosni motiv držanja novca.
19. Objasni spekulativni motiv držanja novca.
20. Iz čega se sastoji dvoslojni sistem likvidnosti?
21. Šta podrazumevaju primarna sredstva likvidnosti?
22. Od čega se sastoje sekundarna sredstva likvidnosti?

LITERATURA

Berk J. and De Marzo P. (2007) *Corporate Finance*, Pearson Education Inc., Boston.

Bodie Z., Kane A. i Marcus A. (2009) Osnovi investicija, Data Status, Beograd.

Brealey R., Myers S. and Marcus A., (2007), *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill/Irwin,New York.

Brzaković T. (2013) Strateški finansijski menadžment, Akademija za diplomatiju i bezbednost, Beograd.

Ćirović M. (2008) Finansijski menadžment, Naučno društvo Srbije, Beograd.

Damodaran A. (2001) Korporativne finansije: teorija i praksa, Podgorica, Modus.

Daves, T. (2008) *Strategic corporate finance,* McGraw-Hill, Berkshire.

Ivaniš, M. (2008) Upravljanje finansijama, Univerzitet Singidunum, Beograd.

Ivaniš, M. i Nešić, S. (2011) Poslovne finansije, Univerzitet Singidunum, Beograd.

Jović, Z. (2011) Komparativna berzanska i finansijska analiza vodećih evropskih i svetskih korporacija, Singidunum revija, Univerzitet Singidunum, Beograd, Vol.8/No.1.

Jović, Z. (2008) Menadžment finansijskih institucija, Univerzitet Singidunum, Beograd.

Jović, Z. (2009) Principi menadžmenta finansijskih institucija, Sigidunum revija, Univerzitet Singidunum, Beograd, Vol.6/ No. 1.

Jović, Z. (2009) Sinergetski efekti bankarskih i nebankarskih finansijskih poslova na finansijskom tržištu Srbije, Bankarstvo, br. 7-8/2009, Udruženje banaka Srbije, Beograd.

Jović Z. (2007) Stvaranje finansijskih konglomerata u svetu i njihova kontrola, Spoljnotrgovinski savetnik, br. 11/2007, Beograd.

Jović Z. (2010) Svetske berze - trendovi u uslovima globalne finansijske krize, Singidunum revija, Univerzitet Singidunum, Beograd, Vol.7 /No.2.

Jović Z. (2013) Uticaj kvaliteta aktive na adek- vatnost kapitala banaka u Srbiji, XII Međunarodni naučni skup Sinergija 2013, Zbornik radova, Bijeljina.

Jović Z. (2007) Uticaj parabankarskih i nekreditnih poslova na upravljanje profitabilnošću i ročnom usklađenošću aktive i pasive banaka, Finansije bankarstvo revizija osiguranje, Fakultet za finansijski menadžment i osiguranje, Beograd.

Kiosaki, R. and Lehter, Š. (2001) Vodič za investiranje, Finesa, Beograd.

Knežević, G. (2009) Analiza finansijskih izveštaja, Univerzitet Singidunum, Beograd.

Krasulja, D. i Ivanišević, M. (2007) Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Beograd.

Marjanović, V. i Miojević,M. (2011) *Implementation of DEA model in Assessment of Short-Term Liquidity Level of Serbian Food producers, Improving The Competitiveness of The Public and Private Sector by Networking Competences*, Niš, Srbija, 2011., str. 385-41

Marjanović, V. i Miojević,M. (2011) Značaj pokazatelja likvidnosti i zaduženosti proizvođača hrane i pića u Srbiji i Hrvatskoj za sagledavanje strategijskog pozicioniranja, stručni skup Univerzitet Sinergija, Bijeljina, Republika Srpska, 2011, str. 269-275

Milojević M. i Terzić I. (2013) *Price to earning ratio as important internal factor to evaluate stock prices in fundamental analysis,* stručni skup Univerzitet Sinergija, Bijeljina, Republika Srpska, 2013.

Milojević M. i Terzić I., (2013) Uticaj Međunarodne regulative na finansijsko izveštavanje kompanija posmatrano sa aspekta stalne, 14. Međunarodni naučni skup Sinergija 2013.

Mishkin F. (2006) Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta, Data Status, Beograd.

Narayanan, M.P. (2007) Finansije za strateško odlučivanje, Mate, Zagreb.

Pike R. and Neale B. (2009) *Corporate finance and investment*, Pearson Education, Harlow.

Ranković, J. (2010) Upravljanje finansijama preduzeća, Ekonomski fakultet, Beograd.

Rodić, J. i Filipović, M. (2006) Poslovne finansije, Asimex, Beograd.

Ross, S., Westerfield, R. and Jordan, B. (2006) *Corporate Finance Fundamentals,* McGraw-Hill/Irwin, New York.

Stevanović, N. i Milićević, D. (2009) Upravljačko računovodstvo, Centar za izdavačku delatnost, Ekonomski fakultet, Beograd.

Terzić I. i Milojević, M. (2013) *Evaluating performance of market risk measures in curcumstances of global financial crisis-empirical evidence from five, Internationa Conference on Integration and Innovation in Research and Education*, Prague, Czech Republic.

Van Horne, J. i Wachowicz, J. (2007) Osnovi finansijskog menadžmenta, Data Status, Beograd.

Vukadinović, P. i Jović, Z. (2012) Investicije, Univerzitet Singidunum, Beograd.

Vunjak N. (2002) Finansijski menadžment, Proleter, Subotica.

Wishwanath, S.R. (2007) *Corporate financetheory and practice*, Response Books, New Delhi.

ASSE News No 42, Adizes South East Europe, Novi Sad, 2009.

FINANSIJSKA ANALIZA KOMPANIJE METALAC A.D. GORNJI MILANOVAC



KOMPLETNA FINANSIJSKA ANALIZA KONSOLIDOVANIH IZVEŠTAJA KOMPANIJE METALAC

U analizi finansijskih izveštaja kompanije Metalac a.d. Gornji Milanovac korišćeni su podaci koji su dostupni na sajtu Agencije za privredne registre. Analiza je sprovedena za period od 6 godina, od 2007. godine do 2012. godine, i izračunati pokazatelji su komenatrisani za posmatrani period. Značaj analize ogleda se u činjenici da je analizirano poslovanje preduzeća pre, za vreme, kao i posle ekonomske krize. Dobijeni rezultati poslužiće kao pokazatelji da bi utvrdili koje je postupke preduzeće preduzelo u turbuletnom periodu , kako se menadžment preduzeća ponašao i način na koji je sprovodio akcije kako bi amortizovao udar krize i preduzeću obezbedio relativno siguran i stabilan razvoj.

Pretpostavke pre analize:

1. Analizirana kompanija se bavi proizvodnjom, pa je za očekivati da udeo stalnih sredstava u ukupnim sredstvima bude značajan.
2. Usled teških uslova poslovanja, prouzrokovanih ekonomskom krizom, za očekivati je da se finansijska pozicija preduzeća pogoršava i da je tekuće poslovanje opterećeno nedostatkom likvidnosti, porastom rashoda u poslovnom dobitku i padom neto dobitka.

U svrhu dokazivanja ili opovrgavanja polaznih pretpostavki, analiza poslovanja preduzeća Metalac biće realizovana u četiri dela.

Cilj prvog dela u analizi jeste da ukaže da li su pojedine ključne bilansne pozicije između posmatranih godina zabeležile značajnu promenu ili nisu. Kao sredstvo biće primenjena horizontalna analiza čija je svrha da analitičarima i drugim zainteresovanim stranama ukaže na pozicije na koje treba obratiti posebnu pažnju prilikom dalje analize.

Drugi deo analize imaće za cilj da utvrdi da li je tokom posmatranog perioda došlo do promene u strukturi poslovnih rashoda u odnosu na ostvareni prihod. Sredstvo koje će u ovu svrhu biti korišćeno jeste vertikalna analiza. Njena značajnost se ogleda u tome jer može pružiti odgovor na pitanje da li je preduzeće sposobno da na tržištu ostvari cenu svojih proizvoda i usluga koja će mu pored pokrivanja rashoda omogućiti i zaradu?

Svrha trećeg dela analize biće da se pomoću relacija iz bilansa stekne slika o finansijskom položaju preduzeća Metalac a.d. Gornji Milanovac. U ovom delu biće korišćeni brojni finansijski pokazatelji koji stavljaju u odnos pozicije iz različitih finansijskih izveštaja.

Autori smatraju da je korišćenje velikog broja pokazatelja od presudnog značaja za sveobuhvatno sagledavanje pozicije u kojem se preduzeće nalazi.

Poslednji, četvrti deo analize biće u cilju sagledavanja da li u preduzeću postoje značajna odstupanja između tokova rentabiliteta i novčanih tokova[1]. Za ovu svrhu biće primenjena analiza novčanih tokova i ona treba da potvrdi ili opovrgne da li podaci iz bilansa stanja i uspeha na adekvatan način odslikavaju trenutni položaj preduzeća.

Nakon sprovedenih analiza biće na objektivan i nepristrasan način prikazano realno stanje preduzeće, njegove slabosti, opasnosti sa kojim se suočava, ali i njegove prednosti i perspektive budućeg razvoja.

1. HORIZONTALNA ANALIZA

Analiza poslovanja preduzeća Metalac započinje se sagledavanjem promena ključnih pozicija bilansa stanja. Za potrebe ove analize ključne pozicije bilansa stanja grupisane su u dve velike kategorije: stalna i obrtna sredstva u Aktivi odnosno kapital, dugoročne i kratkoročne obaveze u Pasivi.

Rezultati iz tabele biće objašnjeni kroz praćenje procentualnih promena ključnih bilansnih kategorija između godina. Poseban akcenat u analizi biće stavljen na period pre (2008/2007), za vreme (2010/2009) i posle krize (2012/2011).

U 2008. godini u odnosu na prethodnu 2007. godinu preduzeće Metalac je zabeležilo rast kako stalne tako i obrtne imovine, što je rezultovalo porastom vrednosti aktive za 12,04%. Porast Aktive se duguje pre svega povećanjem dugoročnih obaveza u izvorima finansiranja (45,42%) što upućuje na zaključak da je preduzeće tokom 2008. godine uzelo dugoročan kredit. Struktura Aktive za posmatrani period prikazana je na grafiku 1.Sa stanovišta izvora finansiranja ovo je pozitivna stvar jer se iz dugoročnih izvora finansira kako povećanje stalnih tako i obrtnih sredstva. Ono što nije pozitivan trend jeste da u 2008. godini dolazi do povećanja kratkoročnih obaveza za 17,75%. Sagledavajući apsolutne iznose dugoročnih i kratkoročnih obaveza može se konstatovati da je u apsolutnom iznosu povećanje dugoročnih obaveza više u odnosu na povećanje kratkoročnih obaveza.

povećanje DO$_{2008/07}$=953.044-655.371=**297.673 > povećanje KO**$_{2008/07}$=1.218.803-1.035.041=**183.762**

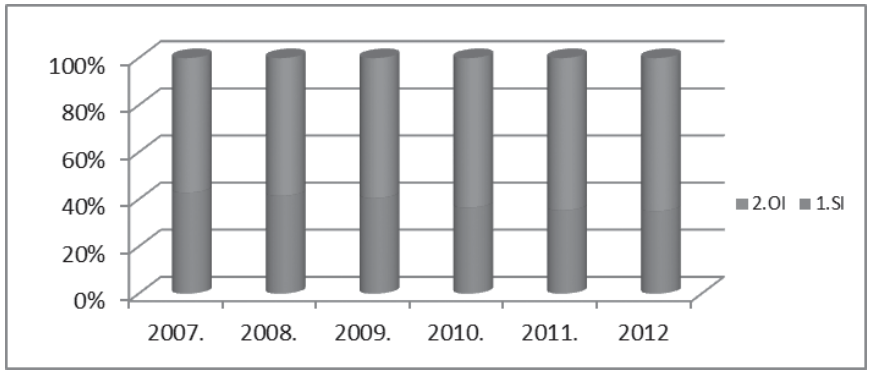
1 Pod tokovima rentabiliteta podrazumeva se iskazivanje i praćenje prihoda i rashoda a pod novčanim tokovima podrazumevaju se prilivi i odlivi novca sa tekućeg računa. Između tokova rentabiliteta i novčanih tokova često dolazi do velikih razlika pre svega iz razloga amortizacije, odnosno ne poklapanja prihoda i priliva odnosno rashoda i odliva.

Tabela 1. Horizontalna analiza kompanije Metalac, period 2007-2012. godina

godina	2007.	2008.	% Prom	2009.	% Prom	2010.	% Prom	2011.	% Prom	2012	% Prom
1.SI	2.032.133	2.228.416	9,66%	2.145.566	-3,72%	2.048.799	-4,51%	2.076.605	1,36%	2.316.318	11,54%
2.OI	2.708.128	3.082.425	13,82%	3.093.857	0,37%	3.519.150	13,75%	3.760.239	6,85%	4.243.814	12,86%
Aktiva:	4.740.261	5.310.841	12,04%	5.239.423	-1,34%	5.567.949	6,27%	5.836.844	4,83%	6.560.132	12,39%
godina	2007.	2008.	% Prom	2009.	% Prom	2010.	% Prom	2011.	% Prom	2012	% Prom
3.K	3.049.849	3.138.994	2,92%	3.231.658	2,95%	3.481.388	7,73%	3.706.481	6,47%	4.027.771	8,67%
4.DO	655.371	953.044	45,42%	777.808	-18,39%	534.973	-31,22%	263.959	-50,66%	767.883	190,91%
5.KO	1.035.041	1.218.803	17,75%	1.229.957	0,92%	1.551.588	26,15%	1.866.404	20,29%	1.764.478	-5,46%
Pasiva	4.740.261	5.310.841	12,04%	5.239.423	-1,34%	5.567.949	6,27%	5.836.844	4,83%	6.560.132	12,39%

Izvor: Izračun autora

Grafik 1: Odnos stalnih i obrtnih sredstva za period 2007-2012. godina



Izvor: Izračun autora

U 2010. godini u odnosu na 2009. godinu dolazi do pada stalnih sredstva za 4,51%, rasta obrtnih sredstava za 13,75% što je sve zbirno dovelo do povećanja Aktive za 6,27%. Rast Aktive i obrtnih sredstva je pozitivna činjenica a pad vrednosti stalnih sredstva ne mora apriori da ukazuje na negativnu činjenicu, već se pad vrednosti ovih sredstva može objasniti kako rashodovanjem dotrajalih stalnih sredstva tako i uskljađivanjem njihove vrednosti sa fer vrednošću (vrednosti). U Pasivi dolazi do smanjenja dugoročnih obaveza (31,22) i povećanja kapitla (7,73%) što je pozitivan trend. Jedino što zabrinjava jeste i da u ovom periodu raste povećanje kratkoročnih obaveza (26,15%).

smanjenje $DO_{10/09}$ =242.835 + povećanje $K_{10/09}$=249.730 > povećanja $KO_{10/09}$=321.631 – pozitivan trend

U 2012. godini u odnosu na 2011. godinu dolazi do gotovo ravnomernog povećanja stalnih i obrtnih sredstva (11,54% i 12,86%). Ova povećanja dovela su i povećanja vrednosti Aktive za 12,39%. Ono što ohrabruje jeste da nakon perioda krize preduzeće ulaže značajna novčana sredstva u pozicije stalnih sredstva, što ukazuje da preduzeću je prisutna investiciona aktivnost tj. da preduzeće poseduje nove programe i linije koji su interesantni tržištu. Naravno da bi preduzeće moglo da isfinansira povećanje sredstava neophodno je da dođe i do promene u izvorima finansiranja. U 2012. godini uočljivo je dosta veliko povećanje dugoročnih obaveza (190,91%) što nam uveliko objašnjava način na koji je došlo do povećanja pozicija Aktive. Tokom ove godine dolazi do smanjenja kratoročnih obaveza (5,46%) i povećanja vrednosti kapitala (8,67%) što su pozitivni trendovi.

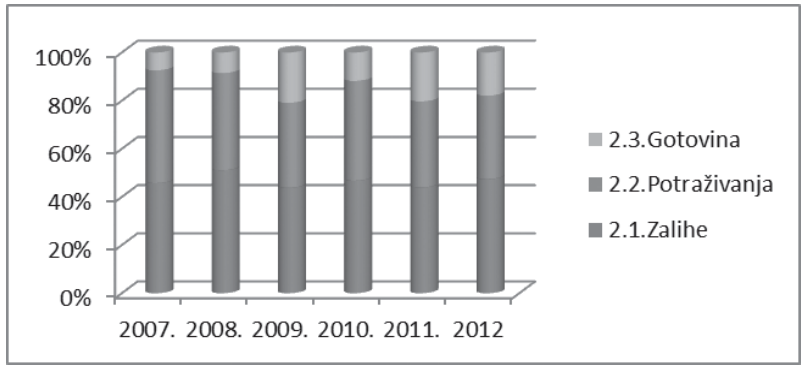
Povećanje $DO_{12/1}1$=503.924 > povećanje $K1_{2/11}$=321.290 + smanjenj $KO_{12/11}$=101.926

– nije povoljan trend ali u davanju komentara je neophodno ostati oprezan jer su dugoročno pozajmljena sredstva iskorišćena pre svega za finansiranje stalnih sredstva.

STRUKTURA OBRTNIH SREDSTVA

Tokom posmatranog perioda može se konstatovati da dolazi do promene u strukturi obrtnih sredstava i to dolazi do povećanja gotovine, smanjenja potraživanja i blagog povećanja zaliha. Povećanje gotovine je pokazatelj da se menadžment preduzeća Metalac opredelio za konzervativan vid upravljanja, odnosno da je tokom perioda krize insistirao na povećanju najlikvidnijih sredstva kako bi preduzeće bilo sposobno da se prilagodi eventualno ozbiljnim promenama na tržištu. Smanjenje vrednosti potraživanja u obrtnim sredstvima samo pokazuje da se menadžment preduzeća odlučio da ide i ukoliko treba ka smanjenju prihoda kako bi održao stabilno i relativno predvidivo poslovanje. Upravljanje potraživanjima je ključ uspeha u poslovanju naročito u turbulentnim vremenima.

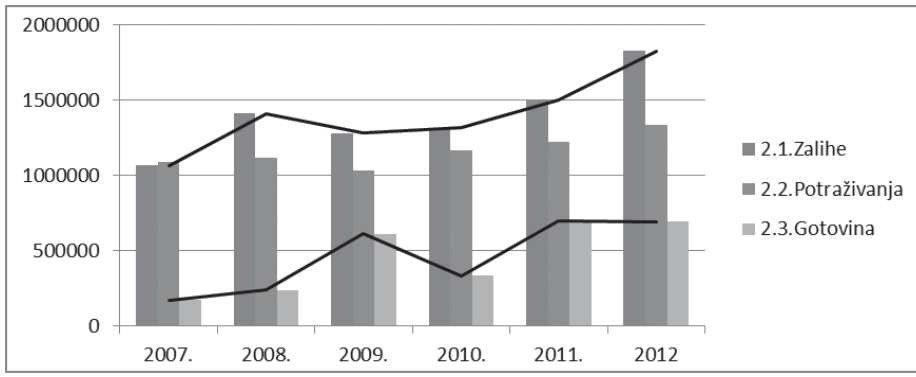
Grafik 2: Struktura Obrtnih sredstva 2007-2012. godina



Izvor: Izračun autora

Povećanje gotovine i smanjenje potraživanja dovelo je neminovno do povećanja vrednosti zaliha. Trend povećanja zaliha je gotovo istovetan sa povećanjem gotovine što se najbolje vidi iz grafika broj 3. Povećanje zaliha nije pozitivan trend u poslovanju jednog preduzeća ali može se smatrati da je ovakva promena u strukturi obrtnih sredstva opravdana i jedino moguća.

Grafik 3: Promena zaliha i gotovine za period 2007-2012. godina



Izvor: Izračun autora

ZAKLJUČAK: Na osnovu rezultata horizontalne analize može se zaključiti da tokom posmatranog perioda nije došlo do velikih i bitnih promena ključnih bilansnih pozicija. Ovakva situacija ukazuje na stabilnost poslovanja i relativno dobru strukturu pozicija bilansa stanja. Ipak primetno je da tokom krize preduzeće smanjuje investiranje u stalna sredstva a koristi povećavanje obrtnih sredstava kao meru kojom se štiti od nelikvidnosti tj. uticaja ekonomske krize. Kako efekti krize slabe primetno je da se menadžment preduzeća opredeljuje za strategiju ulaganja u stalna sredstva jer samo ulaganje u nove projekte i opremu može poboljšati i unaprediti trenutnu tržišnu poziciju preduzeća. Da bi ostvarilo povećanje sredstva u aktivi preduzeće je koristilo dugoročne izvore finansiranja što je vrlo dobra činjenica, te i blagi porast dugoročnih obaveza ne treba puno da zabrinjava. Ono što donekle ostavlja u nedoumici jeste porast zaliha, posebno činjenica da je njihova vrednost u poslednjoj godini posmatranja najveća.

2. VERTIKALNA ANALIZA

Nakon sprovedene horizontalne analize biće izvršena vertikalna analiza bilasna uspeha. Cilj ove analize ogleda se u sagledavanju da li je preduzeće uspelo da održi stabilan odnos poslovnih prihoda i rashoda i da li je poslovni dobitak tokom analizaranog perioda rastao ili opadao.

Na bazi rezultata dobijenih vertikalnom analizom može se zaključiti da tokom posmatranog perioda preduzeće Metelac izuzetno stabilno posluje. Udeo poslovnih rashoda u prihodima za 2007. godinu iznosio je 88,88% a u 2012. godini 88,07%. Struktura rashoda u poslovnim prihodima je gotovo nepromenjena što je retkost za ovdašnje prilike i govori dve bitne činjenice o preduzeću:

1. preduzeće poseduje dovoljnu snagu na tržištu da sa povećanjem cena pozicija rashoda (materijala, zarada prouzrokovanih usled inflacije i drugih činilaca koji nisu predmet analize) ujedno dođe i do povećanja cena pozicija prihoda.
2. preduzeće ne zloupotrebljava svoj polumonopolski položaj na tržištu jer udeo poslovnog dobitka u poslovnim prihodima je konstantan tokom perioda (11,12% u 2007. god. do 11,93% u 2012. god.).

Ovo činjenica je sa stanovišta poslovnih finansija jako bitna jer ukazuje da je tokom posmatranog perioda preduzeće pod kontrolom držalo poslovne rashode, odnosno preduzeće je bilo dovoljno jako i sposobno da se na tržištu izbori da sa povećanjem cena repromaterijala i zarada ujedno dođe i do povećanjem cena njihovih proizvoda. Interpretacija udela poslovnog dobitak u poslovnim prihodima: **Na svakih 100. dinara ostvarenih (fakturisanih) prihoda na tržištu preduzeće ima zaradu iskazanu u vidu poslovog dobitka od 11,93 dinara u 2012. godini.**

Udeo neto dobitka u poslovnim prihodima varira tokom posmatranog perioda. U 2007. godini iznosio je 10,11% što znači da u godini pre ekonomske krize na svakih 100 dinara poslovnih prihoda 10,11 dinara je preduzeću ostajalo u vidu čistog neto dobitka. Situacija se sa nastankom ekonomske krize pogoršala što se vidi i po padu udela neto dobitka u poslovnim prihodima. U 2008. godini ova stopa je iznosila 6,95% odnosno u 2009. godini 7,56%. **Zanimljivo je konstatovati da pad profitabilnosti u ovim godinama nije posledica promene u strukturi poslovnih rashoda već povećanje, pre svega, finansijskih rashoda.** Može se zaključiti da je ekonomska kriza uticala na preduzeće Metalac, ali da je preduzeće pod vođstvom iskusnog menadžmenta, koje je na vreme prepoznalo opasnosti, dosta dobro prilagodilo svoje poslovanje na način da ne dođe do smanjenja razlike između poslovnih prihoda i rashoda.

Da bi uspeo u tom cilju menadžment je primenio finansijske alate koji su omogućili preduzeću da se poslovanje odvija kontinurano i stabilno. Cena je plaćena u vidu nastanka finansijskih rashoda koji su smanjili udeo neto dobitka u poslovnim prihodima tokom ove dve godine. Od 2010. do 2012. godine dolazi do smanjenja finansijskih i ostalih rashoda što je dovelo i do vraćanja stope neto dobitka u poslovnim prihodina na iznos od 10,20% u 2010 godini odnosno na 9,25% u 2012. godini.

ZAKLJUČAK: Na bazi rezultata Vertikalne analize može se zaključiti da preduzeće izuzetno stabilno posluje, odnosno da tokom posmatranog perioda nije došlo do promene strukture poslovnih rashoda u prihodima, što ukazuje da je preduzeće sposobno da na tržištu ostvaruje relativno konstantu maržu. Ukoliko iskoristimo i rezultate horiznotalne analize koji govore da prihodi tokom posmatranog perioda nisu zabeležili pad može se konstatovati da preduzeće poseduje i ispunjava sve preduslove neophodne za dalji ekonomski prosperitet.

Tabela 2. Vertikalna analiza preduzeća Metalac za period2007- 2012. godina

POZICIJA	2012		2011		2010		2009		2008		2007	
I. POSLOVNI PRIHODI	6.326.002	100,00%	5.166.977	100,00%	4.558.563	100,00%	4.013.522	100,00%	4.736.904	100,00%	4.000.383	100,00%
II. POSLOVNI RASHODI	5.571.275	88,07%	4.586.078	88,76%	3.958.715	86,84%	3.491.108	86,98%	4.166.470	87,96%	3.555.534	88,88%
1. Nabavna vr. prodate robe	1.724.761	27,26%	1.412.500	27,34%	1.153.099	25,30%	1.099.952	27,41%	1.244.006	26,26%	982.628	24,56%
2. Troskovi materijala	1.725.607	27,28%	1.464.217	28,34%	1.281.319	28,11%	1.047.020	26,09%	1.384.065	29,22%	1.281.199	32,03%
3. Troskovi zarada	1.319.656	20,86%	1.074.801	20,80%	940.033	20,62%	818.810	20,40%	919.749	19,42%	744.053	18,60%
4. Troskovi amortizacije	235.557	3,72%	200.318	3,88%	210.742	4,62%	201.402	5,02%	239.978	5,07%	208.776	5,22%
5. Ostali posl. rashodi	565.694	8,94%	434.242	8,40%	373.522	8,19%	323.924	8,07%	378.672	7,99%	338.878	8,47%
III. POS. DOBITAK	754.727	11,93%	580.899	11,24%	599.848	13,16%	522.414	13,02%	570.434	12,04%	444.849	11,12%
V. FINANSIJSKI PRIHODI	274.232	4,33%	181.616	3,51%	221.398	4,86%	152.238	3,79%	280.139	5,91%	131.862	3,30%
VI. FINANSIJSKI RASHODI	218.552	3,45%	174.234	3,37%	219.638	4,82%	243.217	6,06%	401.147	8,47%	126.308	3,16%
VII. OSTALI PRIHODI	44.136	0,70%	67.805	1,31%	93.650	2,05%	78.968	1,97%	67.794	1,43%	68.002	1,70%
VIII. OSTALI RASHODI	208.880	3,30%	132.547	2,57%	197.022	4,32%	191.776	4,78%	177.425	3,75%	96.703	2,42%
IX. NETO DOBITAK	585.463	9,25%	501.842	9,71%	464.752	10,20%	303.349	7,56%	329.015	6,95%	404.412	10,11%

Izvor: Izračun autora

3. ANALIZA POMOĆU FINANSIJSKIH POKAZATELJA (KOEFICIJENATA)

Pokazatelji (koeficijenti) prestavljaju odnos između dve ili više veličina. Širok je dijapazon njihove primene a u finansijama se koriste kako bi prikazali odnos dve ili više pozicija iz finansijskih izveštaja. U zavisnosti od tipa pokazatelja u odnos se mogu staviti veličine iz samo jednog finansijskog izveštaja ili se u odnos mogu staviti veličine iz dva ili više finansijskih izveštaja. U domaćoj literaturi za finansijske pokazatelje odomaćen je izraz racio broj, što možda sa etimološke strane nije najispravnije, ali je u praksi dominantan termin i iz tog razloga ovaj izraz će se koristiti tokom dalje analize.

ANALIZA NETO OBRTNOG FONDA

Da bi se utvrdilo da li preduzeće poseduje dovoljna sredstva za tekuće poslovanje biće izračunate vrednosti **Neto obrtnog fonda**. Dobijene vrednosti uveliko će pomoći u oceni da li preduzeće poseduje dovoljno sredstava finansiranih iz sopstvenih izvora. Ukoliko izračunate vrednosti budu pozitivne to će uputiti na zaključak da preduzeće Metalac poseduje dovoljno sopstvenih odnosno dugoročnih sredstava što je preduslov da preduzeće u budućnosti može normalno da posluje i da se razvija shodno svojoj poziciji na tržištu.

Tabela 3: NOF Preduzeća Metalac za period 2007-2012. godina

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
NOF	2.532.658	1.931.463	2.009.983	1.912.612	1.918.171	1.673.087
NOF šire shvatanje[2]	476.817	246.626	509.532	455.040	326.233	420.605

Izvor: Izračun autora

Pozitivna vrednost neto obrtnog fonda znači da je celokupna vrednost stalnih sredstava finansirana iz dugoročnih izvora finansiranja što upućuje na postojanje finansijske ravnoteže i stabilnosti. Vrednost NOF u 2012. god. od 2.532.658 din u odnosu na početnu godinu posmatranja u 2007. god 1.673.087 din se povećala za 51,37%. Tokom posmatranog perioda vrednost NOF varira ali poređenjem istih u 2007. i 2012. godini može se zaključiti da je u preduzeću prisutan trend povećanja NOF što ukazuje da menadžment nastoji ne samo da očuva finansijsku stabilnost već i i da stvori osnove i rezerve za budući razvoj.

2 Šire shvatanje NOF podrazumeva da pored stalnih sredstva iz dugoročnih izvora se finansiraju zalihe, kao najnelikvidniji deo obrtne imovine. Šire shvatanje NOF je izuzetno značajno kod proizvodnih preduzeća, gde je često velika količina novčanih sredstava uložena u zalihe

Na bazi vrednosti NOF može se konstatovati da je iz dugoročnih izvora finansiranja finasirana ne samo stalna imovina veći i značajan deo obrtne imovine (zalihe i deo potraživanja).Ovakav vid finansijske strukture bilansa može se nazvati konzervativnim ali u uslovima globalne krize kada je na tržištu prisutan hroničan nedostatak likvidnosti smatra se da je ovakav vid upravljanja preduzećem poželjan, jer nažalost kod velikog broja preduzeća u Srbiji NOF je negativna kategorija i govori o dubokim finansijskim poremećajima.

LIKVIDNOST

Racia likvidnosti kompanije Metalac su prikazana tabelom broj 4.

Tabela 4: Pokazatelji likvidnosti preduzeća Metalac za period 2007-2012. godina

2	**Pokazateljil LIKVIDNOSTI**	2012	2011	2010	2009	2008	2007
2.1	Racio opšte likvidnosti	2,44	2,03	2,30	2,55	2,57	2,62
2.2	Racio redukovane likvidnosti	1,40	1,23	1,45	1,51	1,42	1,59
2.3	Racio trenutne likvidnosti	0,39	0,37	0,22	0,50	0,20	0,17
2.4	Racio perspektivne likvidnosti	1,34	1,19	1,41	1,47	1,33	1,51
2.5	Racio optimalne likvid.	1,02	1,03	1,04	N/A	N/A	N/A
2.6	Neto Obrtna sredstva	2.532.658	1.931.463	2.009.983	1.912.562	1.918.171	1.673.087

Izvor: Izračun autora

Racio opšte likvidnosti se kreće u intervalu od 2,62 u 2007. godini do iznosa od 2,44 u 2012. godini. Vrednost ovog racia je iznad normale koji propisuje teorija (2) pa se može preliminarno zaključiti da je preduzeće likvidno. Racio pokazuje sa koliko dinara obrtnih sredstava je pokriven jedan dinar kratkoročnih obaveza. Pokazuje koliko puta preduzeće poseduje više obrtnih sredstava nego kratkoročnih obaveza. Interpretacija vrednosti ovog racia pokazuje da u 2007. godini preduzeće sa 2,62 dinara obrtnih sredstava pokriva 1 din krakoročnih obaveza odnosna da je sa 2,44 dinara obrtnih sredstava u 2012. godini pokriven tj. obezbeđen 1 dinar kratkoročnih obaveza. Tokom posmatranog perioda primetno je da dolazi do blagog opadanja vrednosti ovog pokazatelja što se može tumačiti kako uticajem ekonomske krize tako i isplatom dividendi vlasnicima. Međutim da bi sa sigurnošću moglo da se tvrdi da je kompanija potpuno likvidna u razmatranje se mora uzeti i racio rigorozne i racio trenutne likvidnosti.

Normala ili standard za racio redukovane likvidnosti iznosi 1. Preduzeće Metalac ima vrednost ovog racia u 2007. godini 1,59 a u 2012. godini 1,4 što je značajno iznad normale i ide u prilog ranije iznetoj činjenici da je preduzeće likvidno. Racio pokazuje sa koliko dinara likvidnih sredstava je pokriven 1 dinar kratkoročnih obaveza. Značaj ovog pokazatelja je u tome što iz vrednosti obrtnih sredstava isključuje najnelikvidniji njihov deo a to su zalihe. Vrednost ovog pokazatelja je bitna posebno za preduzeća koja se bave proizvodnjom i trgovinom. Na bazi izračunatih vrednosti može se zaključiti da i kada se izuzmu zalihe preduzeće Metalac je izuzetno likvidno. Trend ovog pokazatelja je negativan što ukazuje da u posmatranom periodu dolazi do slabije pokrivenosti kratkoročnih obaveza obrtnim sredstvima. Ohrabruje podatak da je u 2012. godini vrednost ovog racia znatno viša u odnosu na 2011. godinu (13,82%) što ukazuje da je preduzeće ponovo dostiže izuzetne standarde vezane za racio redukovane likvidnosti.

Grafik 4: Poređenje vrednosti racia opšte i redukovane likvidnosti – Metalac -period 2007-2012. godina



	2012	2011.	2010.	2009.	2008.	2007.
Racio opste likvidnosti	2,44	2,03	2,30	2,55	2,57	2,62
Racio redukovane likvidnosti	1,40	1,23	1,45	1,51	1,42	1,59

Izvor: Izračun autora

Racio trenutne likvidnosti za preduzeće Metalac iznosi 0,17 u 2007. godini odnosno 0,39 u 2012. godini. Vrednosti ovog racija mora se uzeti uslovno jer celokupan iznos krakoročnih obaveza ne dospeva momentalno za naplatu pa samim tim nije potrebno na poslovnom računu imati novčana sredstva u iznosu celokupnih krakoročnih obaveza. Interpetacija ovog racia je da je jedan dinar kratkoročnih obaveza obezbeđen u svakom trenutku sa 0,17 dinara gotovine u 2007. godini odnosno sa 0,39 dinara gotovine u 2012. godini. Trend ovog racia je pozitivan što ukazuje da preduzeće kratkoročne obaveze sve više „obezbeđuje" sa gotovinom.

Ovakav način upravljanja novčani sredstvima jedne kompanije upućuje na konzervativni menadžerski pristup, ali zbog hronične nelikvidnosti koje postoji na tržištu Srbije, autori ga smatraju opravdanim i ispravnim jer se štiti pozicija koju kompanija poseduje ne samo u Srbiji već i u okruženju.

Vrednosti racia perspektivne likvidnosti i racio optimalne likvidnosti su iznad normale koji propisuje teorija (1). Svrha ovih racia je da ukaže na rizik od unovčavanja potraživanja od kupaca i hartija od vrednosti. Analizom bilansa preduzeća Metalac utvrđeno je da u 2012. godini od ukupnog iznosa potraživanja samo 2,26% je nenaplativo što u značajnoj meri ne utiče na likvidnost preduzeća Metalac.

Vrednost neto obrtnog kapitala u 2007. godini od 1.673.087 se povećava iz godine u godinu (izuzetak je 2011. godina gde je prisutan pad od 3,90%) i u 2012. godini iznosi 2.532.658 dinara što je povećanje od 51,30%. Ovo je pozitivan trend i pokazuje da je došlo do smanjenja kratkoročnih izvora finansiranja u finansiranju obrtnih sredstava odnosno da se značajan deo obrtnih sredstava finansira iz dugoročnih izvora. Međutim ukoliko se vrednost neto obrtnog kapitala izračuna u evrima dobija se podatak da je stvarno tj. realno povećanje u 2012. godini u odnosu na 2007. godinu 5,48%. Iako ovo povećanje nije veliko za period od šest godina posmatrajući sveobuhvatnu situaciju u Srbiji kao i globalnu ekonomsku krizu može se zaključiti da je preduzeće Metalac jedno od retkih preduzeća u Srbiji koji pored toga što ima pozitivnu vrednost neto obrtnog kapitala iz godine u godinu beleži i blago povećanje vrednosti ovog pokazatelja što se može podvesti pod izuzetne poslovne rezultate.

3. POSLOVNA AKTIVNOST

Racia poslovne aktivnosti kompanije Metalac su prikazana tabelom broj 5.

Tabela 5: Pokazatelji poslovne aktivnosti preduzeća Metalac za period 2007-2012. godina

Pokazatelji pos. aktivnosti		2012	2011	2010	2009	2008	2007
3.1	Koeficijent obrta kupaca	4,75	4,16	4,04	3,63	4,11	3,81
	Prosečan saldo kupaca	1.278.325	1.193.713	1.099.145	1.072.320	1.101.929	1.016.315
	Prosečan period naplate	76,9	87,64	90,4	100,63	88,77	95,74
3.2	Koeficijent obrta dobavljača	5,84	6,04	5,68	4,69	5,8	5,47
	Prosečan saldo dobavljača	687.368	548.179	494.300	527.193	518.755	475.718
	Prosečan period isplate	62,47	60,43	64,25	77,88	62,97	66,71
3.3	Koeficijent obrta zaliha	2,41	2,35	2,16	1,84	2,43	2,57
	Prosečan saldo zaliha robe	1.663.677	1.409.037	1.299.088	1.346.370	1.238.084	1.013.763
	Broj potrebnih dana	151,2	155,33	168,87	198,89	150,3	142,17
3.4	Koeficijent obrta obrtnih sredstava	1,38	1,25	1,18	1,11	1,43	1,38
	Prosečan saldo obrtnih sredstava	4.047.502	3.679.719	3.352.045	3.139.747	2.922.551	2.581.045
	Broj potrebnih dana	265,17	292,86	309,06	328,26	256,03	264,96
3.5	Koeficijent obrta stalnih sredstava	2,76	2,41	2,12	1,78	2,13	1,89
	Prosečan saldo stalnih sredstava	2.196.462	2.062.702	2.097.183	2.186.991	2.130.275	2.048.526
	Broj potrebnih dana	132,13	151,44	172,49	205,22	171,62	192,97
3.6	Koeficijent obrta poslovnih sredstava	1,01	0,9	0,84	0,75	0,94	0,86
	Prosečan saldo poslovnih sredstava	6.243.963	5.742.421	5.449.253	5.326.763	5.052.826	4.629.571
	Broj potrebnih dana	360,27	405,65	436,32	484,43	389,34	422,41

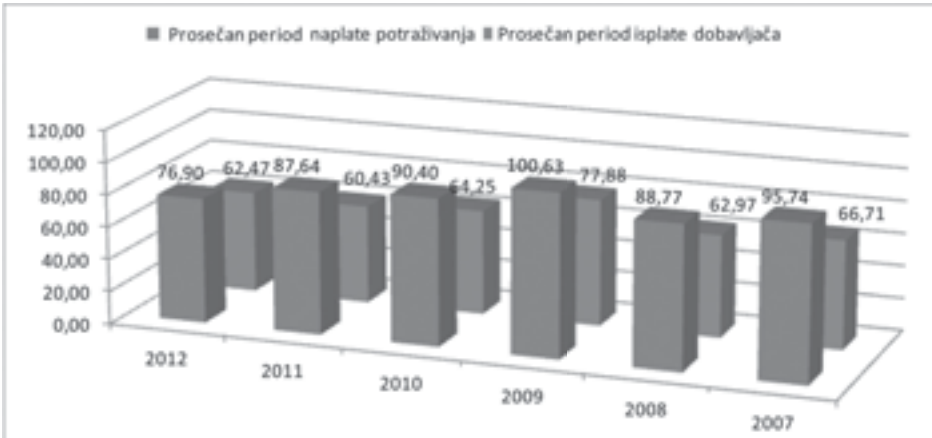
Izvor: Izračun autora

Koeficijent obrta kupaca pokazuje koliko se puta, u proseku, naplaćuju potraživanja u toku godine. Na koliko dinara neto prihoda od realizacije u toku godine 1 dinar ostaje nenaplaćen u saldu potraživanja od kupaca. U razvijenim zemljama, taj period iznosi do 30 dana, tako da se to često uzima kao neka vrsta orijentacione normale. Na bazi izračunatih vrednosti može se konstatovati da prosečan period naplate potraživanja od kupaca u 2012. godini iznosi 76,9 dana što je dosta više od orjentacione normale i nije pozitivna činjenica. Međutim, pozitivan je trend ovog pokazatelja jer se broj dana potrebnih za naplatu potraživanja smanjuje.

U 2007. godini broja dana za naplatu potraživanja je iznosio 95,74 dana, u 2010. godini 90,4 dana a u 2012. godini 76,9 dana. Dug period naplate potraživanja može se objasniti trenutnom situacijom na tržištu Srbije gde preduzeće Metalac beskamatno kreditira svoje kupce kako ne bi došlo do osetnijeg pada prihoda. Kako se situacija na tržištu poboljšava tako i kompanija skraćuje prosečan period naplate svojih potraživanja.

Koeficijent obrta dobavljača pokazuje koliko puta se prosečno godišnje plaćaju obaveze prema dobavljačima. Prosečno vreme plaćanja obaveza prema dobavljačima (prosečno vreme trajanja jednog obrta dobavljača ili prosečna starost dobavljača) pokazuje vremenski period u kome dobavljači beskamatno kreditiraju preduzeće-upotreba spontanih izvora finansiranja. Vrednost ovog koeficijenta u 2007. godini iznosi 66,71 dana, u 2010. godini 64,25 dana a u 2012. godini 62,47 dana što govori da u proseku na svakih 60-tak dana preduzeće izmiruje svoje obaveze prema dobavljačima. Uzimajući u obzir praksu u privredi Srbije kao i prosečan broj dana potrebnih za naplatu potraživanja može se konstatovati da preduzeće Metalac ulaže značajne napore kako bi uredno i u razumnom roku servisiralo svoje obaveze prema dobavljačima.

Grafik 5: Odnos prosečnog perioda potrebnog za isplatu dobavljača i naplatu potraživanja



	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Prosečan period naplate potraživanja	76,90	87,64	90,40	100,63	88,77	95,74
Prosečan period isplate dobavljača	62,47	60,43	64,25	77,88	62,97	66,71

Izvor: Izračun autora

Koeficijent obrta zaliha pokazuje koliko prosečno puta u toku godine dolazi do obrta zaliha u jednom preduzeću. Vrednost ovog koeficijenta u 2007. godini iznosi 2,57, u 2010. godini 2,16 a u 2012. godini 2,41. Poređenjem vrednosti iz 2007 i 2012. godine može se zaključiti da se koeficijent obrta zaliha smanjio za 6,22% što nije pozitivan trend. Međutim, poređenjem vrednosti iz 2010 i 2012. godine evidentno je povećanje ovog koeficijenta za 11,58% što predstavlja pozitivan trend, jer što je veći koeficijent obrta zaliha to je bolja situacija za preduzeća jer je potrebno da u toku godine manja količina novčanih sredstava bude „zarobljena" u zalihama. Poređenjem vrednosti ovog koeficijenta može se zaključiti da u periodu krize dolazi do smanjenja obrta zaliha što je i za posledicu imalo promenu u strukturi obrtnih sredstva gde dolazi do povećanja udela zaliha. Kako efekti krize slabe to se ovaj koeficijent približava svojoj vrednosti pre krize.

Vrednosti koeficijenta obrta obrtnih sredstava u 2010. godini iznosi 1,18 a u 2012. godini 1,38 što je povećanje od 16,95% i predstavlja pozitivan trend jer pokazuje da preduzeće Metalac sve efikasnije koristi svoja obrtna sredstva kako bi platilo troškove i rashode. Poređenjem vrednosti ovog pokazatelja sa preduzećima iz sličnih delatnosti u inostranstvu može se zaključiti da jedan od primarnih zadataka menadžmenta ovoga preduzeća jeste povećavanje efikasnosti u korišćenju obrtnih sredstava. Vrednost ovog koeficijenta u 2007. godini je iznosila 1,38 što je istovetan iznos kao onom u 2012. godini što je samo potvrda ranije iznete činjenice da kako efekti krize slabe tako se i koeficijenti obrta vraćaju na svoje vrednosti pre krize.

Koeficijent obrta stalnih sredstava meri i daje informacije o tome koliko efikasno preduzeće ostvaruje (realizuje) prihode od svojih ulaganja u stalna sredstva. Vrednosti koeficijenta stalnih sredstava u 2007. godini iznosi 1,89, u 2010. godini 2,12 a u 2012. godini iznosi 2,76 što je povećanje od 46,03%. Što je pokazatelj obrta stalnih sredstava viši, to je bolje, jer on ukazuje na efikasnije korišćenje stalnih sredstava u ostvarivanju prihoda. Na bazi izračunatih vrednosti koeficijenta može se konstatovati da preduzeće sve efikasnije koristi svoja stalna sredstva u generisanju prihoda. Vrednosti ovog koeficijenta su daleko ispod konkurencije pa preporuka menadžmentu je da se posebna pažnja usmeri na efikasnost korišćenja sredstva.

Koeficijent obrta ukupnih sredstva u preduzeću Metalac iznosi u 2012. godini 1,01, što je povećanje od 17,44% u odnosu na 2007. godinu gde je vrednost ovog pokazatelja iznosila 0,86. Interpretacija vrednosti ovog koeficijenta pokazuje da se jedan dinar po- slovnih sredstva u 2012. godini obrne u toku godine 1,01 puta odnosna za svakih 360 dana. Zbog specifičnosti svake delatnosti jako je teško izvršiti poređenje i sa kompanijama koju posluju u istoj delatnosti, ali jako je bitan trend pokazatelja. Kod preduzeća Metalac prisutan je pozitivan trend što ukazuje na rast efikasnosti, iz godine u godinu, u korišćenju ukupnih poslovnih sredstava.

4. RACIA FINANSIJSKE STRUKTURE

Racia finansijske strukture kompanije Metalac su prikazana tabelom broj 6.

Tabela 6: Pokazatelji finansijske strukture preduzeća Metalac za period 2007-2012 godina

4.	**Pokazatelji finan. strukture**	2012	2011	2010	2009	2008	2007
4.1	Odnos pozajmljenih prema ukupnim izvorima finansiranja	38,29%	36,26%	37,19%	37,97%	40,48%	35,66%
4.2	Odnos obaveza i sopstvenog kapitala	62,87%	57,48%	59,93%	62,13%	69,19%	55,43%
4.3	Koeficijent pokrića kamata	14,96	8,90	13,08	11,54	9,62	7,82

Izvor: Izračun autora

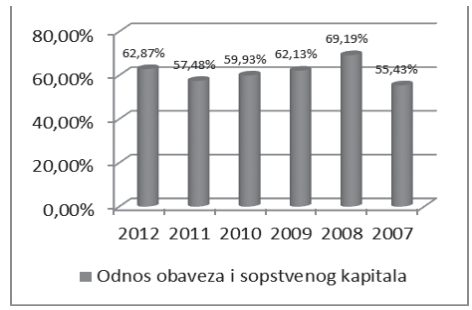
Odnos pozajmljenih i ukupnih izvora finasiranja pokazuje da tokom perioda od šest godina nije došlo do značajnijih promena u njihovom odnosu, tj. ukazuje na relativno stabilnu finansijsku strukturu preduzeća. U 2007. godini udeo pozajmljenih (tuđih) sredstava u ukupnim sredstvima preduzeća je 35,66. Na 100 dinara ukupno angažovanih sredstava preduzeća 35,66 dinara čine pozajmljena sredstva. Slična situacija je i u 2012. godini sa tim što dolazi do blagog povećanja udela pozajmljenih sredstava u odnosu na 2007. godinu za 7,35%.

Vrednost odnosa obaveza i sopstvenog kapitala pokazuje da tokom posmatranog perioda raste udeo pozajmljenih u odnosu na sopstvena sredstva za 13,42%. Interpretacija ovog pokazatelja je da preduzeće tokom redovnog poslovanja na svakih 100 dinara angažovanih sopstvenih sredstva u 2012. godini angažuje i 62,87 dinara iz pozajmljenih izvora. Korišćenjem sve više pozajmljenih sredstva u odnosu na sopstvena sredstva je opravdano ukoliko dolazi do rasta prihoda i rentabilnosti.

Vrednost racija pokrića kamata pokazuje koliko je poslovni dobitak kompanije opterećen troškovima kamata. Ovaj pokazatelj se izračunava korišćenjem dva finansijska izveštaja Bilansa uspeha i Izveštaja o novčanim tokovima. Na bazi izračunatih vrednosti može se konstatovati da raste pokrivenost troškova kamata poslovnim dobitkom što je pozitivan trend za kompaniju i otvara joj mogućnost da može dodatno da se zaduži u slučaju novih investicija.

Grafik 6: Odnos ključnih pokazatelja finansijske strukture preduzeća Metalac





5. RACIA RENTABILNOSTI

Racia rentabilnosti kompanije Metalac su prikazna tabelom broj 7.

Tabela 7: Pokazatelji rentabilnosti Metalac za period 2008-2012 godina

4	Pokazatelji rentabilnosti	2012	2011	2010	2009	2008
5.1	Stopa poslovnog dobitka	11,93%	11,24%	13,16%	13,02%	12,04%
5.2	Stopa neto dobitka	9,20%	9,66%	10,14%	7,48%	6,82%
5.3	Stopa prinosa na poslovna sreds.	9,38%	8,74%	8,53%	5,69%	6,51%
	Prosečna poslovna sred.	6.243.963	5.742.421	5.449.253	5.326.763	5.052.826
	Stopa prinosa na posl. sreds. (EUR)	8,39%	8,06%	5,84%	6,42%	8,48%
	Prosečna poslovna sred. (EUR)	57.148	54.660	54.164	57.853	60.191
5.4	Stopa prinosa na sopstveni kapital	15,14%	13,96%	13,85%	9,52%	10,63%
	Prosečan sopstveni kapital	3.867.126	3.593.935	3.356.523	3.185.326	3.094.422
	Stopa prinosa na sopst. kapital (EUR)	14,54%	14,02%	13,21%	9,15%	10,05%
	Prosečan sopstveni kapital (EUR)	35.420	34.210	33.351	34.365	36.960

Izvor: Izračun autora

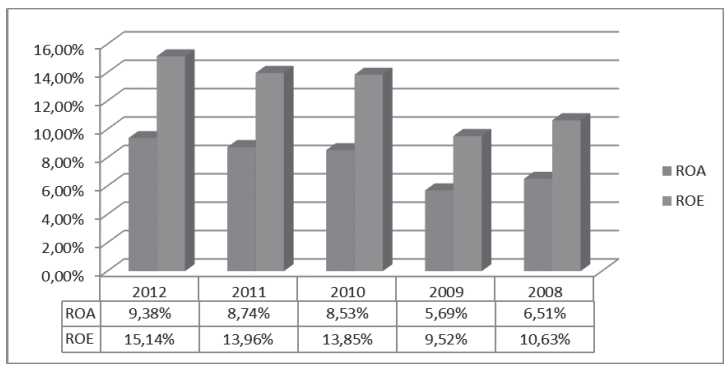
Stopa poslovnog dobitka pokazuje da na svakih 100 dinara iskazanog poslovnih prihoda preduzeće ostvaruje poslovnih dobitak u iznosu od 11,93 dinara u 2012. godini. Vrednost ovog pokazatelja profitabilnosti je veoma bitna jer ukazuje da preduzeće Metalac poseduje kako dovoljnu maržu tako i dovoljnu količinu poslovnih prihoda da pokrije celokupne poslovne rashode. Trend ovog pokazatelja za celokupan period posmatranja je konstantan jer je u 2008. godini njegova vrednost iznosila 12,04% a u 2012. godini 11,93%. Trend je loš ukoliko se posmatra samo period 2010-2012. godina, jer pokazuje da se vrednost ove stope smanjila za 9,34% i govori o manjoj profitabilnosti koje preduzeće ostvaruje na tržištu. Detaljnom analizom treba utvrditi koji rashodi su izazvali smanjenje poslovnog dobitka.

Stopa neto dobitka u 2012. godini iznosi 9,20% što je opadanje od 9,27% u odnosu na 2010. godinu, odnosno rast od 34,89% u odnosu na 2008. godinu. Opadanje udela neto dobitka u poslovnim prihodima je negativan trend i ukazuje na slabljenje profitabilnosti kompanije a rast je pozitivan trend jer upućuje na povećanu profitabilnost. U 2008.godini na svakih 100 dinara iskazanih poslovnih prihoda preduzeće je imalo neto dobit u iznosu od 6,82 dinara, u 2010. godini 10,14 dinara, a u 2012. godini ovaj iznos je 9,20 dinara. ROA ili stopa prinosa na poslovna sredstva pokazuje kolika je oplodnja ukupno angažovanih sredstava preduzeća. Normala za pokazatelj ne postoji, ali pojedini analitičari smatraju da se po razlici između ROA i ROE može sagledati kako dejstvo finansijskog levridža, tako i sposobnost menadžmenta da se po što nižoj kamatnoj stopi zaduži na tržištu. ROA je u 2008. godini iznosila 6,51%, u 2010. godini 8,53%. Interpretacija ovih vrednosti pokazuje da preduzeće Metalac na 100 dinara angažovanih ukupnih sredstava u proseku oplodi ova sredstva za 6,51 dinara u 2008. godini odnosno za 8,53 u 2010. godini. Jedan od problema u analizi finansijskih izveštaja je i promena deviznog kursa. Iz tog razloga stopa prinosa na poslovna sredstva izračunata je u evrima. Kao što se vidi iz tabele u 2010. godini ROA izračunata u evrima iznosi 5,84% i pokazuje da na 100 dinara angažovanih poslovnih sredstva u proseku preduzeće oplodi ova sredstva za 5,84 evra, što je za gotovo 2,69% manje nego da je stopa izračunata u dinarima. Trend ROA je pozitivan i ukazuje da preduzeće iz godine u godinu sve efikasnije koristi svoja poslovna sredstva.

Vrednost stope prinosa na sopstvena sredstva (ROE) je u tome da pokaže kolika je na godišnjem nivou oplodnja sopstvenog kapitala, tj. za koliko je uvećan kapital vlasnika u odnosu na prethodnu godinu. Kretanje ROE kao i kretanje ROA ima pozitivan trend jer se uvećava iz godine u godinu. Na 100 evra angažovanog sopstvenog kapitala preduzeće Metalac u proseku zaradi tj. uveća svojim vlasnicima kapital za 14,54 evra u 2008. godini, 13,21 evra u 2010. godini, odnosno 14,54 evra u 2012. godini.

Ovaj iznos nije mali kada se uporedi sa prosečnom kamatnom stopom na međunarodnom bankarskom tržištu, ali je mali ako se uporedi sa ovom stopom na srpskom tržištu. Poređenjem razlike između ROA i ROE uviđa se efekat korišćenja pozajmljenih sredstava (finansijskog levridža) na poslovanje preduzeća. Razlika između ROA i ROE u 2010. godini je 7,37% a u 2012. godini 6,15% što pruža podataka o ceni korišćenja pozajmljenih izvora tj. za koliko je procenata korišćenje pozajmljenih sredstva smanjilo ROA.

Grafik 7: Odnos ROA i ROE



	2012	2011	2010	2009	2008
ROA	9,38%	8,74%	8,53%	5,69%	6,51%
ROE	15,14%	13,96%	13,85%	9,52%	10,63%

Izvor: Izračun autora

6. POKAZATELJI TRŽIŠNE VREDNOSTI

Pokazatelji tržišne vrednosti su izračunati na bazi podataka preduzeća Metalac a.d. koji se kotira na Beogradskoj berzi. U analizi su određeni i grafički predstavljeni samo najinteresantniji pokazatelji tržišne vrednosti.

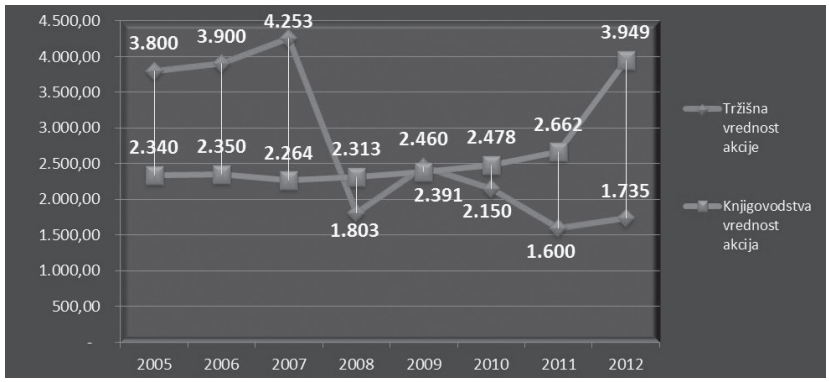
Tabela 8: Najbitiniji pokazatelji tržišne vrednosti za period 2007-2012 godina

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Tržišna cena	1.735	1.600	2.150	2.460	1.803	4.253
Knjigovodstva cena akcija	3.948,80	2.662,40	2.477,57	2.390,97	2.313,07	2.264,42
Br. akcija	1.020.000	1.020.000	1.020.000	1.020.000	1.020.000	1.020.000
Neto dobitak po akciji (EPS)	292,60	398,81	277,35	237,10	168,22	67,84
P/E ratio	5,93	4,01	7,75	10,38	10,72	62,70
P/B value	0,44	0,60	0,87	1,03	0,78	1,88
dividendna stopa	7,14%	8,13%	5,12%	4,07%	5,55%	2,35%

Izvor: Izračun autora na osnovu podataka dostupnih sa Beogradske berze

Na grafiku je prikazano istorijsko kretanje tržišne vrednosti akcija preduzeća Metalac. Za komparativne svrhe ova vrednost je upoređena sa knjigovodsvenom vrednošću jedne akcije[3].

Grafik 8: Odnos tržišne i knjigovodsvene vrednosti



Izvor: Izračun autora

Kao što se vidi sa grafika Metalac je odličan primer koji ukazuje na neefikasnost srpskog tržišta hartija od vrednosti. Pre ekonomske krize tržišna cena akcija je daleko viša od knjigovodsvene. Tokom 2008. godine, kao posledica delovanja ekonomske krize na tržište hartija od vrednosti ,dolazi do drastičnog pada tržišne vrednosti akcija preduzeća Metalac. Pad je nastavljen i u periodu posle krize, iako tokom celog posmatranog perioda preduzeće za srpske uslove beleži izuzetne poslovne performanse. Znači, Metalac je odličan primer ekonomskog paradoksa koji je prisutan na Beogradskoj berzi a to je da preduzeće ostvaruje sve bolje poslovne rezultate a njegova tržišna vrednost na berzi je sve manja.

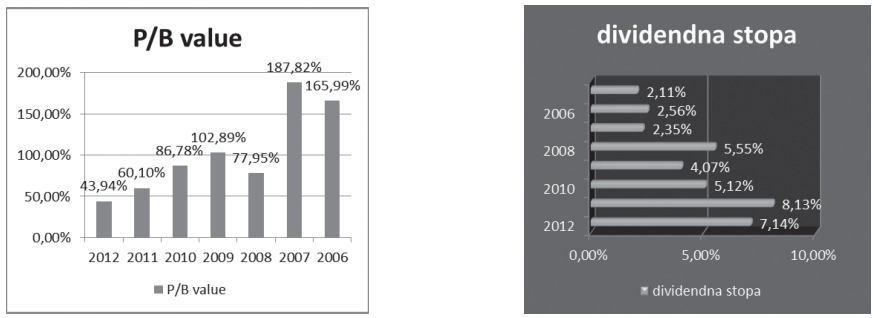
Istorijski gledano, P/E racio i P/B racio, su pokazatelj koji se korišćeni od strane najvećeg broja investitora kao putokaz ili smernica koji im treba omogućiti da donesu najbolju i najoptimalniju odluku vezanu za investiranje na berzi. Brojni naučni radovi zaključili su da investitori koji ulože u preduzeća čije akcije imaju nisku vrednost P/E i P/B racia, a da pri tom ta preduzeća beleže sve bolje poslovne rezultate, zarađivaće iznad prosečne stope prinosa.

Ineterpretacija P/E racia: Ovaj racio stavlja u odnos tržišnu cenu akcija i zaradu po akciji. Njegova vrednost u 2012. godini za preduzeće Metalac a.d. iznosi 5,93. Ovaj broj pokazuje da je u 2012. godini tržišna cena akcije 5,93 puta veća od iskazane zarade po akciji.

3 Knjigovodstvena vrednost jedne akcije se dobija kada se pozicija kapitala iz Pasive podeli sa brojem emitovanih akcija

Kada se vrednost P/E racija podeli sa 100 (100/5,93=16,86) dobije se koliko je godišnja zarada po akciji za koju investitori smatraju da je prikladna i koju su spremni da plate na berzi. Što je veća vrednost P/E racija to govori da investitori spremni više da plate tržišnu vrednost akcije u odnosu na zaradu po akciji. Ukoliko je odnos P/E racija 20 to znači da je tržišna cena 20 puta veća od zarade po akciji tj. da su investitori spremni na godišnjem nivou da zarade 5%.

Grafik 9: Odnos P/B racija i dividendne stope



Izvor: Izračun autora

Stopa prinosa na dividendu se izračunava tako što se vrednost dividende po akciji podeli sa prosečnom tržišnom cenom akcija. Ovaj pokazatelj se u stručnoj literaturi naziva i samo *Yield* ili *ti* prinos i pokazuje oplodnju tj. stepen povraćaja investicije. Snaga ovog pokazatelja je umnogome ograničena samom namerom investiranja. Zarada prilikom ulaganja u akcije može nastati kao posledica isplate dividende ili je zarada orjentisana rastom cene akcije. Kompanije koje su dostigle zenit svog razvoja imaju visoke vrednosti ovog pokazatelja, dok kompanije koje su u ekspanziji i razvoju imaju niske vrednosti ovog pokazatelja. Brzo rastuće kompanije uopšte i ne isplaćuju dividendu jer ostvarenim neto dobitkom finansiraju svoj razvoj.

Zaključak: Na bazi izvršene analize pomoću racio brojeva može se konstatovati da preduzeće Metalac za posmatrani period iskazuje više nego stabilne poslovne rezultate. Pokazatelji:

- likvidnosti su na višem nivou nego što propisuje teorija, iako je prisutan njihov pad u odnosu na početnu godinu posmatranja.
- poslovne aktivnosti imaju tendenciju rasta u odnosu na početnu godinu posmatranja što upućuje na brži obrt u korišćenju sredstava.

- finansijske strukture imaju tendenciju blagog rasta i njihovo kretanje se ne može oceniti pozitivno. Ipak ohrabruje činjenica da je udeo sopstvenih izvora u ukupnim izvorima vrlo značajan što upućuje na zaključak da preduzeće vodi računa o usklađenosti izvora finansiranja i imovine.
- rentabilnosti rastu iz godine u godinu što upućuje na sve veću efikasnost u korišćenju sredstva. Kapital akcionara se iz godine u godinu uvećava po sve većoj stopi.
- tržišne vrednosti pokazuju svojevrsan paradoks. Preduzeće beleži sve bolje poslovne rezultate a tržišna vrednost pada. Razlog ovakve situacije treba tražiti u nelikvidnosti i neefikasnosti srpskog tržišta hartija od vrednosti (berzi).
- tokom perioda posmatranja neto obrtna sredstva rastu i ukazuju da se iz godine u godinu obim obrtnih sredstava povećava više u odnosu na obim krakoročnih obaveza što je izuzetno pozitivan trend.

Trend racio brojeva nedvosmisleno upućuje na zaključak da je preduzeće Metalac jedno od retko uspešnih preduzeća u Srbiji koje se bavi proizvodnjom. Pre početka krize gotovo svi pokazatelji su na visokom nivou što pokazuje da je preduzeće dočekalo krizu u izuzetnoj „poslovnoj kondiciji". Tokom krize prisutan je pad vrednosti racio brojeva, što nije pozitivan trend, i upućuje na zaključak da je kriza imala uticaja na poslovanje preduzeća Metalac a.d. Gornji Milanovac. Nakon udara krize vrednosti najznačajnijih racio brojeva raste, što je pozitivan trend i pokazuje da preduzeće usled povoljnijih uslova na tržištu beleži sve bolje poslovne rezultate. Uticaj velike ekonomske krize odrazio se na poslovanje preduzeća, ali je menadžment Metalca vođen konzervativnim načelima, uspešno amortizovao uticaj krize i zacrtao poslovnu strategiju koja preduzeću garantuje izvesnu i sigurnu budućnost.

7. CASH FLOW ANALIZA

Preduzeće Metalac ima pozitivan novčani tok iz poslovnih aktivnosti što ukazuje na činjenicu da iz osnovne svoje delatnosti preduzeće stvara priliv novca. Pozitivan novčani tok iz poslovne aktivnosti pokazuje da preduzeće poseduje zarađivačku sposobnost ali i sposobnost da naplati na tržištu svoju robu ili usluge. Trend NNT iz poslovne aktivnosti je pozitivan i govori da iz godine u godinu Metalac sve više novca stvara iz osnovne delatnosti.

Tabela 9: Analiza *cash flow*-a preduzeća Metalac 2008-2012. godina

Izveštaj o novčanim tokovima	AOP	2012	2011	2010	2009	2008
I. Prilivi gotovine iz poslovnih aktivnosti	301	7.164.730	5.769.979	5.184.395	4.854.397	4.739.941
II. Odlivi gotovine iz poslovnih aktivnosti	305	6.634.386	5.342.099	4.711.593	4.032.528	4.494.730
III. Neto priliv gotovine iz poslovnih aktivnosti (I - II)	311	**530.344**	**427.880**	**472.802**	**821.869**	**245.211**
I. Prilivi gotovine iz aktivnosti investiranja	313	29.708	475.991	29.054	11.111	56.687
II. Odlivi gotovine iz aktivnosti investiranja	319	482.007	208.140	527.628	114.251	406.750
III. Neto priliv gotovine iz aktivnosti investiranja	323	- 452.299	267.851	- 498.574	- 103.140	- 350.063
I. Prilivi gotovine iz aktivnosti finansiranja	325	170.077	-	5.634	73.729	379.985
II. Odlivi gotovine iz aktivnosti finansiranja	329	252.564	328.859	272.124	431.473	225.135
III. Neto priliv gotovine iz aktivnosti finansiranja	334	- 82.487	- 328.859	- 266.490	- 357.744	154.850
SVEGA PRILIVI GOTOVINE	336	7.364.515	6.245.970	5.219.083	4.939.237	5.176.613
SVEGA ODLIVI GOTOVINE	337	7.368.957	5.879.098	5.511.345	4.578.252	5.126.615
NETO PRILIV GOTOVINE (336 - 337)	338	- 4.442	366.872	- 292.262	360.985	49.998

Izvor: Izračun autora

NNT iz investicione aktivnosti su negativni (izuzetak je 2011. godina) što je i za očekivati, jer preduzeće teži da održi operativnu sposobnost postojećih kapaciteta ili da obezbedi nove kapacitete za planirani rast preduzeća. Noramlno i za očekivati je da preduzeće kao što je Metalac značajna sredstva ulaže u nove investicije. Na ovaj način obezbeđuje se rast, razvoj preduzeća i ne dozvoljava se potencijalnoj konkurenciji da u tehnološkom smislu stignu Metalac.

NNT iz finansijske aktivnosti je tokom posmatranog perioda negativan što ukazuje da tokom posmatranog perioda preduzeće konstantno svake godine isplaćuje dividende i ima veći odliv po osnovu vraćanja kredita nego što uzima nove kreditne linije. Redovno servisiranje finansijskih obaveza ukazuje da je upotreba prethodno podignutih kredita bila opravdana, jer su sredstva investirana u projekte koji su preduzeću doneli dovoljno novca kako bi se izmirile obaveze iz finansijske aktivnosti.

Tabela 10: *Cash flow* koncept za period 2008-2012. godine

Znak	POZICIJA	2012	2011	2010	2009	2008
	Godišnji neto dobitak	585.463	501.842	464.752	303.349	329.015
+	Povećanje rezervi	2.351	-56.938	5.963	1.153	1.605
+	Amortizacija (otpis mašina)	235.557	200.318	210.742	201.402	239.978
=	Cash flow I	823.371	645.222	681.457	505.904	570.598
+	Povećanje dugoročnih rezervisanja (pokrića)	30.430	4.778	13.674	1.530	2.796
=	Cash flow II	853.801	650.000	695.131	507.434	573.394
+	Rashodi koji potiču iz ranijih perioda – Vanredni rashodi	208.880	132.547	197.022	191.776	177.425
-	Prihodi koji potiču iz ranijih perioda – Vanredni prihodi	44.136	67.805	93.650	78.968	67.794
=	Cash flow III	1.018.545	714.742	798.503	620.242	683.025
-	Isplaćene dividende	252.564	189.919	154.305	198.444	225.135
=	Cash flow IV	765.981	524.823	644.198	421.798	457.890

Izvor: Izračun autora

Najznačajnija vrednost cash flow pokazatelja je u vrednosti cash flow III i IV. Cash flow III procenjuje prinosnu snagu preduzeća. Po vrednostima ovog pokazatelja izračunatih po godinama vidi se da u preduzeću Metalac postoji njegov rast, što je pozitivan trend i ukazuje da preduzeće jača svoju prinosnu snagu. Cash flow IV služi za procenu finansijske snage preduzeća. Tokom posmatranog prerioda postoji ciklično kretanje ovog pokazatelja. Ipak ono što ohrabruje jeste da se vrednost ovog pokazatelja u 2012. godini u odnosu na početnu godinu posmatranja uvećala za 67,28% što govori da raste finansijska snaga preduzeća.

8. FUNDS FLOW ANALIZA

Fund flow analiza za period 2008. do 2012. godine prikazana je tabelom broj 11.

Tabela 11: Funds flow koncept za period 2008-2012. godine

	FUNDS flow koncept	2012	2011	2010	2009	2008
	Neto dobit	585.463	501.842	464.752	303.349	329.015
+	Amortizacija (otpis mašina – postrojenja)	235.557	200.318	210.742	201.402	239.978
-	Porast neto obrtnih sredstava	601.195	- 78.520	97.421	- 5.609	245.084
+	Uloženi kapital	321.290	225.093	249.730	92.664	89.145
=	Raspoloživi finansijski tok	541.115	1.005.773	827.803	603.024	413.054

Izvor: Izračun autora

Funds flow analizom se prate sva povećanja ili smanjenja tj. neto razlike bilansnih pozicija ili segmenata dva ili više sukcesivnih bilansa stanja. Ova analiza se koristi za potrebe dinamičke analize bilansa tj. analize razvoja, a dopunjava se analizom rentabilnosti pomoću bilansa uspeha i *cash flow* analizom. *Funds flow* analizom kompanije Metalac se može zaključuti da u 2008. godini raspoloživi finansijski tok je veći od iskazane neto dobiti. U 2008. godini troškovi amortizacije su iznosili 239.978 hiljada dinara što znači da se raspoloživi novčani tok uvećava za ovaj iznos. Zbog otežanih uslova poslovanja u ovoj godini preduzeće je povećalo neto obrtna sredstva za 245.084 hiljada dinara što je dovelo do smanjenja raspoloživog finansijskog toka. U 2012. godini troškovi amortizacije su ostali gotovo na identičnom nivou kao iz 2008. godine i iznosili su 235,557 hiljada dinara.

Velika razlika u odnosu na 2008. godinu jeste u porastu neto obrtnih sredstva. Ova sredstva su se povećala gotovo 2,5 puta. Iz tog razloga u 2012. godini raspoloživi novčani tok je manji od neto dobitka. Da bi tačno moglo da se odgovori na pitanje da li je ovo dobra, prihvatljiva ili vrlo loša pozicija potrebno je detaljno proučiti upravljanje zalihama, selekciju kupaca, uslove prodaje i naplatu potraživanja.

9. ZETA MODEL ANALIZE

ZETA model analize ili Z – score model, ukazuje na rizike od nastupanja bankrota preduzeća, pomoću racia koji ukazuju na solventnost, likvidnost, profitabilnost i efikasnost.

Tabela 12: Zeta model preduzeća Metalac za period 2007-2012. godina

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Obrtna sredstva/Aktiva	0,65	0,65	0,63	0,59	0,58	0,57
Neto profit/Aktiva	0,09	0,09	0,08	0,06	0,06	0,09
EBIT/Aktiva	0,11	0,10	0,11	0,10	0,11	0,09
Vrednost kapitala/Obaveze	1,59	1,74	1,67	1,61	1,45	1,80
Prihodi od prodaje/Ukupna aktiva	0,96	0,88	0,81	0,76	0,88	0,84
Zeta model	3,19	3,15	3,04	2,84	2,89	3,04

Izvor: Izračun autora

Kao što se vidi iz tabele vrednost Zeta modela za preduzeće Metalac je u proseku iznad 3 što ukazuje na stabilnu finansijsku situacija tj. može se reći da preduzeću ne preti bankrot. Ovaj model ne isključuje upotrebu drugih finansijskih pokazatelja i služi pre svega menadžementu i potencijalnim investitorima kao signal da li su sredstva u preduzeću struktuisana na adekvatan način.

10. DU PONT SISTEM ANALIZE

Du Pontov analitički sistem pokazuje veze između faktora koji utiču na rentabilnost ukupno angažovanog kapitala. Svrha ovog sistema jeste da se iskazana rentabilnost može posmatrati kroz prizmu profitabilnosti, efikasnosti u korišćenja (upotrebi) sredstava i finansijskog levridža. Polazi se od pojedinačnih pokazatelja koji se odnose na pojedine segmente poslovanja da bi se došlo do finalnog pokazatelja koji obuhvata celinu poslovanja preduzeća.

Tabela 12b: Du Pont analiza preduzeća Metalac za period 2007-2012. godina

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
PROFITABILNOST	9,25%	9,71%	10,20%	7,56%	6,95%	10,11%
OBRT POSLOVNIH SREDSTAVA	0,96	0,88	0,81	0,76	0,88	0,84
MULTIPLIKATOR KAPITALA	1,64	1,58	1,61	1,64	1,71	1,55
DU PONT FORMULA	14,54%	13,54%	13,35%	9,39%	10,48%	13,26%

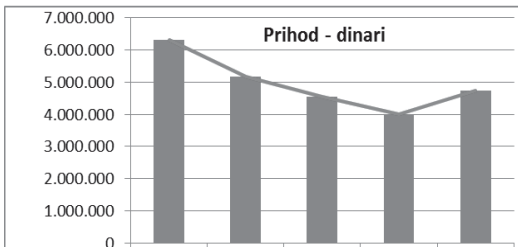
Izvor: Izračun autora

Du Pont formula pokazuje da stopa prinosa na sopstvena sredstva ROE se sastoji iz tri dela: operativne efikasnosti (profitabilnosti), efikasnosti u korišćenju poslovnih sredstava (obrt poslovnih sredstva) i finansijskog levridža (multiplikator kapitala). Na bazi izračunatih delova Du Pont formule može se zaključiti da u najvećoj meri od profitabilnosti, tj. udela neto dobitka u prihodima od prodaje, zavisi stopa prinosa na sopstveni kapital. Obrt poslovnih sredstva i multiplikator sopstvenog kapitala su poprilično konstantni, jer ne dolazi do njihovih velikih promena tokom perioda posmatranja, pa se može zaključiti da od postizanja razlike između pre svega poslovnih prihoda i rashoda u najvećoj meri i zavisi oplodnja sopstvenog kapitala.

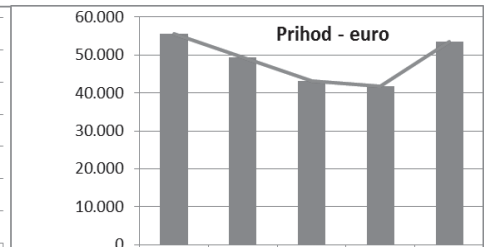
11. DODATNI ELEMENTI ZA ANALIZU

Kako bi se eliminisao uticaj efekta promene deviznog kursa na vrednosti bilansih pozicija i što objektivnijeg merenja promena ovih pozicija tokom godina biće izvršena analiza promene prihoda u evrima i dinarima[4].

Grafik 10: Poređenje trenda prihoda u dinarima i evrima



	2012	2011.	2010.	2009.	2008.
Prihod	6.326.002	5.166.977	4.558.563	4.013.522	4.736.904
trend prihoda	6.326.002	5.166.977	4.558.563	4.013.522	4.736.904



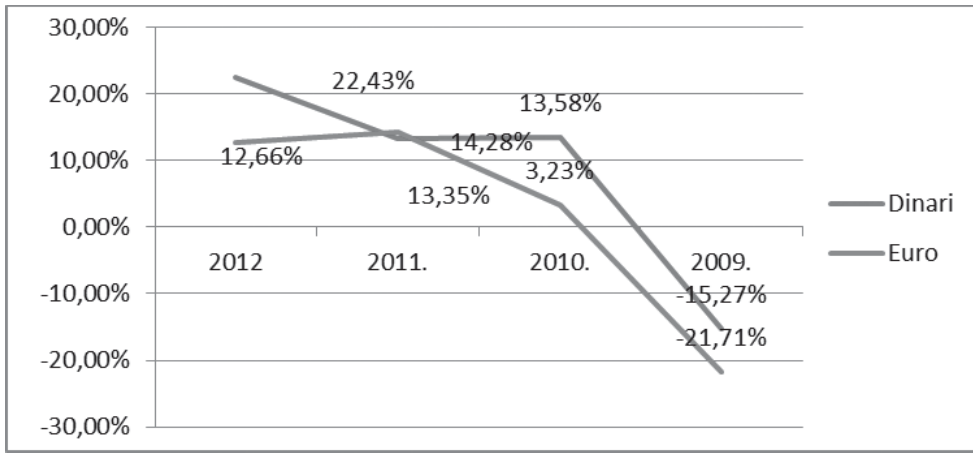
	2012	2011.	2010.	2009.	2008.
Prihodi	55.629	49.378	43.210	41.856	53.463
Trend prihoda	55.629	49.378	43.210	41.856	53.463

Izvor: Izračun autora

Kao što se vidi sa grafika trend prihoda iskazanih u dinarima i u evrima je gotovo identičan. U 2009. godini u odnosu na 2008. godinu prisutan je pad prihoda i u evrima i u dinarima. Ono što je svrha ovih grafikona jeste da se ukaže na to da je u 2009. godini pad prihoda u dinarima iznosio 15,27% a u evrima 21,71%. Razlika u iskazivanju promene prihoda između godina posledica je značajne promene vrednosti deviznog kursa. U 2010. godini rast prihoda u dinarima iznosio je 13,58%, a u evrima 3,23%. Interesantan je podatak dobijen u 2011. godini, gde je rast prihoda u evrima (14,18%) veći od rasta prihoda u dinarima (13,35%). Razlog ovakve situacije treba tražiti u činjenici da je krajem 2011. godine domaća valuta ojačala u odnosu na evro. U 2012. godini postoji obrnuta situacija u odnosu na 2011. godinu. Domaća valuta je poprilično oslabila u odnosu na evro, pa je u ovoj godini prisutan rast prihoda u odnosu na prethodnu godinu u dinarima od 22,43% a rast u evrima je iznosio 12,66%.

4 Podatke o visini zvaničnog srednjeg kursa su preuzeti sa sajta Narodne Banke Srbije, dostupni na sajtu http://www.nbs.rs/internet/cirilica/scripts/ondate.html

Grafik 11: Trend kretanja dinara i evra



Izvor: Izračun autora

ZAKLJUČAK:

Na bazi analize poslovanja preduzeća Metalac može se zaključiti sledeće:

- Poslovanje društva tokom posmatranog perioda odvija se pod uticajem finansijske krize i pogoršanih privrednih uslova.
- Za očekivati je da će preduzeće poslovati u otežanim i neizvesnim privrednim okolnostima i u budućnosti. Analizom do sada sprovedenih mera od strane menadžmenta smatra se da kontinuitet poslovanja preduzeća tokom narednog period neće biti ugrožen, ni u izuzetno turbulentnim uslovima, jer preduzeće poseduje snagu brenda tj. proizvodi Metalca su prepoznatljivi ne samo u Srbiji već i u regionu.
- Pogoršanje poslovne situacije u zemlji uticalo je na položaj preduzeća pre svega kroz opasnost da pojedini klijenati (kupci) neće moći da servisiraju svoje obaveze o roku dospeća, što može uticati na ispravku vrednosti i rezervisanja po osnovu potencijalnih gubitaka preduzeća u 2013.godini,
- Oko 40 odsto ukupne proizvodnje odlazi kupcima u dvadesetak zemalja EU, što ide u prilog ranije iznetoj činjenici da preduzeće poseduje veliku disperziju kupaca, a kada je disperzija kupaca prisutna rizik od naplate potraživanja je daleko manji.

- Tokom analiziranog perioda ekonomska kriza je najviše uticala na poslovanje preduzeća u 2009. godini, dok se najbolji rezultati poslovanja beleže u 2012. godini. U 2012.godini neto dobitak je najveći, zabrinjava povećan iznos zaliha i apsolutnog iznosa potraživanja.
- Dugoročne obaveze iz godine u godinu se smanjuju što može biti posledica otplate zajma i to je vrlo dobar trend koji je bio prisutan u preduzeću do 2011. godine. Tokom 2012. godine preduzeće je povećalo svoje dugoročne obaveze što može biti indikator novog investicionog ciklusa koji je preduzela kompanija kako bi modernizovala svoje poslovanje ili proširila postojeće kapacitete.
- Iako postoje stručnjaci koji misle da kupovina akcija preduzeća Metalac nije najisplativija smatra se da tržište hartija od vrednosti u Srbiji značajno podcenjuje vrednost ovog preduzeća što je pokazano pre svega kroz korišćenje pokazatelja tržišne vrednosti.
- Na bazi analize svih pokazatelja može se reći da je preduzeće Metalac jedno od retkih u Srbiji koje ima dugoročnu perspektivu i poslovnu strategiju, kao i da poseduje tržišta van granica Srbije, što omogućava da u narednom periodu preduzeće postane lider u regionu i izvozna snaga Srbije.

NAPOMENA: Znanja stečena iz predmeta Poslovne finansije, su osnov za izučavanje predmeta na narednim godinama studija kao što su: Korporativne finansije, Upravljanje rizikom, Analiza finansijskih izveštaja, Evaluacija i rizik, itd. Vrlo je važno uočiti interdisciplinarnost sa drugim predmetima koji se izučavaju tokom školovanja.

PRILOG



BILANS STANJA KOMPANIJE METALA ZA PERIOD OD 2007. DO 2012.GODINE

POZICIJA	AOP						
		2012	2011	2010	2009	2008	2007
A. STALNA IMOVINA (002+003+004+005+009)	001	2.316.318	2.076.605	2.048.799	2.145.566	2.228.416	2.032.133
III. NEMATERIJALNA ULAGANJA	004	22.718	13.509	2.153	3.262	4.377	4.347
IV. NEKRETNINE, POSTROJENJA, OPREMA I BIOLOSKA SREDSTVA (006+007+008)	005	2.268.428	2.022.684	1.988.123	2.066.458	2.132.785	1.926.185
1. Nekretnine, postrojenja i oprema	006	1.880.635	1.926.820	1.892.259	1.969.567	2.035.894	1.829.345
2. Investicione nekretnine	007	38.779	95.864	95.864	96.891	96.891	96.840
V. DUGOROCNI FINANSIJSKI PLASMANI (010+011)	009	25.172	40.412	58.523	75.846	91.254	101.601
1. Ucesca u kapitalu	010	24.664	39.659	57.494	74.422	89.379	73.377
2. Ostali dugorocni finansijski plasmani	011	508	753	1.029	1.424	1.875	28.224
B. OBRTNA IMOVINA (013+014+015)	012	4.297.136	3.797.867	3.561.571	3.142.519	3.136.974	2.708.128
I. ZALIHE	013	1.826.117	1.501.237	1.316.836	1.281.340	1.411.399	1.064.768
III. KRAT. POT, PLAS. I GOT. (016+017+018+019+020)	015	2.471.019	2.296.630	2.244.735	1.861.179	1.717.089	1.634.874
1. Potrazivanja	016	1.336.473	1.220.177	1.167.248	1.031.042	1.113.597	1.090.260
2. Potrazivanja za vise placen porez na dobitak	017	58.709	32.757	17.030	11.386	43.417	23.914
3. Kratkorocni finansijski plasmani	018	327.227	299.539	689.875	162.542	265.843	293.337
4. Gotovinski ekvivalenti i gotovina	019	694.115	697.034	334.645	613.703	239.143	174.200
5. Porez na dodatu vrednost i aktivna vremenska razgranicenja	020	54.495	47.123	35.937	42.506	55.089	53.163
D. UKUPNA AKTIVA (001+012+021)	**024**	6.613.454	5.874.472	5.610.370	5.288.135	5.365.390	4.740.261
E. VANBILANSNA AKTIVA	025	19.964	173.628	70.693	103.973	188.147	98.477

PASIVA							
A.KAPITAL (102+103+104+105+106-107+108-109-110)	101	4.027.771	3.706.481	3.481.388	3.231.658	3.138.994	3.049.849
I. OSNOVNI KAPITAL	102	495.831	495.890	495.831	490.198	490.198	489.853
III. REZERVE	104	94.879	94.879	145.990	145.990	145.990	145.626
IV. REVALORIZACIONE REZERVE	105	4.881	2.530	8.357	2.394	1.241	-
V. NEREALIZOVANI DOBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI	106	-	1.370	17.450	31.743	45.331	-
VII. NERASPOREDJENI DOBITAK	108	3.432.180	3.111.812	2.813.765	2.561.337	2.456.234	2.414.370
B. DUGOROCNA REZERVISANJA I OBAVEZE (112+113+116)	111	2.532.361	2.130.363	2.086.561	2.007.765	2.171.847	1.690.412
I. DUGOROCNA REZERVISANJA	112	176.402	145.972	141.194	127.520	125.990	123.194
II. DUGOROCNE OBAVEZE (114+115)	113	591.481	117.987	393.779	650.288	827.054	467.657
1. Dugorocni krediti	114	591.481	112.875	393.779	644.681	820.761	465.530
2. Ostale dugorocne obaveze	115	-	5.112	-	5.607	6.293	2.127
III. KRATKOROCNE OBAVEZE (117+118+119+120+121+122)	116	1.764.478	1.866.404	1.551.588	1.229.957	1.218.803	1.035.041
1. Kratkorocne finansijske obaveze	117	663.227	971.756	849.393	587.837	477.301	456.713
3. Obaveze iz poslovanja	119	772.709	602.026	494.332	494.267	560.118	477.392
4. Ostale kratkorocne obaveze	120	237.401	207.457	134.100	94.926	144.937	80.492
5. Obaveze po osnovu poreza na dodatu vrednost i ostalih javnih prihoda i pasivna vremenska razgranicenja	121	89.272	83.095	70.609	51.210	32.625	18.552
6. Obaveze po osnovu poreza na dobitak	122	1.869	2.070	3.154	1.717	3.822	1.892
V. ODLOZENE PORESKE OBAVEZE	123	53.322	37.628	42.421	48.712	54.549	64.520
G. UKUPNA PASIVA (101+111 +123)	124	6.613.454	5.874.472	5.610.370	5.288.135	5.365.390	4.740.261
D. VANBILANSNA PASIVA	125	199.640	173.628	70.693	103.973	188.147	98.477

BILANS USPEHA METALAC KOMPANIJE METALA ZA PERIOD OD 2007. DO 2012.GODINE

POZICIJA	AOP	2012	2011	2010	2009	2008	2007
I. POSLOVNI PRIHODI (202+203+204-205+206)	201	6.326.002	5.166.977	4.558.563	4.013.522	4.736.904	4.000.383
1 .Prihodi od prodaje	202	6.067.469	4.971.564	4.437.727	3.889.642	4.530.715	3.874.808
2. Prihodi od aktiviranja ucinaka i robe	203	24.775	14.042	26.010	15.654	21.326	17.135
3. Povecanje vrednosti zaliha ucinaka	204	82.731	67.319	16.648	41.497	95.495	25.236
4. Smanjenje vrednosti zaliha ucinaka	205	9.756	8.371	29.301	26.578	22.173	23.852
5. Ostali poslovni prihodi	206	160.783	122.423	107.479	93.307	111.541	107.056
II. POSLOVNI RASHODI (208 DO 212)	207	5.571.275	4.586.078	3.958.715	3.491.108	4.166.470	3.555.534
1. Nabavna vrednost predate robe	208	1.724.761	1.412.500	1.153.099	1.099.952	1.244.006	982.628
2. Troskovi materijala	209	1.725.607	1.464.217	1.281.319	1.047.020	1.384.065	1.281.199
3. Troskovi zarada, naknada zarada i ostali licni rashodi	210	1.319.656	1.074.801	940.033	818.810	919.749	744.053
4. Troskovi amortizacije i rezervisanja	211	235.557	200.318	210.742	201.402	239.978	208.776
5. Ostali poslovni rashodi	212	565.694	434.242	373.522	323.924	378.672	338.878
III. POSLOVNI DOBITAK (201-207)	213	754.727	580.899	599.848	522.414	570.434	444.849
V. FINANSIJSKI PRIHODI	215	274.232	181.616	221.398	152.238	280.139	131.862
VI. FINANSIJSKI RASHODI	216	218.552	174.234	219.638	243.217	401.147	126.308
VII. OSTALI PRIHODI	217	44.136	67.805	93.650	78.968	67.794	68.002
VIII. OSTALI RASHODI	218	208.880	132.547	197.022	191.776	177.425	96.703

IX. DOBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA (213-214+ 215-216+217-218)	219	645.663	523.539	498.236	318.627	339.795	421.702
1. Poreski rashod perioda	225	44.492	26.719	39.721	21.136	20.751	27.746
2. Odlozeni poreski rashodi perioda	226	15.708					
3. Odlozeni poreski prihodi perioda	227	-	5.022	6.237	5.858	9.971	10.340
D. NETO DOBITAK(223- 224- 225- 226+ 227- 228)	229	585.463	501.842	464.752	303.349	329.015	404.412

IZVEŠTAJ O NOVČANIM TOKOVIMA KOMPANIJE METALA ZA PERIOD OD 2007. DO 2012.GODINE

1	AOP	2012	2011	2010	2009	2008
A. TOKOVI GOTOVINE IZ POSLOVNIH AKTIVNOSTI						
I. Prilivi gotovine iz poslovnih aktivnosti (1 do 3)	301	7.164.730	5.769.979	5.184.395	4.854.397	4.739.941
1. Prodaja i primljeni avansi	302	6.933.488	5.589.167	5.009.416	4.691.354	4.580.849
2. Primeljene kamate iz poslovnih aktivnosti	303	4.137				
3. Ostali prilivi iz redovnog poslovanja	304	227.105	180.812	174.979	163.043	159.092
II. Odlivi gotovine iz poslovnih aktivnosti (1 do 5)	305	6.634.386	5.342.099	4.711.593	4.032.528	4.494.730
1. Isplate dobavljačima i dati avansi	306	4.855.525	3.895.816	3.376.129	2.845.511	3.189.960
2. Zarade, naknade zarada i ostali lični rashodi	307	1.299.405	1.066.390	926.466	827.830	906.180
3. Plaćene kamate	308	50.464	65.305	45.861	64.716	63.513
4. Porez na dobitak	309	37.850	41.443	24.172	26.007	35.657
5. Plaćanja po osnovu ostalih javnih prihoda	310	391.142	273.145	338.965	268.464	299.420
III. Neto priliv gotovine iz poslovnih aktivnosti (1 - II)	311	530.344	427.880	472.802	821.869	245.211
IV. Neto odliv gotovine iz poslovnih aktivnosti (II -1)	312					
B. TOKOVI GOTOVINE IZ AKTIVNOSTI INVESTIRANJA						
I. Prilivi gotovine iz aktivnosti investiranja	313	29.708	475.991	29.054	11.111	56.687
1. Prodaja akcija i udela(neto priliv)	314		-	1.213	-	-
2. Prodaja nematerijalnih ulaganja, nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava	315	3.210	1.141	10.111	91	1.494
3. Ostali finansijski plasmani (neto prilivi)	316		432.997	-	-	25.718
4. Primljene kamate iz aktivnosti investiranja	317	26.498	41.853	17.730	11.020	29.475
5. Primljene dividende	318					
II. Odlivi gotovine iz aktivnosti investiranja (1 do 3)	319	482.007	208.140	527.628	114.251	406.750
1. Kupovina akcija i udela (neto odlivi)	320					

2. Kupovina nematerijalnih ulaganja, nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava	**321**	475.978	**208.140**	65.872	109.643	404.533
3. Ostali finansijski plasmani (neto odlivi)	322	6.029	-	461.756	4.608	2.217
III. Neto priliv gotovine iz aktivnosti investiranja (I - II)	323	- 482.007	- 267.851	- 498.574	- 103.140	- 350.063
IV. Neto odliv gotovine iz aktivnosti investiranja (II -1)	324	452.299	-	- 21.435	- 34.080	-
V. TOKOVI GOTOVINE IZ AKTIVNOSTI FINANSIRANJA						
I. Prilivi gotovine iz aktivnosti finansiranja (1 do 3)	325	170.077	-	5.634	73.729	379.985
1. Uvećanje osnovnog kapitala	326		-	5.634	-	-
2. Dugoročni i kratkoročni krediti (neto prilivi)	327	170.077		-	73.729	379.985
3. Ostale dugoročne i kratkoročne obaveze	328					
II. Odlivi gotovine iz aktivnosti finansiranja (1 do 4)	329	252.564	328.859	272.124	431.473	225.135
1. Otkup sopstvenih akcija i udela	330					
2. Dugoročni i kratkoročni krediti i ostale obaveze (neto odlivi)	331		138.650	116.409	231.752	-
3. Finansijski lizing	332		290	1.410	1.277	-
4. Isplaćene dividende	333	252.564	189.919	154.305	198.444	225.135
III. Neto priliv gotovine iz aktivnosti finansiranja (1 - II)	334	- 82.487	- 328.859	- 266.490	- 357.744	154.850
IV. Neto odliv gotovine iz aktivnosti finansiranja (II -1)	335	82487	328859	0		
G. SVEGA PRILIVI GOTOVINE (301 + 313 + 325)	336	7364515	6245970	5219083	4939237	5176613
D. SVEGA ODLIVI GOTOVINE (305 + 319 + 329)	337	7.368.957	5.879.098	5.511.345	4.578.252	5.126.615
Đ. NETO PRILIV GOTOVINE (336 - 337)	338	- 4.442	366.872	- 292.262	360.985	49.998
E. NETO ODLIV GOTOVINE (337 - 336)	339	4.442	-			
Ž. GOTOVINA NA POČETKU OBRAČUNSKOG PERIODA	340	697.034	334.645	613.703	239.143	174.200
3. POZITIVNE KURSNE RAZLIKE PO OSNOVU PRERAČUNA GOTOVINE	341	1.523	-	13.204	14.667	14.945
I. NEGATIVNE KURSNE RAZLIKE PO OSNOVU PRERAČUNA GOTOVINE	342		4.483	-	1.092	-
J. GOTOVINA NA KRAJU OBRAČUNSKOG PERIODA (338 - 339 + 340 + 341 - 342)	343	694.115	697.034	334.645	613.703	239.143

LITERARURA



Avlijaš, R. (2010) Preduzetništvo, Univerzitet Singidunum, Beograd.

Adižes, I. (1989) "Kako riješiti krizu upravljanja?", Globus, Zagreb

ASSE (2009) ASSE News No 42, Adizes South East Europe, Novi Sad

Barać, S., Ivaniš, M., Jeremić, Lj. (2000) Upravljanje finansijama, FFMO, Beograd

Barjaktarović, L., Ječmenica, D., Paunović, M. (2013) Ratio analysis of actual business performance of open investment funds in Serbia, Serbian Journal of Management Vol.8.No1

Barjaktarović, L. (2012) Upravljanje rizikom, Univerzitet Singidunum, Beograd

Barjaktarović, L. (2012a) Šta o finansijama treba da znaju menadžeri?, Ekonomist br. 611-612, Beograd

Barjaktarović, L., Vjetrov, A. Konjikušić, S. (2012b) Analysis of external financing of the enterprises in Serbia International Conference on Applied Fin.Economics AFE 9, Conference Proceedings, Samos 2012

Barjaktarović, L., A.Vjetrović, Konjikušić, S. (2012c) Analiza mikrokreditiranja u Srbiji kao jednog od uslova za razvoj preduzetništva, Zbornik FEFA& Centar za promociju nauke inovacije i preduzetništvo: alati za uspeh na tržištu EU

Barjaktarović, L., Popovčić-Avrić, S., Đenić, M. (2011) Collection management as curtail part of credit risk management during the crisis, 8th AFE 2011 Conference Samos, Greece

Barjaktarović, L., Ječmenica D. (2011a) Optimizam vs pesizmizam konkurentnosti bankarskog sektora Srbije, Industrija, časopis Ekonomskog instituta - Beograd, broj 2/2011

Barjaktarović, L., Popovčić-Avrić, S., Đenić, M. (2011b) Upravljanje naplatom potraživanja u bankarskom sektoru Srbije u vremenu krize Finansije, br. 1-6/2011

Barjaktarović, L. (2010) Monetarno-kreditni i devizni sistem, Univerzitet Singidunum, Beograd

Barjaktarović, L. (2010a) Cash management koncept, Bankarstvo 3-4 2010, Udruženje banaka Srbije

Berk J. and De Marzo P. (2007) *Corporate Finance,* Pearson Education Inc., Boston.

Berman, K., Najt, Dž. (2009) Finansijska inteligencija – vodič za menadžere do znanja o tome šta brojevi zaista znače, ASEE

Bodie Z., Kane A., Marcus A. (2009) Osnovi investicija, Data Status, Beograd.

Bovan, M. (2002) Finansijskoračunovodstvena analiza, Ekonomski fakultet Priština, Blace

Bogovac, B. (2012) Uloga finansijskog direktora u trenutnom ekonomskom i finansijskom trenutku, na Prvom forumu finansijskih direktora Republike Srbije / dostupna na sajtu: http://tsomokos. rs/en/projects/details/36/the-1st-cfosummit-in-the-republic-of-serbia

Bourrque, D.D.A. (1987) Conceptual and Analytical Look at Information Reporting, članak iz zbornika radova Management of the Firm Under Conditions of Discontinuity, Ekonomski fakultet, Beograd

Brealey R., Myers S. and Marcus A. (2007) *Fundamentals of Corporate Finance,* McGraw-Hill/Irwin,New York.

Bruslerie, H. (1999) *Tres Orerie D'entreprise, Gestion des Liquidites et de risques,* Dalloz, 1997 on R.et J.Verdie la guestion de tresorie, Dunod

Brzaković, T. (2013) Strateški finansijski menadžment, Akademija za diplomatiju i bezbednost, Beograd.

VanHorne, J. (2002) Osnovi finansijskog menadžmenta, Mate, Zagreb.

VanHorne, J., Wachowicz, J.M. (2007) Osnovi finansijskog menadžmenta, Data Status, Beograd

Vukadinović, P., Jović, Z. (2012) Investicije, Univerzitet Singidunum, Beograd.

Vunjak, N. (1995) Finansijski menadžment, Ekonomski fakultet Subotica, Subotica

Vunjak, N. (2002) Finansijski menadžment, Proleter, Subotica.

Vunjak, N. (2005) Finansijski menadžment – poslovne finansije, Proleter- Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, Unireks – Podgovorica, Subotica.

Gorupić, D., Gorupić, D, Jr. (1990) Poduzeće – postanak i razvoj poduzetništva i poduzeća, Informator, Zagreb

Grupa autora redakcija Deželjin, Ja (1992) Računovodstvo I, SRFR Hrvatske, Zagreb.

Davis, G.B., Olson, M.H. (1985) *Management Information Systems*, McGraw-Hill Book Company, New York.

Damodaran, A. (2001) Korporativne finansije: teorija i praksa, Podgorica, Modus.

Daves, T. (2008) *Strategic corporate finance*, McGraw-Hill, Berkshire.

DeFusco at al. (2004) *Quantitative Methods for Investment Analysis,* CFA Institute, Baltimore.

Deloitte CFO Signals Survey (2012) [istraživanje dostupno na sajtu: http:// www. deloitte.com/view/en_US/us/ Services/additional-services/chief-financial-officer/cfo-signals/index.htm]

Drucker, P. (1980) Managing In Turbulent Times, Pan Books Ltd., London.

Ernst and Young (2010) The DNA of the CFO [istraživanje dostupno na sajtu http:// www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ The-DNA-of-the-CFO-2010/$FILE/The-DNA-of-the-CFO-2010.

Žager, K., Mamić Sačer, I., Sever, S., Žager, L. /redactor Žager L/ (2008) Analiza financijskih izveštaja, Ekonomski fakultet Zagreb.

Žarkić-Joksimović, N. (2003) Upravljanje finansijama, Grafoslog, Beograd

Žarkić-Joksimović, N. (1995) Upravljačko računovodstvo, Fakultet organizacionih nauka, Beograd.

Zeremski, V., Žarkić - Joksimović, N. (1992) Upravljanje finansijama u preduzeću, Fakultet organizacionih nauka, Beograd

Ivaniš, M. (2008) Upravljanje finansijama, Univerzitet Singidunum, Beograd.

Ivaniš, M., Nešić, S. (2011) Poslovne finansije, Univerzitet Singidunum, Beograd

Janićijević, S. (2013) Šta očekuju CEO's od CFO's?, Drugi CFO – Vivaldi letnji forum, 19-21.jun 2013, Mokra Gora / štampani materijal/

Jeremić, Lj. (2008) Osnovi finansija, Univerzitet Singidunum.

Jeremić, Lj., Ivaniš, M. (2009) Osnovi finansija, Univerzitet Singidunum, Beograd Jovanović, P. (2000) Upravljanje investicijama, Grafoslob Beograd.

Jović, Z. (2011) Komparativna berzanska i finansijska analiza vodećih evropskih i svetskih korporacija, Singidunum revija Vol.8/No.1, Univerzitet Singidunum, Beograd.

Jović, Z. (2008) Menadžment finansijskih institucija, Univerzitet Singidunum, Beograd.

Jović, Z. (2009) Principi menadžmenta finansijskih institucija, Sigidunum revija Vol.6/ No. 1, Univerzitet Singidunum, Beograd.

Jović, Z. (2009) Sinergetski efekti bankarskih i nebankarskih finansijskih poslova na finansijskom tržištu Srbije, Bankarstvo, br. 7-8/2009, Udruženje banaka Srbije, Beograd.

Jović, Z. (2007) Stvaranje finansijskih konglomerata u svetu i njihova kontrola, Spoljnotrgovinski savetnik, br. 11/2007, Beograd.

Jović, Z. (2010) Svetske berze - trendovi u uslovima globalne finansijske krize, Singidunum revija Vol.7 /No.2., Univerzitet Singidunum, Beograd.

Jović, Z. (2013) Uticaj kvaliteta aktive na adekvatnost kapitala banaka u Srbiji, XII Međunarodni naučni skup Sinergija 2013, Zbornik radova, Bijeljina.

Jović, Z. (2007) Uticaj parabankarskih i nekreditnih poslova na upravljanje profitabilnošću i ročnom usklađenošću aktive i pasive banaka, Finansije bankarstvo revizija osiguranje, Fakultet za finansijski menadžment i osiguranje, Beograd.

Joksimović-Žarkić, N. (2003) Upravljanje finansijama, Grafoslog Beograd

Karamanolis, P. (2012) Očekivanja generalnog direktora od finansijskog direktora / dostupna na sajtu: http://tsomokos.rs/en/projects/details/36/the-1st-cfo-summit-in-the-republic-of-serbia

Kiosaki, R. i Lehter, Š. (2001), Vodič za investiranje, Finesa, Beograd.

Kisić, S., Perović_Jovanović, M. (1999) Ekonomika preduzeća, Savremena administracija, Beograd

Knežević , G. (2009) Analiza finansijskih izveštaja, Univerzitet Singidunum, Beograd

Kralj, J. (1982) Finansijska politika i strategija preduzeća, Zbornik radova: Finansijsko upravljanje u organizacijama oudrženog rada, redactor Stanoje Vukić, Književne novine, Beograd

Krasulja, D., Ivanišević, M. (2000) Poslovne finansije, Ekonomski fakultet CID, Beograd

Krasulja, D., Ivanišević, M. (2001) Poslovne finansije, Ekonomski fakultet CID, Beograd

Krasulja D., Ivanišević M. (2007) Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Beograd. Konjikušić, S., Barjaktarović, L., Radojević, G. (2011) Metodologija izračunavanja verovatnoće neizvršenja obaveza, Tržište kapital novac 3/2011

Koutsoyiannis, A. (1987) *Modern Microeconmics,* Macmillan Education, Lon- don

Milić, I. (2012) Uloga finansija: Upravljanje ili kontrola? Dostupna na saju: http://tsomokos.rs/en/projects/details/36/the-1st-cfo-summit-in-the-republic-of-serbia

Mitrra, S. (1986) D*ecision Support Systems*, John Willey & Sons, Inc., New York

Mishkin, F. (2006) Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta, Data Status, Beograd.

Narayanan, M.P. (2007), Finansije za strateško odlučivanje, Mate, Zagreb.

Nikolić, D. (2007) Upravljanje finansijskim poslovanjem i politikom cena u hotelijerstvu i turizmu, Univerzitet Singidunum, Beograd

Nikolić, D. (2009) Poslovne finansije u hotelijerstvu, Visoka hotelijerska škola Beograd.

Pike, R., Neale, B. (2009) C*orporate finance and investment*, Pearson Education, Harlow.

Ranković, J. (2010) Upravljanje finansijama preduzeća, Ekonomski fakultet, Beograd.

Radojević, T. (2012) Finansijsko poslovanje u turizmu i hotelijerstvu, Univerzitet Singidunum, Beograd

Rakić, V. (2012) Finance Role – Management or Control ? http://tsomokos.rs/en/ projects/details/36/the-1st-cfo-summit-in-the-republic-of-serbia

Ranković, J. (1995) Upravljanje finansijama preduzeća, Ekonomski fakultet Beograd

Račić, Ž., Barjaktarović L., Zeremski A. (2011) Analiza uticaja zaduženosti na profitabilnost uspešnih domaćih kompanija u uslovima ekonomske krize, Industrija, časopis Ekonomskog instituta - Beograd, broj 3/2011

Rodić, J., Filipović, M. (2006) Poslovne finansije, Asimex, Beograd.

Ross, S., Westerfield, R., Jordan, B. (2006), *Corporate Finance Fundamentals*, McGraw-Hill/Irwin, New York.

Sajt Agencije za privredne registre //http: www.apr.rs

Sajt Beogradske berze //http: www.belex.rs

Sajt Metalac a.d. Gornji Milanovac //http: www.metalac.rs

Sajt Narodne banke Srbije //http: www.nbs.rs

Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V. (2006) Upravljačko računovodstvo, Ekonomski fakultet Beograd.

Stevanović, N., Milićević, D. (2009) Upravljačko računovodstvo, Centar za izdavačku delatnost, Ekonomski fakultet, Beograd.

Trhiving, P. (1987) on Cahos – Handbook for a Managemeent Revolution, Macmillan, London, 1987, str. 123 Thompson A.A.Jr, Strickland III., A.J strategic Management – Concepts and Cases, Irwin, Hoomewood, Illinois

Cornett&Saunders (1999) Fundamentals of financial institutions management, Irwin/McGraw – Hill, Sigapore

CFO Magazine (1999) What CEOs want from CFOs , July edition [istraživanje dostupno na sajtu: http://www.cfo.com/ article. cfm/2989537/5/c_3046543]

Šekarić, M., Barjaktarović, L. (2012) Finansijska matematika i aktuarstvo sa zbirkom zadataka, Univerzitet Singidunum, Beograd

Ćirović, M. (2008) Finansijski menadžment, Naučno društvo Srbije, Beograd.

Wilson R.M.S, McHugh, G. (1987) *Financial Analysis: A Managerial Introductio*n, Cassel Edcucational Limited, London

Wishwanath, S.R. (2007) C*orporate financetheory and practice*, Response Books, New Delhi

REČNIK POJMOVA



Atkiva (sredstva, imovina) – čine pravo svojine na pokretnim i nepokretnim stvarima, novčana sredstva, hartije od vrednosti i druga imovinska prava preduzeća. Imovina preduzeća (stanje i promene) se knjigovodstveno posmatra sa stanovišta pojavnih oblika imovine i izvora finansiranja. Za aktivu se može reći da predstavlja skup stvari,prava i novca jednog preduzeća. Osnovna podela, prema kriterijumu transformacije, je na osnovna (fiksna ili stalna ili dugoročna) i obrtna (tekuća ili kratkoročna) sredstva.

Akcija – je vrsta hartije od vrednosti (HoV). Akcije predstavljaju potvrdu o izvršenom ulaganju u kapital kompanije. Ova HoV nema rok dospeća i traje dok postoji kompanija.

Biznis plan - predstavlja skup ciljeva, politika, strategija i seta pojedinačnih programa aktivnosti za implementaciju izabrane koncepcije biznisa. Biznis plan je moćno "oružje" (oruđe ili instrument) za upravljanje finansijama preduzeća.

Bilans stanja (Balance Sheet) – je osnovni finansijski izveštaj preduzeća koji predstavlja "sliku" stanja imovine i izvora finansiranja preduzeća na određeni dan.

Bilans uspeha (Income Statement ili Profit & Loss Account) - je osnovni finansijski izveštaj preduzeća koji predstavlja ostvareni periodični rezultat preduzeća. U tu svrhu bilans uspeha predstavlja prihode i rashode jednog preduzeća nastale u određenom vremenskom periodu.

Blagajna (Treasury) – je odeljenje u okviru finansijske funkcije preduzeća koje se bavi upravljanjem novčanim tokovima.

Dividenda – prihod koji ostvaruje vlasnik akcija.

Du Pont sistem pokazatelja – predstavlja instrument finansijske analize koji odražava najviši cilj poslovanja preduzeća - rentabilnost ukupne imovine, prikazan kroz faktore (profitna margina, obrt imovine, finansijski levridž) koji imaju efekata na profitabilnost ukupno angažovanog kapitala. Indikator strateške profitabilnosti je kompanija Du Pont kreirala i primenila tokom 1920-ih godina.

Efektivnost - raditi prave stvari.

Efikasnost - raditi stvari na pravi način.

Z-score model – je instrument finansijske analize. Predstavlja najpoznatiji sintetički pokazatelj, na osnovu koga se vrši procena finansijskog zdravlja preduzeća /(ne)odlaska u bankrot/. Edvard Altman je kreirao ovaj indikator.

Izveštaj o tokovima gotovine (Cash Flow Statement) - je osnovni finansijski izveštaj preduzeća koji pruža informacije o izvorima gotovine i načinu njene upotrebe u određenom vremenskom periodu. Tokovi gotovine su grupisani iz tri celine: poslovne, investicione i finansijske aktivnosti.

Koeficijent finansijske stabilnosti (KFS) = dugoročni izvori (DI)/ dugoročno vezana sredstva (DVS); KFS = 1, je poželjna vrednost, koja označava finansijsku stabilnost kompanije.

Kontroling (controlling) - je odeljenje u okviru finansijske funkcije preduzeća koje se bavi finansijskim planom i analizom.

Kredit - je dužničko-poverilački odnos u kome poverilac (banka/kreditor) ustupa dužniku (korisniku kredita) pravo raspolaganja određenom količinom novca, ili nekim drugim pravom, na određeno vreme i pod određenim uslovima – rok, kamata, sredstva obezbeđenja, način korišćenja i način vraćanja kredita. Trebalo bi imati u vidu da kada kompanija prodaje proizvode ili usluge na odloženo plaćanje, takođe kreditira svog kupca takozvanim trgovinskim kreditom.

Kreditna politika preduzeća – je interni dokument kojim se određuju uslovi koje kupac mora da ispuni da bi dobio kredit (kreditni standardi), kao i visina kredita koji se može odobriti (kreditna analiza); odnosno koju količinu robe/usluge može da plati na odloženo (broj dana). Kreditni standardi predstavljaju minimalne kriterijume koje kupac treba da zadovolji da bi mu se odobrio kredit. Kreditna analiza predstavlja metod za ocenu tržišne sposobnosti kupca i ona se odnosi na ocenu globalne kreditne sposobnosti kupca, i utvrđivanje maksimalnog iznosa kredita koji kupac može da podnese.

Likvidnost – predstavlja mogućnost izmirenja dospelih obaveza. Likvidnost se može posmatrati kao: opšta (tekuća) ili redukovana (rigorozna) likvidnost; odnosno primarna, sekundarna i tercijalna.

Neto obrtna sredstva (NOS) – je instrument finansijske analize, koji predstavlja računsku veličinu koja odgovara razlici između obrtnih sredstava i kratkoročnih obaveza. (NOS = NOF)

Neto odbrtni fond (NOF) – je instrument finansijske analize, koji predstavlja računsku veličinu koja odgovara razlici između dugoročnih izvora i neto imobilizacija. Matematički postoji potpuna jednakost Neto obrtnih sredstava i Neto obrtnog fonda. (NOS = NOF)

Nefinansijske karakteristike preduzeća - su: kvalitet usluge, uspešnost proizvodnje, marketinška efiksnost i zaposleni.

Novac - se definiše u smislu njegovih funkcija, kao nešto što služi kao sredstvo razmene (1), čuvar vrednosti (2) i jedinica za obračun (3).

Obveznice - predstavalju najzastupljeniji oblik dugoročnog finansiranja savremenih kompanija. One su kamatonosne hartije od vrednosti (HoV) koje investitori, zajmodavci kupuju od kompanija ili od države - različitih nivoa. Zajmoprimci, emitenti njima obezbeđuju potrebna finansijska sredstva, a investitori, zajmodavci na taj način obezbeđuju kamatu i povraćaj osnovnog iznosa – glavnicu.

Odluke u finansijama preduzeća - su: odluka o finansiranju, odluka o investiranju i odluka o raspodeli dividendi. *Odluke o finansiranju* baziraju se na pribavljanju novčanih sredstava za podmirivanje tekućih obaveza. Vremenski se proces realizuje u toku jedne godine, odnosno obuhvata sva ulaganja u sve troškove i prihode koji se ostvare u istom periodu. *Odluke o investiranju* se odnose na ulaganje u neki unosan posao ili preduzeće, i trebalo bi da obezbede prinos u dužem vremenskom periodu (od jedne godine). Elementi investicije: subjekat koji

investira, objekat u koga se investira, cena odricanja od potrošnje (kamatna stopa) i cena nade (diskontna stopa). *Odluke o raspodeli dividendi* - ako je preduzeće organizovano kao akcionarsko društvo, mora doneti odluku o tome koliki deo dobitka će isplatiti u vidu dividende akcionarima.

Ostali instrumenti finansijske analize – su: vizuelna metoda analize (posmatranje stavki bilansa stanja i bilansa uspeha prikazanih u formi grafikona) i metoda analize pomoću računa pokrića (izražava karakteristične odnose delova bilansa stanja).

Pasiva (izvori sredstava/izvori finansiranja) – predstavlja skup izvora sredstava jednog preduzeća. Izvori se prema poreklu mogu klasifikovati na sopstvene (kapital) i pozajmljene (obaveze) izvore. Pri tome, je kod pozajmljenih izvora uvek definisan rok vraćanja (kratak i dugi).

Pravila finansiranja – su kriterijumi za izbor sredstava finansiranja, odnosno norme za pribavljanje kapitala. Razlikuju se vertikalna i horizontalan pravila finansiranja.

Prinos – iznos novca koji je zarađen investiranjem u različite investicione alternative na godišnjem nivou. Prinos na bezrizično ulganje (*risk-free*) je iznos novca koji je zarađen investiranjem u hartije od vrednosti koje je emitovala država. Kamata je kao prinos karatkeristična za oročavanje sredstava, odnosno cena korišćenja kredita kod poslovnih banaka.

Pokazatelji (racia) tržišne vrednosti – su instrumenti finansijske analize, karakteristični su za akcionarske kompanije, pa se zato često nazivaju i pokazatelji vlasništva. Tu spadaju: neto dobitak po akciji (EPS – *Earnings per Share*), racio cene i neto dobitka po akciji (PE - *Price to Earnings*), racio isplate dividende, dividendna stopa (*Dividend Yield*), knjigovodstvena vrednost po akciji (B - *Book Value*), racio tržišne i knjigovodstvene vrednosti akcija (PB - *Price to Book*).

Prihodi – su povećanja ekonomskih koristi tokom obračunskog perioda u obliku priliva ili povećanja sredstava odnosno smanjenja obaveza, što dovodi do povećanja sopstvenog kapitala, izuzev onih koja su povezana sa doprinosima učesnika u kapitalu. Preduzeće ostvaruje poslovne, finansijske i ostale (vanredne) prihode.

Rentabilnost (profitabilnost) - je ekonomsko načelo poslovanja čijom se primenom u praksi postiže takvo poslovanje u kojem se sa što manjim angažovanim (uloženim) sredstvima u reprodukciji preduzeća ostvaruje što veća dobit (profit). Profitabilnost se može izračunati parcijalnim i globalnim pokazateljima. Parcijalni pokazatelji rentabilnosti utvrđuju se isključivo na bazi podataka iz bilansa uspeha: stopa poslovnog dobitka, i stopa neto dobitka. Globalni ili sintetički pokazatelji rentabilnosti utvrđuju se na bazi podataka iz oba bilansa (bilansa stanja i bilansa uspeha): stopa prinosa na ukupna poslovna sredstva, i stopa prinosa na sopstvena sredstva.

Rashodi - su smanjenja ekonomskih koristi tokom obračunskog perioda u obliku odliva ili smanjenja sredstava ili stvaranja obaveza, što dovodi do smanjenja sopstvenog kapitala, izuzev onih koja su povezana sa raspodelom učesnicima u kapitalu. Preduzeće ostvaruje poslovne, finansijske i ostale (vanredne) rashode.

Racia aktivnosti (efikasnosti ili obrta) - obuhvataju sve relevantne odnose između prihoda i rashoda, s jedne strane, i pojedinačnih i ukupnih ulaganja, s druge strane. U praksi se najčešće primenjuju sledeći koeficijenti obrta: dobavljača, zaliha, kupaca, ukupnih obrtnih sredstava, neto obrtnih sredstava, fiksnih sredstava, sopstvenih sredstava i ukupnih poslovih sredstava.

Racio analiza – je instrument finansijske analize. Osnovna suština racio analize je sagledavanje pojedinih finansijskih aspekata poslovanja preduzeća. Racio brojevi predstavljaju odnose jedne bilansne pozicije prema drugoj, izražene u prostoj matematičkoj formuli. Najčešće se koriste sledeće osnovne grupe finansijskih pokazatelja: likvidnosti, profitabilnosti, aktivnosti, finansijske strukture i tržišne vrednosti.

Racia finansijske strukture – predstavljaju odnos između sopstvenih i pozajmljenih izvora finansiranja (obaveza) u pasivi bilansa stanja. U široj literaturi se susreću pod različitim nazivima: racia solventnosti, racia sigurnosti, racia zaduženosti ili racia finansijske nezavisnosti.

Raučnovodstvo (accounting) - je odeljenje u okviru finansijske funkcije preduzeća koji se bavi evidencijom poslovnih promena, pripremom i izradom završnih računa kompanije, kao i finansijskom podrškom drugih funkcija. Sam naziv odeljenja potiče od mikroekonomske discipline koja se tako zove.

Rizik – u ekonomskoj teoriji, sastoji se od dve katagorije: neizvenosti i izloženosti, odnosno, neizvesnost vezana za očekivani ishod poslovne aktivnosti preduzeća u budućnosti. Metode za merenje izloženosti preduzeća rizicima su različite, ali je najčešće korišćena levridž.

Risk menadžment (upravljanje rizikom / Risk Management) – je odeljenje u okviru finansijske funkcije preduzeća koji se bavi upravljanjem finsijskim rizicima. Kapital je garantna supstanca odnosno limit za preuzimanje rizika. Sam naziv odeljenja potiče od mikroekonomske discipline koja se tako zove.

Sadašnja vrednost – je tradicionalna metoda za ocenu isplativosti investicionog projekta. Sadašnja vrednost bilo kojeg novčanog toka je zavisna od dospelosti novčanog toka i relevantne kamatne stope (prinosa, dobiti) za taj rok dospeća (n – broj godina, r – godišnja kamatna stopa u %).

Tržište – organizovano mesto na kome se susreću ponuda i tražnja za robama, uslugama, različitim finansijskim aktivama, itd. Finansijsko tržište je organizovano mesto na kome se susreću ponuda i tražnja za finansijskim instrumentima (osnovna podela je na tržište novca i kapitala).

Upravljanje - predstavlja proces planiranja, organizovanja, vođenja i kontrole finansijskih, fizičkih, ljudskih i informacionih resursa preduzeća da bi se (sa i preko ljudi) obezbedilo efektivno i efikasno ostvarivanje ciljeva preduzeća u promenljivoj sredini. Faze procesa upravljanja su: planiranje, organizovanje, vođenje i kontrola.

Finansijska analiza - se bavi posmatranjem, ispitivanjem, ocenjivanjem i formulisanjem dijagnoze svih onih poslovnih procesa i situacija koje spadaju u domen finansijske funkcije u preduzeću. Korisnici finansijske analize mogu biti interni i eksterni. Kriterijumi za vrste finansijske analize mogu biti: korisnici, metode, obuhvatnost, predmet, vremenska obuhvatnost, način pripreme, instrumenti....

Finansijski izveštaji preduzeća – pružaju informacije o finansijskom položaju, uspešnosti i promenama u finansijskom položaju preduzeća, koje su korisne širokom krugu zainteresovanih strana, za donošenje ekonomskih odluka. Osnovni finansijski izveštaji su: bilans stanja, bilans uspeha , izveštaj o promenama na kapitalu i izveštaj o tokovima gotovine.

Finansijske institucije – su posrednici u transferu/intermedijaciji sredstava između investitora, zajmodavaca i zajmoprimaca. U finansijske institucije ubrajaju se centralne banke, komercijalne banke (depozitne, poslovne), nedepozitne institucije, investicione kompanije i dr.

Finansijski instrumenti - su zbrini izraz za veliku grupu pre svega hartija od vrednosti, ali i druge aktive koja predstavlja predmet trgovanja na finansijskom tržištu. Najvažniji finansijski instrumenti su hartije od vrednosti. Pored njih to su i prava, depoziti, potraživanja, žiralni novac, devize, plemeniti metali, itd.

Finansijske karakteristike preduzeća – su: profitabilnost, likvidnost, efikasnost upravljanja, i rizik i investitori.

Finansijska kontrola - u preduzeću predstavlja poseban vid stručne kontrole čiji je osnovni zadatak da obezbedi efikasan nadzor svih poslova koje obavlja finansijska funkcija preduzeća.

Finansijski plan - predstavlja instrument finansijske politike u kojem se sintetizuje planiranje ukupnih finansijskih sredstava preduzeća.

Finansijsko planiranje - predstavlja konkretizaciju finansijske politike preduzeća kroz finansijske planove, a izraženo u finansijskim pokazateljima za određeni vremenski period.

Finansijska politika - predstavlja aktivnost preduzeća na iznalaženju najpovoljnijih finansijskih rešenja u cilju postizanja maksimalnih finansijskih rezultata u ukupnom poslovanju preduzeća.

Finansijska snaga preduzeća – je krajnji finansijski cilj, koji ima dva aspekta: kvalitativni i kvantitativni.

Finansijsko upravljanje - je deo ukupnog upravljanja preduzećem. Finansijsko upravljanje je "upravljanje novčanim poslovima privrednog subjekta" ili "proces kreiranja finansijskih uslova za efikasno postizanje odabranih finansijskih ciljeva preduzeća". Ekvivalentni termini finansijskom upravljanju su: poslovne finansije, finansijsko upravljanje, upravljanje finansijama, uprav-

ljačke finansije, menadžerske finansije, finansijski menadžment, korporativne finansije itd.

Finansijska funkcija - predstavlja jednu od četiri osnovne poslovne funkcije u preduzeću: nabavna funkcija, proizvodna funkcija, prodajna funkcija, i finansijska funkcija. Zadaci finansijske funkcije preduzeća su: pribavljanje novčanih sredstava za normalan tok poslovanja; korišćenje novčanih sredstava u poslovanju preduzeća; usklađivanje dinamike priliva novčanih sredstava sa rokovima dospeća obaveza plaćanja prema njihovim izvorima, odnosno održavanje likvidnosti preduzeća; regulisanje novčanih tokova i praćenje finansijskih odnosa; kontrola racionalnosti upotrebe novčanih sredstava.

Finansijski ciljevi preduzeća - se mogu kategorizovati na: početne, prelazne i krajnje ciljeve. Početni finansijski ciljevi su: optimalna struktura sredstava, optimalna struktura izvora sredstava, likvidnost preduzeća i racionalno ulaganje. Prelazni finansijski ciljevi su: finansijska stabilnost, minimizacija troškova, solventnost preduzeća i brz obrt sredstava. Krajnji finansijski ciljevi su: finansijska snaga, finansijska nezavisnost, maksimaizacija dobiti i povećanje imovine.

Funds flow analiza – je instrument finansijske analize, koji se koristi za potrebe dinamičke analize bilansa stanja. Ona se zasniva na analizi bilansa stanja dva ili više obračunskih perioda.

Hartije od vrednosti (HOV) – su papiri koji označavaju vlasništvo odnosno imovinu. Mogu biti: obligaciono-pravne, stvarno-pravne (robne) i korporacione. Obligaciono-pravne HOV (obveznice, dužničke hartije od vrednosti) daju svom imaocu pravo da zahteva od lica naznačenog u hartiji (dužnika) isplatu novčanih sredstava. Robne HOV označavaju svog imaoca kao titulara prava svojine na robi. Korporacione HOV (akcije, vlasničke hartije od vrednosti) su isprave o vlasništvu na delu kapitala.

Cash flow analiza – je instrument finansijske analize, koji se bazira na tokovima gotovine koji su se dešavali (događali) tokom poslovanja preduzeća u obračunskom periodu.

CFO – Chief Financial Officer – finansijski direktor.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

658.14/.17(075.8)

БАРЈАКТАРОВИЋ, Лидија, 1975-
Poslovne finansije / Lidija Barjaktarović, Zoran Jović, Marko Milojević. - 4. dopunjeno izd. - Beograd : Univerzitet Singidunum, 2021 (Beograd : Birograf). - XI, 323 str. : ilustr. ; 24 cm

Tiraž 1.700. - Rečnik pojmova: str. 317-322. - Bibliografija: str. 311-314.

ISBN 978-86-7912-756-3

1. Јовић, Зоран, 1960- [аутор] 2. Милојевић, Марко, 1980- [аутор]
а) Пословне финансије

COBISS.SR-ID 43954185

© 2021
Sva prava zadržana. Nijedan deo ove publikacije ne može biti reprodukovan u bilo kom vidu i putem bilo kog medija, u delovima ili celini bez prethodne pismene saglasnosti izdavača.

www.singidunum.ac.rs

9 788679 127310



Lidija Barjaktarović
Zoran Jović
Marko Milojević

POSLOVNE FINANSIJE

Poslovne finansije, kao primenjena ekonomska (naučna) disciplina, trebalo bi da odgovore na pitanje kolika treba da budu finansijska ulaganja u pojedine oblike stalne i obrtne imovine, kao i ulaganje u ukupnu poslovnu imovinu. A u sledećem koraku da daju odgovore na pitanje: iz kojih izvora bi se ta imovina mogla pribaviti, tj. na koji način bi trebalo kreirati finansijsku strukturu izvora finansiranja preduzeća.

Finansijski menadžent privrednog subjekta brine o sticanju, finansiranju i upravljanju imovinom, imajući u vidu osnovni cilj poslovanja. U skladu sa tim, glavna područja funkcije finansijskog menadžera su: investiranje, finansiranje i odluke o upravljanju imovinom.

Odluka o investiranju je najvažnija odluka i započinje određivanjem ukupnog iznosa imovine koji je potreban za poslovanje preduzeća. Pošto se donese odluka o strukturi finansiranja onda se pronalazi način kako pribaviti neophodna finansijska sredstva. Treća važna odluka je vezana za upravljanje imovinom. To praktično znači, jednom kada je imovina stečena i kad je osigurano odgovarajuće finansiranje, tom imovinom se mora efikasno upravljati. Može se zaključiti da osnovne odluke o finansijama obuhvataju sve odluke koje imaju finansijske implikacije na poslovanje preduzeća. U skladu sa tim, važno je obezbediti efikasnost svih poslovnih funkcija u preduzeću.

Analogno, prethodno iznetom, važno je uočiti da poslovne finansije preduzeća uvažavaju tri osnovna prinicpa: investiconi, finansiranja i dividendni. U skladu sa tim, investicioni princip znači da preduzeća treba da ulažu sredstva samo kada se očekuje da će prinos biti veći od minimalno prihvatljivog prinosa (koliko prinosa bi ulagači tog novca imali da su uložili u neke druge slične investicije ili bezrizično ulaganje). Princip finansiranja, kaže da odnos (miks) duga i akcijskog kapitala izabran za finansiranje investicija treba da maksimizira vrednost tih investicija. Dividendni princip ukazuje da preduzeća ne mogu pronaći investicije koje generišu minimalni zahtevani prinos ili minimalnu zahtevanu stopu prinosa. Ukoliko taj problem potraje, preduzeća mogu celokupan iznos ostvarenog profi ta da isplate vlasnicima.

Univerzitet Singidunum