



Univerzitet
Singidunum

Dr Goranka Knežević

**EKONOMSKO-FINANSIJSKA
ANALIZA**

(TEORIJA I ANALIZA BILANSA)

INTERNI MATERIJAL

**BEOGRAD
Oktobar 2007.g.**

SADRŽAJ:

UVOD.....	3
PRVI DEO	4
UVODNA RAZMATRANJA O ANALIZI FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA.....	4
1. POJAM, PREDMET I CILJEVI ANALIZE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA	5
2. FINANSIJSKI IZVEŠTAJI KAO PREDMET ANALIZE	9
2.1. AKTIVNOSTI KOJE KREIRAJU VREDNOST.....	9
2.2. BILANS STANJA KAO PREDMET ANALIZE.....	12
2.3. BILANS USPEHA KAO PREDMET ANALIZE.....	17
2.4. IZVEŠTAJ O TOKOVIMA GOTOVINE KAO PREDMET ANALIZE	23
2.5. IZVEŠTAJ O PROMENAMA NA KAPITALU.....	25
2.6. NAPOMENE KAO PREDMET ANALIZE	26
3. KORIŠĆENJE OSTALIH IZVORA INFORMACIJA ZA POTREBE ANALIZE I INFORMACIONA ASIMetriJA.....	28
DRUGI DEO	31
MATERIJALNA ISPRAVNOST FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA	31
1. MATERIJALNE PRETPOSTAVKE FINANSIJSKE ANALIZE.....	32
1.1. PROFESIONALNA RAČUNOVODSTVENA REGULATIVA KAO PRETPOSTAVKA MATERIJALNO ISPRAVNE SADRŽINE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA.....	32
1.2. RAČUNOVODSTVENI PRINCIPI U FUNKCIJI MATERIJALNE ISPRAVNOSTI FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA.....	38
1.3. RAČUNOVODSTVENE POLITIKE KAO ISHODIŠTE PRIMENE MRS/MSFI U FUNKCIJI MATERIJALNE ISPRAVNOSTI FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA	47
2. ANALIZA RAČUNOVODSTVENIH POLITIKA PRIZNAVANJA I VREDNOVANJA SREDSTAVA	49
2.1. POLITIKE PRIZNAVANJA I VREDNOVANJA TEKUĆIH (OBRJNIH) SREDSTAVA.....	49
2.2. RAČUNOVODSTVENE POLITIKE PRIZNAVANJA I VREDNOVANJA STALNIH SREDSTAVA.....	61
3. ANALIZA RAČUNOVODSTVENIH POLITIKA PRIZNAVANJA I VREDNOVANJA OBAVEZA, REZERVISANJA I SOPSTVENOG KAPITALA KOMPANIJE.....	70
TREĆI DEO	75
INSTRUMENTI ANALIZE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA.....	75
1. VRSTE INSTRUMENTATA KOJI SE KORISTE U ANALIZI FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA	76
1.1. HORIZONTALNA ANALIZA	76
1.2. VERTIKALNA ANALIZA	77
1.3. ANALIZA POMOĆU FINANSIJSKIH POKAZATELJA- RATIO ANALYSIS	79
1.4. CASH FLOW ANALIZA.....	90
1.5. ANALIZA NETO OBRJNOG FONDA	107
1.6. ANALIZA LEVERAGE-A.....	109
2. PREDVIĐANJE BUDUĆEG NETO DOBITKA I/ILI NOVČANIH TOKOVA U FUNKCIJI UTVRĐIVANJA SUŠTINSKE VREDNOSTI PREDUZEĆA	115
3. UPRAVLJANJE RASTOM NA OSNOVU REZULTATA ANALIZE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA.....	117
LITERATURA:.....	123

UVOD

Interni materijal pod naslovom "Analiza finansijskih izveštaja" je prevashodno namenjen studentima Fakulteta za finansijski menadžment i osiguranje, Univerziteta "Singidunum" u Beogradu za izučavanje istoimenog predmeta, ali ga mogu koristiti i ostali zainteresovani za ovu problematiku. Time je opredeljen sadržaj ovog internog materijala, kao i način izlaganja gradiva. Osnovna orijentacija u izlaganju je razmatranje pitanja vrste analize, materijalnih pretpostavki i instrumenata analize.

U tom smislu materija koja je obuhvaćena u u ovom materijalu podeljena je u tri dela:

Prva glava - Uvodna razmatranja o analizi finansijskih izveštaja,

Druga glava - Materijalna ispravnost finansijskih izveštaja i

Treća glava - Instrumenti analize finansijskih izveštaja.

U prvoj glavi obrađena su pitanja pojma, vrste i ciljeva analize finansijskih izveštaja.

U drugoj glavi izvršena je minuciozna razrada profesionalne računovodstvene regulative koja predstavlja osnovu za pripremanje finansijskih izveštaja i na taj način utiče na materijalnu ispravnost finansijskih izveštaja.

S obzirom da profesionalna računovodstvena regulativa, gde pre svega, mislimo na Međunarodne standarde finansijskog izveštavanja / Međunarodne računovodstvene standarde (MSFI/MRS), dozvoljava primenu različitih računovodstvenih politika za priznavanje i vrednovanje određenih bilansnih pozicija, uticaj računovodstvenih politika na materijalnu ispravnost finansijskih izveštaja deo je posebnih razmatranja u okviru ove glave.

U trećoj glavi, koja je po obimu najveća, razmatraju se instrumenti analize finansijskih izveštaja i upotreba rezultata analize u svrhe procene mogućnosti rasta preduzeća i procene budućih novčanih tokova i neto dobitka u funkciji utvrđivanja vrednosti kompanije u celini.

dr Goranka Knežević

U Beogradu,

Oktoibar 2007.godine

PRVI DEO

UVODNA RAZMATRANJA O ANALIZI FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

1. POJAM, PREDMET I CILJEVI ANALIZE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

Za uspešno poslovanje preduzeća i uspešno obavljanje revizije neophodno je poznavati osnovne postavke analize finansijskih izveštaja. Suština definisanja pojma analize finansijskih izveštaja nalazi se u shvatanju da analiza treba da **podvrgne posmatranju, ispitivanju, oceni i formulisanju dijagnoze onih procesa koji su se desili u kompaniji i koji se kao takvi nalaze sažeti i opredmećeni u okviru finansijskih izveštaja**. Finansijska analiza predstavlja iscrpno "istraživanje, kvantificiranje, deskripciju i ocenu finansijskog statusa i uspešnosti poslovanja preduzeća."¹

Iz prethodne definicije proizlazi da su predmet analize finansijski izveštaji, konkretno, **godišnji izveštaj kompanije**, koji sadrži bilans stanja, bilans uspeha, izveštaj o tokovima gotovine, izveštaj o promenama na kapitalu, napomene i izveštaj revizora. Uz pomenute, obavezne elemente godišnjeg izveštaja, predmet analize su i svi drugi segmenti godišnjeg izveštaja, koji nisu obavezni, kao što su pismo menadžmenta upućeno akcionarima kompanije (Letter to shareholder) i dodatne diskusije i analize menadžmenta (Management Discussion and Analysis). Pošto dobro organizovano računovodstvo obezbeđuje sistematsku i hronološku evidenciju poslovnih transakcija i drugih događaja, to ono obezbeđuje i zaokruženu sliku efekata poslovnih transakcija u obliku godišnjeg izveštaja. Godišnji izveštaj je stoga postao zakonom i regulativom propisana obaveza za kompanije, a samim tim i predmet ekonomsko- finansijske analize.

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

S obzirom da su korisnici finansijske analize **stejkholderi**², tako se i **posebni ciljevi analize** finansijskih izveštaja odnose na zadovoljavanje informacionih potreba stejkholdera. Kada govorimo o stejkholderima, najznačajniji su investitori u akcije (equity

¹ Stojiljković, dr Milorad, Krstić, dr Jovan. **Finansijska analiza**, Ekonomski fakultet, Niš, 2000.g., str. 12.

² Termin **stejkholderi** (stakeholders) predstavlja svaku organizaciju ili pojedinca koja ima interes u poslovanju kompanije čiji su finansijski izveštaji predmet analize. U računovodstvenim standardima **stejkholderi** se nazivaju korisnicima finansijskih izveštaja i dele se u dve grupe – interni (menadžeri, zaposleni) i eksterni (investitori u akcije i obaveznice, veliki kreditori, državni organi, poslovni partneri, sindikati i druge organizacije).

investors) i kreditori (bond investors, banks), odnosno oni korisnici koji obezbeđuju kapital kompaniji i kao takvi omogućavaju da kompanija bude poslovno sposobna.

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

Posebni ciljevi analize finansijskih izveštaja mogu se posmatrati i na drugačiji način, respektovanjem Međunarodnih računovodstvenih standarda / Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja (MRS/MSFI).

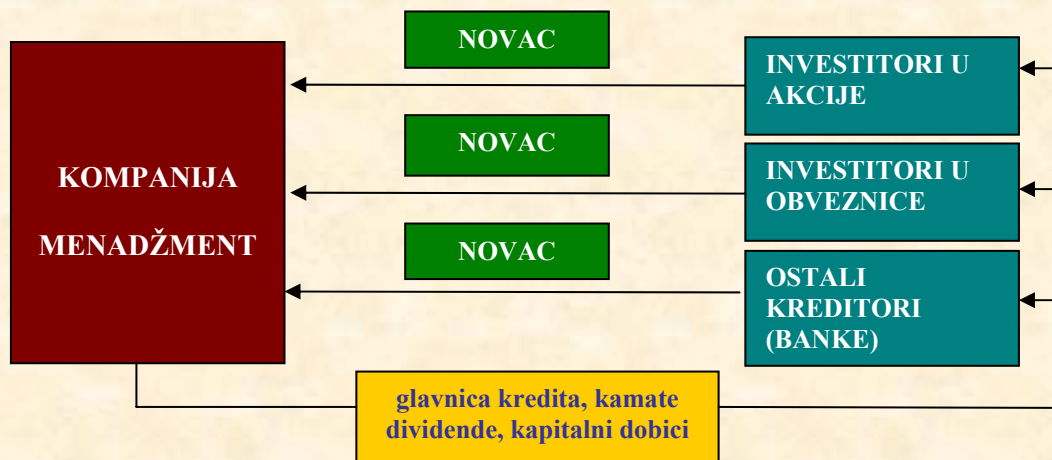
Prema **Okviru** Međunarodnih računovodstvenih standarda/Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja, osnovni cilj računovodstva je da **pruži informacije o sposobnosti preduzeća da stvara novac i ekvivalente novca,³ kao i informacije o proceni dinamike i izvesnosti stvaranja novca.**

Ovu sposobnost stvaranja novca kao računovodstveni cilj, ne treba bukvalno shvatiti kao usmerenost aktivnosti preduzeća na ostvarivanje što većeg stanja novca na tekućem računu. Ona se definiše kao **sposobnost korisnika (stejkholdera) da iz računovodstvenih informacija dođu do objektivnih podataka o tome da li će preduzeće isplatiti dividende (prinos za investitora), kamate (prinos za kreditore), tekuće obaveze prema dobavljačima za materijal, opremu, obaveze prema fiskalnim organima (porez), kao i da li na vreme proizvodi i isporučuje svoje proizvode kupcima.** Dakle, već kroz MRS/MSFI definiše se opšti cilj računovodstva iz kojeg proizlaze i posebni ciljevi finansijske analize za svakog pojedinačnog korisnika.

³ IASC, **Međunarodni računovodstveni standardi**, par.15., str. 7.

Prethodno pomenuto, prikazano je na sledećoj shemi.

Slika 1.



Na osnovu Slike 1 proizlazi da se eksterni i interni korisnici informacija nalaze u interakciji. Ovde je reč o dve vrste interakcija korisnika (stejkholdera):

- a) interakcija menadžmenta kompanija i vlasnika (akcionara), i
- b) interakcija menadžmenta kompanije i kreditora (banke i drugi kreditori).

a) Eksterni korisnici koji mogu izvršiti direktan uticaj na menadžment preduzeća su **akcionari koji poseduju obične, redovne akcije**. Redovne akcije poseduju pravo glasa putem kojeg se može ostvariti uticaj na kreiranje poslovne politike, ciljeve preduzeća, ali se ostvaruje i kontrola menadžmenta, jer njihov opstanak zavisi od ostvarenih poslovnih rezultata. Osnovni cilj akcionara je da usmere menadžment na generisanje pozitivnih rezultata poslovanja kako bi se isplatile dividende ili kroz povećanje cene akcija na finansijskom tržištu ostvarili kapitalni dobiti. S obzirom da pomenuti ciljevi akcionara zavise od zarađivačke sposobnosti preduzeća (neto dobitka), akcionari su zainteresovani da menadžment usmerava, rukovodi preduzeće u cilju ostvarivanja što većeg dobitka. Osnovni metod da se to postigne je da se menadžeri kroz **kompensacije i stimulatívno poslovno nagrađivanje vežu za postignute rezultate** (ostvoreni nivo dobitka). Exxon Mobil Co. je primer kompanije koja isplaćuje odgovarajući procenat svojim menadžerima ukoliko neto dobitak u tekućoj godini pređe 6% investiranog kapitala. Bonusi se isplaćuju u gotovini i u akcijama kompanije Exxon Mobil.⁴

⁴ Pratt, Jamie, *Financial Accounting in an Economic Context*, Wiley, 2003.g.op.cit, str. 181.

b) Mada kreditori, po prirodi, nemaju upravljačka prava, te tako ne mogu ostvariti uticaj na menadžment kompanije, uloga kreditora u poslovnom životu preduzeća nije limitirana, kao što bi se to na prvi pogled moglo tvrditi. Kreditori štite svoja ulaganja na način što u ugovorima o kreditu unose **restriktivne klauzule** kojima se zahteva od menadžmenta preduzeća da održava odgovarajuće finansijske indikatore u zadatim granicama (pokazatelj odnosa duga i sopstvenog kapitala, pokazatelji opšte, tekuće likvidnosti i dr.). Kreditori putem restriktivnih klauzula definišu granice raspodele ostvarenog dobitka na koji način se štite i od preterano visokog odliva dobitka kroz dividende akcionarima. Jedna od poznatih avio kompanija u svetu Delta Airlines ima u postojećim kreditnim aranžmanima i restriktivne klauzule koje se odnose na zabranu uzimanja opreme u lizing i zabranu dodatnog kreditnog zaduživanja kroz emisiju obveznica ili uzimanje bankarskih kredita.⁵

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

- pružanje osnove za kontrolu i stimulatívno poslovno nagrađivanje menadžmenta, i
- pružanje informacija za definisanje restriktivnih klauzula i informacija o njihovom sprovođenju.

Osim pomenutog, kao poseban cilj finansijske analize jeste i predikcija, odnosno predviđanje buduće vrednosti kompanije. Investitori i kreditori najčešće koriste informacije finansijske analize na ovaj način. Računovodstvene informacije se koriste u statističkim modelima na osnovu kojih se predviđa sposobnost preduzeća da kontinuirano posluje (free cash flow model) ili se predviđa njegov bankrot (Altmanov Z-score model). U cilju proučavanja posebnih ciljeva analize moramo se vratiti na pitanje razlike između vrednosti preduzeća koju procenjuju investitori i kreditori, odnosno tržište (prava, suštinska vrednost, intrinsic value) i vrednosti preduzeća po knjigama (knjigovodstvena vrednost, book value). Ove dve vrednosti se značajno razlikuju.⁶

Razlikovanje knjigovodstvene vrednosti preduzeća kao celine i suštinske vrednosti duguje se sledećim faktorima:

a) računovodstveni izveštaji ne sadrže informacije o poslovnim izgledima preduzeća u okruženju u kojem posluje,

⁵ Pratt, Jamie, *op.cit*, str. 181.

⁶ Velika farmaceutska kuća Merck ima knjigovodstvenu vrednost 13 milijardi US dolara, a tržišnu vrednost (suštinska vrednost) oko 200 milijardi US dolara.

b) računovodstveni standardi onemogućavaju priznavanje određenih događaja i transakcija koji imaju uticaja na buduću sposobnost preduzeća da generiše novčane tokove, i

c) kod procenjivanja bilansnih pozicija menadžeri su pristrasni.

S obzirom da se stvarna i knjigovodstvena vrednost preduzeća razlikuju, korisnici (investitori i kreditori) najviše pažnje usmeravaju na ***proučavanje kvaliteta računovodstvenih informacija i njihovo uobličavanje da bi se procenili budući novčani tokovi koje je to preduzeće sposobno da generiše***. Tako korisnici finansijskih izveštaja kroz analizu, daju novu dimenziju informacijama koje su u tim izveštajima sadržane.

2. FINANSIJSKI IZVEŠTAJI KAO PREDMET ANALIZE

Finansijski izveštaji su skup informacija o finansijskom položaju, uspešnosti, promenama na kapitalu i novčanim tokovima jedne kompanije i predstavljaju funkcionalnu i vremenski zaokruženu celinu poslovnih procesa koji su se dogodili u jednoj kompaniji i kao takvi, čine podlogu svake racionalne analize.

Naredna izlaganja obuhvataju aktivnosti koje kreiraju vrednosti i koje svoju materijalizaciju imaju u bilansu stanja, bilansu uspeha, izveštaju o tokovima gotovine i izveštaju o promenama na kapitalu, kao i napomenama koje čine integrativni deo godišnjeg izveštaja.

2.1. AKTIVNOSTI KOJE KREIRAJU VREDNOST

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 (kupaca obveznica, bondholder-a), a kroz kreditne aktivnosti stiče kapital od velikih kreditora, kao što su banke. ***U tom kontekstu, organizacije i pojedinci koji obezbeđuju kapital smatraju se ključnim stejkholderima jedne kompanije.*** Sve aktivnosti kompanije usmerene su na kreiranje vrednosti za vlasnike i poverioce, odnosno ključne stejkholdere. 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.

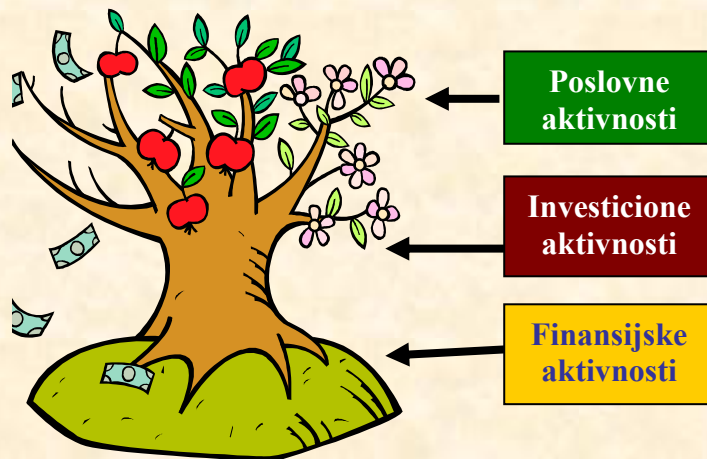
Pribavljen kapital iz ovih izvora ulaže se u nabavku stalnih i obrtnih sredstava kojima se kompanija osposobljava za obavljanje delatnosti (core business-a). Ove aktivnosti su sračunate na ulaganje novca koji je prethodno pribavljen u finansijskoj aktivnosti.

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).

Prethodno navedeno možemo prikazati sledećom slikom:

Slika 2.

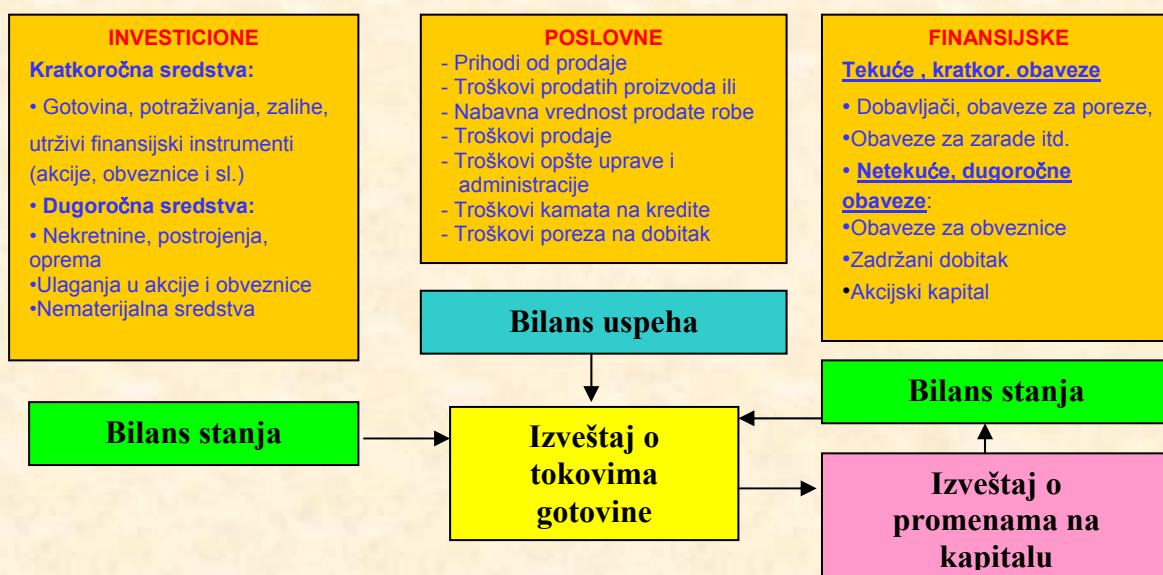


Sve pomenute aktivnosti predstavljaju poslovne događaje (transakcije) koje računovodstvo beleži i na kraju poslovne godine sažima u finansijskim izveštajima.

Dakle, sve aktivnosti jedne kompanije materijalizovane su u sledećim finansijskim izveštajima (videti Sliku 3.)

- bilans stanja,
- bilans uspeha,
- izveštaj o tokovima gotovine i
- izveštaj o promenama na kapitalu.

Slika 3.



Poslovne aktivnosti kompanije opredmećene su u bilansu uspeha. Investicione aktivnosti su materijalizovane 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. Svi finansijski izveštaji uzeti zajedno informišu investitore i kreditore kao ključne korisnike o uspešnosti poslovanja (bilans uspeha), finansijskom položaju (bilans stanja), novčanim tokovima (izveštaj o novčanim tokovima) i promeni na kapitalu (izveštaj o promenama na kapitalu).

Naravno, prikaz na Slici 3 ne treba shvatiti deterministički, jer se efekti određenih aktivnosti mogu videti i u drugim izveštajima. Na primer, efekti finansijskih aktivnosti mogu se videti i u bilansu uspeha (plaćanje kamate na uzete kredite, kamate na obveznice i slično), dok se efekti isplaćenih dividendi (finansijska aktivnost) mogu videti u izveštaju o novčanim tokovima. Efekti investicione aktivnosti (prodaja stalnih sredstava uz ostvarenje dobitaka ili gubitaka na prodaji, obezvređenje tih sredstava) mogu se videti i u bilansu uspeha.

U tom smislu, radi analize celine poslovanja neke kompanije kao predmet analize pojavljuju se svi finansijski izveštaji. Jedino je na taj način moguće sagledati celinu poslovanja neke firme. Izostavljanje bilo kojeg izveštaja iz analize dovelo bi analitičara do pogrešnih zaključaka i takva analiza ne bi prikazala potpunu sliku svih aktivnosti koje kreiraju vrednost.

2.2. BILANS STANJA KAO PREDMET ANALIZE

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 (investiciona aktivnost), dok struktura izvora finansiranja, pasiva, ukazuje na efekte finansijske aktivnosti, odnosno finansijsku strukturu (konstituciju) nekog preduzeća.

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

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

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

- sredstvo će biti razvrstano kao kratkoročno ako se očekuje da će se **potrošiti** u redovnom toku poslovnog ciklusa⁷ preduzeća ili u periodu do 12 meseci, odnosno biće razvrstano kao dugoročno, ako će se potrošiti tek protekom više poslovnih ciklusa, odnosno u periodu dužem od 12 meseci,
- sredstvo je kratkoročno ako se primarno drži za svrhu **prodaje** u roku do 12 meseci, ako se drži u cilju prodaje u periodu dužem od 12 meseci treba ga razvrstati kao dugoročno sredstvo i
- sredstvo je kratkoročno ako je u pitanju **novac ili novčani ekvivalenti** čija upotreba nije ograničena.

⁷ Poslovni ciklus preduzeća je vreme koje protekne između nabavke materijala, sredstava koja ulaze u proces proizvodnje i sticanja samog novca ili ekvivalenta novca koji se mogu konvertovati u novac.

Stalna ili dugoročna sredstva se mogu podeliti na :

- **materijalna** (nekretnine, postrojenja, oprema),
- **nematerijalna** (naučno i tehničko znanje, dizajn, implementacija novih procesa ili sistema, licence, intelektualna imovina, tržišno znanje i trgovačke marke) i
- **dugoročni finansijski plasmani** (zajmovi dati drugim preduzećima, ulaganja zadržana do dospeća - obveznice drugih preduzeća i učešća u kapitalu).

Kratkoročna ili obrtna sredstva se mogu razvrstati na:

- **zalihe** (materijala, gotovih proizvoda, nedovršene proizvodnje, robe...),
- **kupci i druga potraživanja,**
- **dati avansi,**
- **ostala kratkoročna potraživanja,**
- **novac i novčani ekvivalenti** (gotovina u blagajni, depoziti po viđenju, gotovinski ekvivalenti-akcije, obveznice, komercijalni i blagajnički zapisi i sl.)

Izvori sredstava preduzeća ili pasiva pokazuje poreklo imovine, odakle imovina u aktivni 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).

Sopstveni kapital se obračunski utvrđuje kao razlika između vrednosti ukupne aktive i ukupnih obaveza tj. **Sopstveni kapital = Aktiva - Obaveze**. Sopstveni kapital je po svim karakteristikama specifična računovodstvena kategorija. On nema dospeće i predstavlja garantnu supstancu za poverioce, isplate vlasnicima zavise od visine dobitka i daje pravo na upravljanje preduzećem.

Pozajmljeni kapital preduzeća čine obaveze preduzeća prema trećim licima. **Obaveze** se mogu definisati kao sadašnje obaveze koje su proizašle iz prošlih ekonomskih događaja preduzeća i čije podmirenje (likvidacija) podrazumeva odliv resursa preduzeća (najčešće odliv novca ili nekog drugog sredstva za podmirenje obaveze). Obaveze preduzeća su sve obaveze dužnika koje **postoje u sadašnjem vremenskom periodu**, tj. na dan sastavljanja bilansa stanja. Obaveza nastaje kao **rezultat neke prošle transakcije**, odnosno ona je posledica nekog pravnog ugovornog odnosa ili zakonskog zahteva. Tipičan slučaj je postojanje obaveza iz poslovanja vezanih za nabavku opreme, materijala. U ovom slučaju preduzeće je primilo opremu, robu ili materijal na tzv. robni kredit, ali plaćanje istog još uvek nije izvršeno. Robni krediti su po pravilu beskamatni. Vraćanje robnog kredita izvršava se isplatom novca u nominalnom iznosu nastale

obaveze i u ugovorenom roku. Nastajanje obaveze može biti praćeno i uplatom novca na tekući račun kao deo realizacije kratkoročnog bankarskog kredita. U ovom slučaju, preduzeće je primilo novac kao zajam i ima obavezu da taj kredit vrati u unapred utvrđenom vremenskom periodu uz pripadajuću kamatu (finansijski ili bankarski kredit). Iz navedenih primera neosporno proizlazi da je obaveza rezultat prethodne transakcije i da je za likvidaciju obaveze **nužan odliv resursa preduzeća** (plaćanje novcem, prenosom drugih sredstava, pružanjem usluga, konverzijom obaveze u sopstveni kapital i dr.).

Obaveze se mogu klasifikovati kao:

- **dugoročne i**
- **kratkoročne.**

Neka obaveza se može razvrstati kao kratkoročna, ako su zadovoljene sledeće karakteristike:

- obaveza će se podmiriti u redovnom toku poslovnog ciklusa i
- obaveza će se podmiriti u periodu do 12 meseci od datuma bilansa stanja.

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

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

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

Nakon ovako minuciozne razrade sadržine bilansa stanja možemo ovaj finansijski izveštaj prikazati pomoću modifikovane osnovne računovodstvene jednačine:

$$\begin{aligned} \text{Aktiva} &= \text{Obaveze} + \text{Kapital} \\ \text{Stalna} + \text{Obrtna sredstva} &= \text{Obaveze} + \text{Kapital} \end{aligned}$$

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

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

- a) **kriterijum rastuće likvidnosti u aktivi i opadajuće dospelosti u pasivi, i**
- b) **kriterijum opadajuće likvidnosti u aktivi i rastuće dospelosti u pasivi.**

a) **Kriterijum rastuće likvidnosti u aktivi i opadajuće dospelosti u pasivi.** Raspored pozicija bilansa stanja po kriterijumu rastuće likvidnosti u aktivi i opadajuće dospelosti u pasivi dat je u Tabeli 1.

Tabela 1. Bilans stanja prezentovan po kriterijumu rastuće likvidnosti i opadajuće dospelosti

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

Ovakvu formu bilansa stanja primenjuju preduzeća zemalja koje pripadaju **kontinentalno-evropskoj računovodstvenoj tradiciji** (Nemačka, Francuska, Italija i dr.) gde je naglasak stavljen na solventnost i dugoročnu finansijsku strukturu. Kriterijum rastuće likvidnosti znači takvo strukturisanje aktive po kojem likvidnost imovinskih pozicija (sposobnost pretvaranja u gotovinu) se kreće od najnelikvidnije prema sve likvidnijim pozicijama aktive. Shodno ovom kriterijumu, u aktivi se prvo prikazuju informacije o nekretninama, postrojenjima, opremi i drugim dugoročnim sredstvima, koja se najteže pretvaraju u gotovinu. Ova sredstva su angažovana sa ciljem da doprinose poslovnoj aktivnosti preduzeća u većem broju proizvodnih ciklusa. Na drugom mestu se nalazi nešto likvidnija pozicija aktive - zalihe. Zalihe se lakše i brže konvertuju u gotovinu u odnosu na dugoročna sredstva. Potraživanja pokazuju viši stepen sposobnosti pretvaranja u gotovinu zato su i prikazana na pretposlednjem mestu u tabeli 1. Naravno, najlikvidnija pozicija aktive je novac i novčani ekvivalenti koji zauzimaju poslednje mesto u tabeli, shodno principu rastuće likvidnosti.

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

b) Raspored pozicija bilansa stanja po kriterijumu opadajuće likvidnosti u aktivi i rastuće dospelosti u pasivi dat je u Tabeli 2:

Tabela 2. Bilans stanja strukturisan po principu opadajuće likvidnosti i rastuće dospelosti

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

Prema ovom kriterijumu u aktivi se nalazi najlikvidnija imovina kao što je novac i novčani ekvivalenti na prvom mestu, zatim slede potraživanja, zalihe i na poslednjem mestu su prikazana dugoročna sredstva (dugoročni plasmani, nematerijalna ulaganja i nekretnine, postrojenja i oprema) koja su najnelikvidniji oblik aktive. Dakle, aktiva prati redosled opadajuće likvidnost.

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

Razlike u formi prikazivanja bilansa stanja potiču od važnosti ciljeva kojima računovodstvo služi.

U kontinentalnoj Evropi, osnovni cilj računovodstva je sigurnost kreditora. Da bi se taj cilj ostvario bilans stanja sledi princip rastuće likvidnosti i opadajuće dospelosti kojim se naglasak stavlja na stalnu imovinu u aktivi, a na sopstveni kapital kao garantnu supstancu, u pasivi.

U anglosaksonskoj tradiciji, koja je još od perioda Velike depresije iz 1929.g. opterećena problemom likvidnosti, bilans stanja prati kriterijum likvidnosti, pa je na prvom mestu u aktivi prikazana gotovina. U pasivi, na prvom mestu, nalaze se one pozicije pasive čija je dospelost najkraća (tekuće obaveze i dobavljači), a zatim po kriterijumu rastućeg roka dospeća slede druge obaveze i na kraju sopstveni kapital.

2.3. BILANS USPEHA KAO PREDMET ANALIZE

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

Bilans uspeha je računovodstveni izveštaj u kojem su iskazani ostvareni prihodi i rashodi preduzeća u određenom obračunskom periodu. Za razliku od bilansa stanja koji pokazuje finansijsku poziciju na tačno određeni dan, bilans uspeha je **periodičan izveštaj**. Naime, jedini smisao ovog izveštaja je u činjenici da se prihodi i rashodi prikazuju za određeni period, tako da se i njihova razlika (dobitak ili gubitak) odnosi na taj period. Nema smisla za potrebe efikasnog upravljanja iskazati samo totalni rezultat (na kraju životnog veka preduzeća), jer je ovakva informacija nekvalitetna osnova za donošenje poslovnih odluka. U tom smislu, kada govorimo o sastavljanju bilansa uspeha, zapravo mislimo o finansijskom izveštaju za određen vremenski period (jedan mesec, kvartal, polugodište ili godina).

Ovaj računovodstveni izveštaj je imao primat u odnosu na bilans stanja, jer se dugo vremena smatralo da je uspešnost poslovanja iskazana kroz rezultat (dobitak ili gubitak), jedna od najznačajnijih informacija za potrebe poslovnog odlučivanja. Informacije o uspešnosti preduzeća su neophodne da se proceni buduća sposobnost preduzeća da stvara novčane tokove i odbacuje prinose za različite korisnike (dividende za investitore i kamate za kreditore i sl.). **Dobitak** se ovde javlja kao **osnovno merilo uspešnosti** preduzeća kao celine, a dobitak obračunat u bilansu uspeha je često i komponenta nekih bitnih finansijskih pokazatelja (dobitak po akciji, stope prinosa i sl.).

Elementi koji određuju visinu dobitka su prihodi i rashodi.

Prihodi, u skladu sa MRS, definišu se kao "povećanja ekonomskih koristi tokom obračunskog perioda u obliku priliva ili povećanja sredstava, odnosno smanjenja obaveza što dovodi do povećanja sopstvenog kapitala"⁸. Za potrebe detaljnijeg informisanja korisnika o potencijalu preduzeća da stvara buduće novčane tokove što je i konačni cilj finansijskih izveštaja, prihode treba odvojiti od dobitaka. Prihodi predstavljaju povećanje sredstava (smanjenje obaveza) koje proističu iz redovnog poslovanja preduzeća (poslovni i finansijski prihodi), a **dobici** predstavljaju stavke koje zadovoljavaju kriterijume prihoda, ali proističu iz rizičnih i nepredvidivih aktivnosti preduzeća (dobici na prodaji nekretnina, postrojenja i opreme, dobitak na prodaji dugoročnih hartija od vrednosti i sl.). Dobici su po kvalitetu nižeg ranga od poslovnih prihoda, zato što su posledica nastanka događaja koji nisu kontinuirani, odnosno koji su sa aspekta preduzeća neponovljivi (prodaja dugoročnih sredstava nije kontinuirana i stabilna aktivnost preduzeća, već je posledica menadžerske odluke da ovom prodajom ostvari novčana sredstva za pokriće potreba održanja tekuće likvidnosti). Dobici se uključuju u kategoriju ostalih prihoda preduzeća.

Rashodi, kao negativna komponenta ukupne uspešnosti preduzeća se u MRS tretiraju kao "gubici i troškovi koji proističu iz uobičajenih aktivnosti (poslovni, finansijski rashodi)"⁹. Nastanak rashoda povezan je sa povećanjem obaveza ili sa smanjenjem sredstava (nekretnine, zalihe, gotovina i sl.), odnosno rashodi su povezani sa trajnim odlivom vrednosti iz preduzeća. Pored poslovnih i finansijskih rashoda, preduzeća ostvaruju i gubitke. **Gubici** predstavljaju stavke koje zadovoljavaju definiciju rashoda, ali proističu iz nepredvidivih i neočekivanih, nepovoljnih događaja (prodaja dugoročnih sredstava po vrednosti nižoj od knjigovodstvene i dr.). U bilansu uspeha potrebno je odvojeno iskazati rashode i gubitke jer oni na različite načine doprinose procenama buduće sposobnosti preduzeća da ostvaruje novčane tokove. Redovni rashodi se u procenama i očekivanjima investitora tretiraju kao značajnije komponente od ostalih gubitaka, koji su direktno zavisni od menadžerske odluke da određeno sredstvo proda po nižoj prodajnoj ceni u odnosu na knjigovodstvenu vrednost tog sredstva. Gubici na prodaji imovinskih delova (dugoročnih sredstava, finansijskih instrumenata i zaliha) čine kategoriju ostalih rashoda preduzeća.

Redovni prihodi i rashodi su povezani sa obavljanjem osnovne delatnosti ili se javljaju kao posledica obavljanja osnovne delatnosti preduzeća. Redovni prihodi i rashodi se dele na

⁸ IASC, MRS - Okvir za pripremanje i prikazivanje finansijskih izveštaja, par. 70 a, str. 19.

⁹ IASC, MRS - Okvir za pripremanje i prikazivanje finansijskih izveštaja, par. 78., str. 21.

određene podkategorije koje čine: a) poslovni prihodi i rashodi, b) finansijski prihodi i rashodi, c) prihodi po osnovu usklađivanja vrednosti imovine i rashodi po osnovu obezvređivanja vrednosti imovine i d) ostali prihodi i rashodi.

Poslovne prihode i rashode, koji su najbrojniji, karakteriše čvrsta **korelativna veza**. Naime, poslovne rashode treba priznati tek onda kada su oni direktna posledica ostvarenih poslovnih prihoda. Tako je poslovni rashod - troškovi prodatih gotovih proizvoda, direktna posledica ostvarivanja prihoda od prodaje gotovih proizvoda, koji čine kategoriju poslovnih prihoda. Na ovaj način gledano, poslovni prihodi i rashodi proizlaze iz zajedničkih poslovnih događaja (npr. prodaja gotovih proizvoda). Za razliku od njih, između **ostalnih prihoda i rashoda, kao i između finansijskih prihoda i rashoda i prihoda/ rashoda po osnovu umanjenja ili uvećanja vrednosti imovine**, ne postoji ovakva vrsta veze, već su oni posledica sporadičnih, **međusobno nezavisnih** poslovnih događaja. Ove vrste prihoda i rashoda su posledica obavljanja osnovne delatnosti, međusobno su nezavisni u nastajanju i redovnost njihovog pojavljivanja nije učestala, kada se posmatraju u odnosu na poslovne prihode i rashode.

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

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

$$\begin{aligned} & \text{Prihodi} - \text{Rashodi} = \text{Rezultat,} \\ & \text{dobitak, } Pr > R \text{ ili} \\ & \text{gubitak } R > Pr . \end{aligned}$$

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

- a) metoda troškova prodatih učinaka i
- b) metoda ukupnih troškova.

a) **Metoda troškova prodatih učinaka** je prethodila metodi ukupnih troškova. Prof. Schmalenbach, jedan od rodonačelnika nemačke škole računovodstva, u svojim prvim radovima favorizuje metodu troškova prodatih učinaka.¹⁰ Suština je da se kod obračuna rezultata u proizvodnim preduzećima, **prihodima od prodaje gotovih proizvoda** suprostave rashodi izraženi u formi **troškova prodatih gotovih proizvoda**. U trgovinskim preduzećima obračun rezultata podrazumeva da se prihodi od prodaje robe suče sa rashodima izraženim kao nabavna vrednost prodate robe. Razlika ove dve veličine naziva se **bruto dobitak**. Posle bruto dobitka u bilansu uspeha iskazuju se ostali rashodi, kao što su: troškovi prodaje, troškovi opšteg upravljanja i administracije i ostali rashodi. Da bi se ova metoda efikasno primenila u proizvodnom preduzeću, ona pretpostavlja dobro razvijeno analitičko knjigovodstvo troškova, koje omogućava efikasnu alokaciju troškova na mesta i nosioce troškova (podela rashoda prema funkcionalnim područjima) i obračun cene koštanja. U trgovinskim preduzećima, primena metode pretpostavlja razvijenu evidenciju zaliha robe i njihovih cena, kao i efikasan obračun nabavne vrednosti prodate robe primenom metoda specifične identifikacije (specific identification) ili primenom pretpostavki o toku kretanja robe sa zaliha (LIFO; FIFO i metoda prosečnih cena). Metoda troškova prodatih učinaka primenjuje se u poslovnoj praksi većine globalnih preduzeća čije se akcije kotiraju na najrazvijenijem tržištu kapitala (NYSE, NASDAQ i druge).

¹⁰ *Kontni okvir koji favorizuje obračun rezultata metodom troškova prodatih učinaka objavljen je u Nemačkoj 1927.g.*

Prezentovana metoda ilustrovana je Tabelom 3:

Tabela 3. **Bilans uspeha po metodi troškova prodatih učinaka kod proizvodnog preduzeća**

PRIHODI OD PRODAJE GOTOVIH PROIZVODA

-Troškovi prodatih gotovih proizvoda
Bruto dobitak (gubitak)
+ Ostali poslovni prihodi
-Troškovi prodaje
-Troškovi opšteg upravljanja i administracije
Dobitak (gubitak) iz poslovnih aktivnosti
+ Finansijski prihodi
-Finansijski rashodi
+ Ostali prihodi (dobici)
- Ostali rashodi (gubici)
Neto dobitak (gubitak)

Za format bilansa uspeha prikazan u Tabeli 3. možemo istaknuti sledeće:

- bilans uspeha u gornjem delu prikazuje **bilans prodaje**, koji nastaje razlikom međusobno uslovljenih prihoda i rashoda na prodaji gotovih proizvoda; ova razlika se naziva bruto dobitak ili marža dobitka (profit margin),
- ostali poslovni rashodi (troškovi prodaje, upravljanja i administracije) prikazani su kao zasebne komponente nakon utvrđivanja bruto dobitka,
- ostali prihodi i rashodi, finansijski prihodi i rashodi iskazani su naknadno, a razlog njihovog razdvajanja nalazi se u tome što su oni nastali kao rezultat određenih aktivnosti preduzeća koje ne doprinose ukupnom rezultatu na isti način kao poslovni prihodi i rashodi,
- format prikazivanja bilansa uspeha primenjen u tabeli 3 naziva se **vertikalni format**¹¹ i često se upotrebljava u poslovnoj praksi i
- kod trgovinskih preduzeća, bilans uspeha je sličnog formata, samo se prihodima od prodaje robe sučeljava nabavna vrednost prodane robe; razlika ove dve veličine je bruto dobitak (bruto marža) i u praksi se ovaj segment bilansa uspeha naziva **trgovački bilans**.

b) Aleternativu metodi troškova prodatih učinaka čini **metoda ukupnih troškova**. Metoda ukupnih troškova u prvi plan ističe podelu rashoda prema njihovim prirodnim vrstama. Rashodi se u bilansu uspeha agregiraju prema njihovoj prirodi na: amortizaciju, troškove materijala, troškove zarada, troškove proizvodnih i neproizvodnih usluga i dr. Ovako utvrđeni i raščlanjeni rashodi suprotstavljaju se prihodima od prodaje gotovih

¹¹ Pored vertikalnog u praksi se retko može pronaći i horizontalni format (format slova T) kod kojeg su rashodi prikazani na levoj strani, a prihodi na desnoj strani.

proizvoda. Za ovu metodu je karakteristično da postoje dva odvojena računovodstvena sistema: finansijsko računovodstvo (u kojem se beleži vrednost početnih zaliha gotovih proizvoda, troškovi po prirodnim vrstama i korekcija vrednosti zaliha) i računovodstvo troškova (preuzimanje i raspored troškova prema mestima i nosiocima troškova, obračun vrednosti završene proizvodnje, obračun cene koštanja gotovih proizvoda i sastavljanje izveštaja o stanju krajnjih zaliha učinaka). Obračun rezultata po metodi ukupnih troškova zasniva se na ukupnim troškovima po prirodnim vrstama i prihodima od prodaje korigovanim za promene vrednosti zaliha učinaka. Promena vrednosti zaliha učinaka iskazuje se kao **povećanje zaliha** (proizvodnja veća od prodaje) i **smanjenje zaliha** (proizvodnja niža od prodaje). Ovako utvrđenim zalihama koriguju se prihodi od prodaje gotovih proizvoda kako bi se utvrdila vrednost prihoda ostvarenih u tekućem obračunskom periodu, koji se suprostavljaju rashodima tog obračunskog perioda.

Tabela 4. prikazuje tipičnu formu bilansa uspeha po metodi ukupnih troškova u proizvodnom preduzeću.

Tabela 4. **Bilans uspeha po metodi ukupnih troškova u proizvodnom preduzeću**

PRIHODI OD PRODAJE GOTOVIH PROIZVODA
+ Povećanje vrednosti zaliha učinaka
- smanjenje vrednosti zaliha učinaka
+ Ostali poslovni prihodi
-Amortizacija
-Troškovi materijala
-Troškovi usluga
- Troškovi zarada
- Ostali poslovni rashodi
Dobitak (gubitak) iz poslovnih aktivnosti
+ Finansijski prihodi
- Finansijski rashodi
+ Ostali prihodi
- Ostali rashodi
Neto dobitak (gubitak)

Za format bilansa uspeha prikazan u Tabeli 4. možemo istaći sledeće:

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

Menadžment preduzeća ima slobodu izbora metode za obračun periodičnog rezultata, a učinjeni izbor zavisi od mnoštva različitih faktora, među kojima su najvažnije informacione

potrebe koje metode mogu zadovoljiti i mogućnosti koje preduzeće ima kod implementacije metode troškova prodatih učinaka i metode ukupnih troškova (ovo se posebno odnosi na implementaciju računovodstva troškova koji se u uslovima složenih poslovnih aktivnosti proceduralno i metodološki usložnjava). Odabir metoda zavisi od veličine preduzeća, tako da manja preduzeća primenjuju metodu ukupnih troškova, dok velika preduzeća iskazuju rezultat po metodi troškova prodatih učinaka. Pored pomenutog, izbor metoda obračuna rezultata je uslovljen i informacionim potrebama korisnika. Naime, smatra se da je korisnicima važnija informacija o troškovima po funkcionalnim područjima, što zahteva metoda troškova prodatih učinaka, nego informacija o ukupnim troškovima po vrstama.

Međunarodni računovodstveni standardi/Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja u okviru MRS 1 prikazuju formate bilansa uspeha prema metodi ukupnih troškova i metodi troškova prodatih učinaka. Standardi su zauzeli neutralni stav oko izbora metoda, ne protežirajući niti jednu od njih, već izbor prepuštaju menadžmentu preduzeća, ali uz uslov da odabrana metoda omogući "fer i isitinito prikazivanje elemenata uspešnosti preduzeća."¹²

2.4. IZVEŠTAJ O TOKOVIMA GOTOVINE KAO PREDMET ANALIZE

Izveštaj o novčanim tokovima je *izvedeni finansijski izveštaj*, pošto nastaje rearanžiranjem pozicija bilansa stanja i bilansa uspeha. Izveštaj o novčanim tokovima se, pored bilansa uspeha i stanja, smatra jednim od važnijih izveštaja koji je svoju punu afirmaciju stekao početkom 90-tih godina 20. veka kada je veliki broj uspešnih preduzeća (preduzeća koja su iskazala dobitak u bilansu uspeha) imala velikih problema sa solventnošću jer su ostvarivali veće odlive od priliva novca.

Novčani tokovi se smatraju *krvotokom jednog preduzeća*. Kompanija kojoj nedostaje novac je ona koja na kratak rok neće moći odgovoriti svojim dospelim tekućim obavezama, a na dugi rok ovakvo stanje može dovesti do nesolventnosti i konačno do stečaja takvog preduzeća. Ovakva situacija u praksi nastala je zbog različitih pretpostavki od kojih se polazi pri priznavanju prihoda i rashoda u odnosu na prilive i odlive novca.

Obračun neto dobitka se zasniva na tokovima rentabilnosti (prihodima i rashodima), dok je utvrđivanje neto novčanog toka zasnovano na konceptu novčanih

¹² IASC, MRS 1 Prikazivanje finansijskih izveštaja, par.84., str. 87.

tokova (razlici primanja i izdavanja novca). Metodološki postupci izrade izveštaja o novčanim tokovima biće predmet razmatranja u poslednjem delu ovog udžbenika, tako da ćemo se sada zadržati samo na osnovnim definicijama i elementima novčanih tokova.

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

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

Poslovne aktivnosti su najvažnije za preduzeće. One su posledica delatnosti kojom se preduzeće bavi. Novčani tokovi ostvareni u ovoj aktivnosti pokazuju da se prilivi gotovine ostvaruju po osnovama naplaćenih prihoda, a odlivi gotovine po osnovu plaćanja poslovnih rashoda. Neto novčani tok iz poslovne aktivnosti je značajna informacija za korisnike, jer pokazuje sposobnost i umešnost da se ostvari pozitivan neto novčani tok iz delatnosti kojom se bavi.

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

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

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

- sposobnost preduzeća da generiše dovoljno novca kojim će finansirati svakodnevne poslovne aktivnosti,

-
- sposobnost preduzeća da plaća glavnicu i kamatu po osnovama uzetih kredita i dividende akcionarima i
 - sposobnost preduzeća da raste i razvija se kroz dodatna ulaganja u nekretnine, postrojenja i opremu ili da prodaje dugoročna sredstva kako bi generisalo gotovinu.

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

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

2.5. IZVEŠTAJ O PROMENAMA NA KAPITALU

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

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

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

Podaci o promenama sopstvenog kapitala (neto imovine) preduzeća na početku i na kraju obračunskog perioda treba da pokažu da li je došlo do povećanja ili smanjenja neto imovine u posmatranom periodu, što je jedna od značajnih informacija za vlasnike

kapitala. Ukupna promena u neto imovini diktirana je totalnim dobicima i gubicima proizvedenim preko aktivnosti preduzeća tokom perioda.

2.6. NAPOMENE KAO PREDMET ANALIZE

Napomene su prilozi koji idu uz postojeći set finansijskih izveštaja - bilans stanja, uspeha i novčanih tokova. Napomene, po svojoj suštini, nisu finansijski izveštaji, već njihov neophodan, prateći element. One sadrže detaljnije kvantitativne i kvalitativne informacije vezane za osnove na kojima su finansijski izveštaji sastavljeni, odnosno računovodstvene politike koje su primenjene za evidentiranje značajnih poslovnih događaja.

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

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

Napomenama uz finansijske izveštaje, koje sadrže skraćeni opis ili detaljnu analizu iznosa prikazanih u izveštajima, treba da se¹³:

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

Centralni deo napomena čine informacije o računovodstvenim politikama. **Računovodstvene politike** se definišu kao "specifična načela, konvencije, pravila i metode koje je menadžment usvojio prilikom sastavljanja i prikazivanja finansijskih izveštaja."¹⁴ Računovodstvene politike regulišu sledeće probleme računovodstva i izveštavanja: a) priznavanje, b) procenjivanja (vrednovanja) bilansnih pozicija i c) merenje bilansnih pozicija. Računovodstvena profesionalna regulativa najčešće objavljuje nekoliko alternativnih metoda vrednovanja za iste pozicije (na primer, FIFO; LIFO prosečna cena

¹³ IASC, MRS 1 Prikazivanje finansijskih izveštaja, par. 91,

¹⁴ IASC, IAS 2000, MRS 1 Prikazivanje finansijskih izveštaja, par. 21.

za vrednovanje troškova materijala ili izračunavanje nabavne vrednosti prodate robe; zatim vremenske i funkcionalna metoda amortizacije, primena sadašnjih vrednosti, tržišnih cena, istorijskog troška za vrednovanje aktive i pasive i slično) i dopušta **pravo izbora menadžmenta** da se opredeli za onu metodu koja je u skladu sa prioritetima i ciljevima finansijskog izveštavanja u konkretnom preduzeću i u skladu sa **istinitim i poštenim izveštavanjem** (true and fair view). Objavljivanjem računovodstvenih politika, preduzeće usmerava korisnika da jasnije sagleda određenu vrednost stavki u bilansu stanja i uspeha, odnosno omogućava bolju interpretaciju bilansa. U tom smislu, računovodstvene politike biće predmet razmatranja, uvek kada postoje mogućnosti izbora između većeg broja postupaka za vrednovanje stavki u bilansima.

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

Usložnjavanjem poslovnog okruženja i transakcija u poslednjim godinama 20.veka primećen je trend da količina informacija u napomenama daleko prevazilazi količinu informacija u osnovnim finansijskim izveštajima. Iz toga možemo zaključiti da složenije poslovne transakcije uzrokuju i složenije finansijske izveštaje, što kao posledicu ima i **usložnjavanje napomena**.

3. KORIŠĆENJE OSTALIH IZVORA INFORMACIJA ZA POTREBE ANALIZE I INFORMACIONA ASIMETRIJA

Tradicionalne računovodstvene informacije sadržane u osnovnim izveštajima nisu jedini informacioni izvor za finansijske analitičare. U praksi, finansijski izveštaji su samo jedan, početni izvor informacija, i često ove informacije konkurišu u analizi zajedno sa ostalim izvorima informacija. Tradicionalnim računovodstvenim informacijama zamera se da su istorijskog karaktera, da ne prikazuju sva sredstva neke kompanije (intelektualni kapital), da se sredstva vrednuju po istorijskim troškovima, a ne po fer vrednosti i slično. Ovakve zamerke upućene tradicionalnom računovodstvenom sistemu izveštavanja dale su analitičarima osnov za korišćenje nekih drugih izvora informacija – granske publikacije, analize državnih organa, analize u finansijskoj štampi, analize brokerskih kuća i slično. U kontekstu finansijskih tržišta, kupci akcija i obveznica i davaoci kredita zainteresovani su za sigurnost svojih ulaganja u konkretnu kompaniju, kao i za sposobnost preduzeća da redovno servisira svoje obaveze prema njima (isplata glavnice kredita i kamate, isplata dividendi, porast cena akcija). S obzirom da su kupci akcija i obveznica (investitori) izvan preduzeća, oni znaju manje o kupljenoj akciji i obveznici nekog preduzeća od samog emitenta te akcije ili obveznice.

OVA NEJEDNAKOST U KOLIČINI I KVALITETU INFORMACIJA KOJE POSEDUJU RAZLIČITI KORISNICI (INVESTITORI U AKCIJE I OBVEZNICE, DAVAOCI KREDITA VS. PREDUZEĆA EMITENTI) NAZIVA SE INFORMACIONA ASIMETRIJA.

Informaciona asimetrija se može prikazati sledećom slikom.

Slika 4.



Iz informacione asimetrije proizlaze dva problema:

- a) negativna selekcija i
- b) moralni hazard (zloupotreba).

Negativna selekcija nastaje kada investitori nemaju dovoljan obim i kvalitet informacija pa donose poslovne odluke (ulažu u akcije i obveznice) pogrešnih firmi. Negativna selekcija postoji pre nego što se donese odluka o investiranju.

Moralni hazard (zloupotreba) nastaje kada se već novac uloži u konkretne akcije i obveznice kompanije. Tada su investitori suočeni sa problemom da menadžeri kompanije neće raditi u njihovom najboljem interesu, već da će rukovođeni sebičnim ciljevima raditi u sopstvenom interesu. Ovde je reč o riziku da će emitent (menadžment kompanije) preduzeti aktivnosti koje su u suprotnosti sa ciljevima investitora i kreditora, odnosno to su takve aktivnosti koje će ugroziti preduzeće da vrati novac investitorima u akcije (kroz dividende i porast tržišne cene akcija) i kreditorima (kroz kamate i glavnice kredita ili glavnice duga na koji glasi obveznica).

Zbog ovih rizika, posebni ciljevi finansijske analize, o kojima smo već prethodno nešto više govorili, odnose se na činjenicu da investitori u akcije i obveznice, kao i veliki kreditori vitalno su **zainteresovani za određen stepen kontrole nad aktivnostima menadžmenta**. Ovu kontrolu mogu da obave preko zvaničnih finansijskih izveštaja, ali i preko svih drugih izvora informacija o toj firmi koje su im dostupne.

Informaciona asimetrija se može smanjiti na različite načine:

- a) postojanje finansijskih institucija (mreže dilersko brokerskih kuća, velike finansijske kuće koje obavljaju finansijsku analizu i pružaju adekvatne informacije o nekoj kompaniji),
- b) postojanje Komisije za hartije od vrednosti i adekvatnog seta sistemskih zakona (zakoni nebeskog plavetnila kojima se reguliše sigurnost poslovanja na finansijskim tržištima),
- c) postojanje tržišta korporativne kontrole (Sarbanes-Oxley Act iz 2002.g. donet posle propasti američkog giganta Enrona),
- d) u SAD-u je donet propis pod nazivom Full Disclosure (2001.g.) koji zahteva da menadžeri kompanija moraju da sve informacije koje objavljuju dostavljaju svim zainteresovanim korisnicima,
- e) unošenje restriktivnih klauzula u kreditne aranžmane i

-
- f) donošenje računovodstvenih standarda kojima će se obezbediti transparentnost i objektivnost informacija koje su dostupne investitorima i kreditorima.

Uloga državnih agencija i organa u smanjenju informacione asimetrije je u tome da se kroz kontrolu insajderskih informacija održi poverenje u finansijski sistem. Zadatak države je da omogući ravnopravnu dostupnost svih bitnih informacija učesnicima na finansijskim tržištima. Rizik negativne selekcije i rizik zloupotrebe se smanjuje publikovanjem informacija u prospektu, finansijskim izveštajima i revizorskom izveštaju. Publikovanje izjava korporativnih zvaničnika (press release), informacije koje daje sama korporacija preko predstavnika za štampu su dodatno obezbeđenje za potpune i transparentne informacije. Finansijski analitičari koriste i sve druge informacije da bi se obezbedili od moralnog hazarda ili zloupotrebe (finansijske analize, novinski izveštaji, reportaže, globalna i nacionalna makroekonomska i politička zbivanja).

DRUGI DEO

**MATERIJALNA ISPRAVNOST
FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA**

1. MATERIJALNE PRETPOSTAVKE FINANSIJSKE ANALIZE

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

1.1. PROFESIONALNA RAČUNOVODSTVENA REGULATIVA KAO PRETPOSTAVKA MATERIJALNO ISPRAVNE SADRŽINE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

Osnovni cilj računovodstva koji se definiše kao istinito i fer prikazivanje finansijskog položaja, i uspešnosti određenog poslovnog subjekta ne može se odvijati bez pravila za pripremanje, priznavanje i vrednovanje u finansijskim izveštajima. Pravila ili principi razvijeni u računovodstvenoj teoriji, nisu bili dovoljni da obezbede potpun kvalitet računovodstvenih informacija i njihovu pouzdanost, već su se pomenuti principi standardizovali, kodifikovali u okviru pisanih pravila nazvanih standardi. **Standard u društvenim ili egzaktnim naukama**, u najširem značenju, predstavljaju merilo neke kategorije, kroz formulisanje onoga što se za tu kategoriju smatra uobičajenim stanjem ili normalom. Pored teorijskog zaleđa standarda, za njih se vezuje i praktično iskustvo, tako da su oni proizvod, sa jedne strane razvoja teorije, ali sa druge strane i razvoja praktičnih potreba onih na koje standard ima efekte. Ako sada ovu uopštenu definiciju standarda konkretizujemo na računovodstvo, tada **standardi iz oblasti računovodstva** podrazumevaju "dogovorena pravila o pripremanju, priznavanju, odmeravanju i prikazivanju stavki računovodstvenih izveštaja ekonomskog entiteta."¹⁵ Računovodstveni standardi se mogu podeliti na nacionalne i međunarodne (prihvatljive u međunarodnom okruženju).

Nacionalni standardi su standardi jedne zemlje i oni su pod uticajem socijalnih, kulturnih, pravnih, ekonomskih i finansijskih sistema koji preovlađuju u konkretnoj nacionalnoj ekonomiji. Posledica takvih okolnosti je postojanje različitih sistema računovodstva koji se zasnivaju na različitim standardima (na primer, američki

¹⁵ Petrović, dr Marko. "Smisao i korist od računovodstvenih standarda", **Primena Međunarodnih računovodstvenih standarda**, Knjiga II, Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, 2002.

opšteprihvaćeni računovodstveni principi, britanski računovodstveni standardi, australijski računovodstveni standardi, japanski standardi računovodstva i sl.) koji su praktično onemogućili uporedivost računovodstvenih izveštaja preduzeća različitih zemalja. Međutim, sa internacionalizacijom trgovine i proizvodnje, javili su se **trendovi za ujednačavanjem standarda** o finansijskom računovodstvu na globalnom nivou. Od procesa ujednačavanja standarda najviše su profitirale multinacionalne kompanije, koje su ujedno i vršile najveći pritisak da se proces usklađivanja standarda intenzivira. Približavanje računovodstvenih standarda danas se praktično odvija kroz približavanje, odnosno usvajanje dve vrste standarda koji su **prihvatljivi u međunarodnim okvirima**:

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

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

Za razliku od MRS/MSFI, koji su plod usaglašavanja različitih zemalja, američki Opšteprihvaćeni računovodstveni principi su nacionalni standardi koji su postali i globalno prihvatljivi zbog činjenice da je SAD, najjača ekonomska sila u svetu, koja ima najrazvijenije finansijsko tržište. U zemljama kojima je SAD najveći spoljnotrgovinski partner je dozvoljeno pored nacionalnih, paralelno postojanje i američkih standarda. Prema trenutnim podacima samo je nekoliko zemalja prihvatilo američke standarde kao osnovu za svoje nacionalne standarde (Australija, Izrael, Peru i dr.). Smatrajući se za

zemlju sa najdužom korporativnom tradicijom i razvijenom računovodstvenom profesijom u SAD-u se primenjuju i isključivo važe, američki Opšteprihvaćeni principi bilansiranja. Pored pomenutih standarda, Velika Britanija odoleva postojećim izazovima usklađivanja i ostaje verna svojim izvornim standardima (UK GAAP, Opšteprihvaćeni principi bilansiranja u Velikoj Britaniji), koje donosi Odbor za računovodstvene standarde (Accounting Standards Board).

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

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

Naša zemlja sledila je svetski proces usaglašavanja sa MRS/MSFI sa ciljem da uspostavi takav privredno sistemski ambijent koji bi korespondirao uslovima u razvijenim tržišnim privredama. Kada govorimo o profesionalnoj regulativi u našoj zemlji, najčešće mislimo na Međunarodne računovodstvene standarde/Međunarodne standarde finansijskog

izveštavanja, mada je profesionalna regulativa širok pojam, jer pored MRS/MSFI obuhvata još nekoliko elemenata:

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

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

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

Međunarodni računovodstveni standardi (MRS) / Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja (MSFI), o kojima smo već govorili u uvodu, imaju za cilj unapređenje profesionalne računovodstvene prakse i podizanje nivoa kvaliteta računovodstvenog izveštavanja. MRS/MSFI se definišu kao "dogovorena pravila o pripremanju, priznavanju, vrednovanju i prikazivanju stavki računovodstvenih izveštaja

ekonomskog entiteta."¹⁶ Za trideset godina svog postojanja Komitet za MRS (IASB) je doneo 41 standard. Osnovni cilj je bio da koordinira aktivnosti na usaglašavanju i smanjivanju razlika u sistemima računovodstvenog izveštavanja u međunarodnom okruženju. Pored donošenja, ali i revizije postojećih standarda, Komitet je radio i na pitanjima njihove efikasne primene u praksi kako bi se obezbedile kvalitetne finansijske informacije, koje će pomoći investitorima na svetskim finansijskim tržištima i ostalim korisnicima prilikom donošenja odluka. Najveći deo aktivnosti odnosi se na uspostavljanje konvergencije nacionalnih standarda različitih zemalja i Međunarodnih računovodstvenih standarda. Kvalitet MRS i njihova prihvatljivost u velikom broju zemalja ogleda se upravo u činjenici da se nastoje uskladiti i zaštititi interesi nacionalnih računovodstvenih organizacija, da se ostvari komunikacija sa njima, da se uvažavaju njihova mišljenja. Komitet za MRS je bio usmeren na stvaranje kohezije, tj. da sve profesionalne organizacije i njihovi predstavnici rade na istom *cilju – visok kvalitet i međunarodna uporedivost računovodstvenih izveštaja*. Još jedan od značajnih koraka bila je i reorganizacija Komiteta za MRS koji je prerastao u Odbor za Međunarodne računovodstvene standarde (International Accounting Standards Board, IASB). Odbor je posle 2000.g. kao rezultat svog rada doneo nekoliko Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja - MSFI (MSFI Okvir za pripremanje i prezentaciju finansijskih izveštaja, MSFI 1 - Prva primena MSFI, MSFI 2 Transakcije plaćanja emisijom sopstvenih akcija, MSFI 3 Poslovne kombinacije, MSFI 4 Ugovori o osiguranju i MSFI 5 Netekuća aktiva koja se drži radi prodaje i diskontinuitet u poslovanju).¹⁷

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

Međunarodni standardi revizije (MSR) usvojeni su 1996. godine i imaju za cilj stvaranje osnova za obavljanje obavezne revizije računovodstvenih godišnjih izveštaja za velika i srednja preduzeća, kao i za emitente koji prodaju dugoročne hartije od vrednosti putem

¹⁶ Petrović, Marko. "Smisao i korist od računovodstvenih standarda", **Primena Međunarodnih računovodstvenih standarda**, knjiga II, SRRS, Beograd, 20002, str. 9.

¹⁷ Više o MSFI videti na web stranici: www.iasb.org/

javne ponude. Nepostojanje nacionalnih standarda revizije u međunarodnim razmerama, kao i nepostojanje različitosti u okviru revizorskih aktivnosti, dovela je do toga da su se MSR mnogo brže prihvatili u mnogim zemljama, uključujući i našu još od 1997. godine.

NACIONALNI STANDARD VEŽAN ZA STICANJE PROFESIONALNIH ZVANJA RAČUNOVOĐA I REVIZORA U NAŠOJ ZEMLJI (JRS 31- PROFESIONALNO OSPOSOBLJAVANJE RAČUNOVOĐA/ RAČUNOVODSTVENI OBRAZOVNI STANDARD ROS 31)

ROS 31 usvojila je Skupština Saveza računovođa i revizora Srbije na svojoj sednici održanoj 25.06.2003. i koji se primenjuje od 1.1.2004. godine. Standard je nastao na bazi koncepta obrazovanja profesionalnih računovođa koji je definisala Međunarodna federacija računovođa (International Federation of Accountants, IFAC) u svojim Međunarodnim obrazovnim standardima i standardima kontrole kvaliteta. Ovaj standard predstavlja revidirani JRS 31 –Stručna osposobljenost za samostalno vođenje računovodstva koji je bio donet, davne 1993.g. U taj standard su inkorporirane smernice IFAC-a i usavršeni su određeni članovi i unapređen njegov tekst. Standard predviđa tri profesionalna zvanja: a) računovođa, b) ovlašćeni računovođa i c) ovlašćeni javni računovođa. Novina ovog standarda je i činjenica što propisuje obaveznost kontinuirane godišnje edukacije profesionalnih računovođa. Standardi propisuju zahteve koje kandidati moraju ispunjavati, kao i način polaganja profesionalnog ispita (broj i sadržinu predmeta za svako profesionalno zvanje). Profesionalne isprave koje prate sticanje profesionalnih zvanja nazivaju se sertifikati. Svaki kandidat potpisuje svečanu izjavu i dobija licencu za obavljanje profesionalne prakse. Licenca se overava svake godine, pošto profesionalni računovođe imaju obavezu kontinuiranog usavršavanja.

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

Koristi od primene međunarodne profesionalne regulative u našoj zemlji nalaze se u uporedivosti domaćih računovodstvenih izveštaja sa onima koji se sastavljaju u ostalim zemljama evropskog regiona i šire. Dosledna primena standarda će se odraziti i na zaštitu investitora na nacionalnom tržištu kapitala, jer će oni biti u mogućnosti da primaju najkvalitetnije računovodstvene informacije koje su uporedive sa informacijama preduzeća iste delatnosti iz različitih zemalja. Kroz smanjenje troškova prevođenja računovodstvenih informacija smanjiće se i cena kapitala, jer će informacije biti pristupačnije za potencijalne investitore. Primena MRS/MSFI obezbediće prodor domaćih kompanija na inostrana tržišta kapitala koja zahtevaju da njihovi emitenti primenjuju ovu

računovodstvenu osnovu. Na ovaj način se i domaća preduzeća štite od dodatnih troškova prevođenja računovodstvenih informacija jer se informacije o finansijskom položaju i uspešnosti smatraju istinitim i poštenim, ako su pripremljene u skladu sa zahtevima MRS. Primena MRS smanjuje tzv. sistemski rizik ulaganja u našu zemlju i stvorice uslove za privlačenje inostranog kapitala. Primena profesionalne regulative imaće i brojne pozitivne doprinose na samu računovodstvenu profesiju u našoj zemlji. Prve svega doći će do usavršavanja računovodstvene prakse i njezinog približavanja zemljama sa razvijenim finansijskim tržištima, unaprediće se kultura finansijskog izveštavanja u našoj zemlji i stvoriti uslovi za priznavanje nacionalne računovodstvene profesije u međunarodnim razmerama.

1.2. RAČUNOVODSTVENI PRINCIPI U FUNKCIJI MATERIJALNE ISPRAVNOSTI FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

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

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

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

Pretpostavke finansijskog računovodstva se baziraju na sledećim principima:

1. Princip računovodstvene jedinice,
2. Princip novčanog merila i
3. Princip kontinuiteta preduzeća (going concern).

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

1. "Matching" princip,
2. Princip realizacije,
3. Princip istorijskog troška

-
4. Princip objektivnosti podataka i
 5. Princip konzistentnosti.

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

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

Ukratko ćemo objasniti suštinu principa vrednovanja koji su u neposrednoj funkciji finansijske analize.

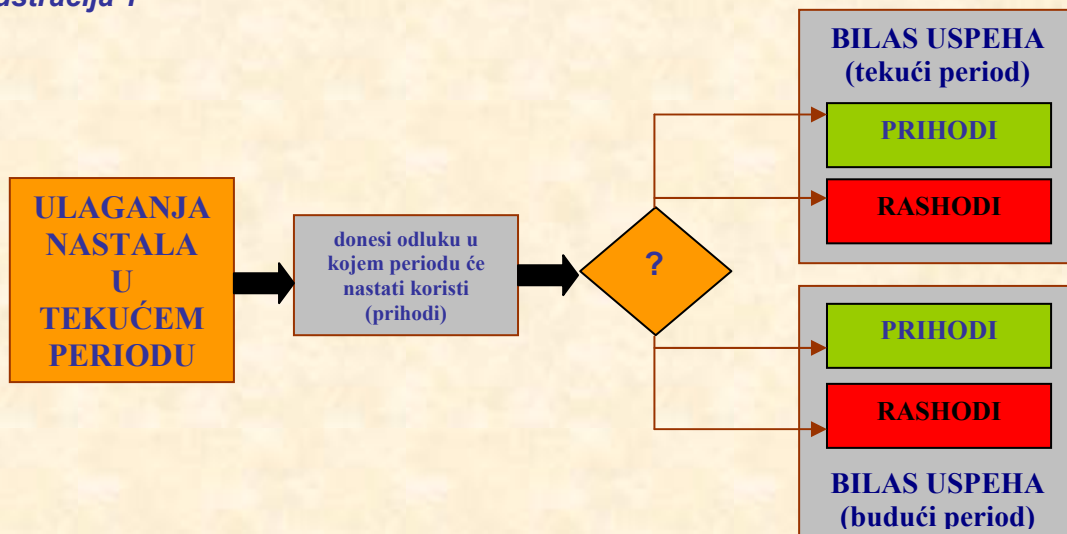
"MATCHING" PRINCIP

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

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

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

Ilustracija 1



Princip realizacije

Princip realizacije je logičan nastavak objašnjenja "matching" principa. Naime, iz ilustracije 1, vidljivo je da je ključna pretpostavka matchinga, da se utvrdi u kojem obračunskom periodu će priticati koristi, odnosno **kada se prihod smatra ostvarenim (realizovanim)**. Tek pošto se utvrdi momenat ostvarivanja ili realizacije prihoda, moguće je sprovesti zahteve matchinga, odnosno tek tada se prihodima u bilansu uspeha suprostavljaju odgovarajući troškovi. Princip realizacije predstavlja bazu za rešavanje **problema obračuna i iskazivanja rezultata preduzeća (dobitka ili gubitka)**. Ako se ponovo vratimo na ilustraciju 1, možemo videti da princip matchinga i princip realizacije, predstavljaju uslove za priznavanje prihoda i rashoda, odnosno za iskazivanje njihove razlike (rezultata -dobitka ili gubitka).

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

Proces prodaje proizvoda kupcima sastoji se od dva dela: a) izlaz proizvedenih gotovih proizvoda iz preduzeća (smanjenje gotovih proizvoda i povećanje rashoda) i b) nastanak prava na protivčinidbu tj. naplatu gotovine (povećanje potraživanja ili gotovine, nastanak prihoda). Dakle, iz ilustracije je vidljivo da u procesu realizacije nastaju prihodi i rashodi,

odnosno nastaje jedna razlika koja se može nazvati dobitkom ili gubitkom. Zbog toga se ceo ovaj proces naziva još i **proces zarađivanja** (earnings process).¹⁸

U ovom procesu bitno je utvrditi vremenski momenat kada se priznaje prihod. Shodno principu realizacije **prihod treba priznati** onda kada se mogu zadovoljiti sledeća **četiri kriterijuma**:¹⁹

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

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

Princip istorijskih troškova

Princip istorijskih troškova predstavlja zahtev da se sredstva preduzeća iskazuju i vode u visini **novčanog ulaganja učinjenog u momentu njihove nabavke ili sticanja na drugi način**. U skladu sa ovim proizlazi da sva imovina koja se nabavlja na tržištu, kao što su materijal, roba, nekretnine, postrojenja i oprema vrednuje se u visini istorijskih troškova, dakle onih troškova (ulaganja) koji su učinjeni u momentu nabavke ovih sredstava. S obzirom na činjenicu da se termin troškovi koristi da bi se definisala jedna od komponenti poslovnih rashoda u bilansu uspeha, radi razlikovanja, novčano ulaganje u imovinu nazivaćemo **nabavna vrednost imovine**. Razlog leži u principu matchinga koji

¹⁸ Pratt, Jamie., *op.cit*, str. 85.

¹⁹ IASC, **MRS 18 Prihodi**, par.14.

pretpostavlja da se u praksi mogu javiti dve vrste troškova. Troškovi koji su nastali u vezi sa tekućim prihodom i koji ulaze direktno u bilans uspeha tekućeg perioda (videti matching princip i shematski prikaz 4), od onih troškova (ulaganja) koji će doprineti prihodima u budućem periodu pa ih treba aktivirati. Ove poslednje troškove nazivamo nabavna vrednost i oni se iskazuju na pozicijama aktive bilansa stanja. Ova sredstva u aktivu čekaju momenat kada će se potrošiti u procesu proizvodnje i kada njihove nabavne vrednosti u celini ili delimično iskazujemo kao troškove u u bilansu uspeha. Pored imovine koja je predmet nabavki na eksternom tržištu, zahtev principa istorijskih troškova odnosi se i na **proizvedene učinke**. Imovina koja je rezultat proizvodnje – nedovršena proizvodnja i gotovi proizvodi, vrednuje se u visini ulaganja (troškova) neophodnih za proizvodnju. Ukupnost svih troškova proizvodnje po jedinici proizvoda naziva se **cena koštanja**. Gotovi proizvodi ostaju vrednovani po ceni koštanja do momenta njihove prodaje. U momentu prodaje treba smanjiti zalihe gotovih proizvoda po ceni koštanja i evidentirati rashode nastale prodajom gotovih proizvoda.

Princip objektivnosti podataka u računovodstvu

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

Princip objektivnosti predstavlja zahtev da se u procesu računovodstvenih vrednovanja (merenja) koriste takve informacije koje će biti potvrđive i pouzdane. To znači da se vrednovanja imovine, obaveza, kapitala, prihoda i rashoda moraju zasnivati na objektivno utvrdivim činjenicama koje su **potkrepljene dokumentima**. Pored toga, princip objektivnosti zahteva da informacije koje se odnose na finansijske izveštaje budu **pouzdan**. Primena nabavnih vrednosti i cene koštanja predstavlja ispunjenost principa objektivnosti. Argument u korist nabavnih vrednosti i cene koštanja kod vrednovanja sredstava preduzeća, a ne neke druge merne osnovice (troškovi zamene, sadašnje vrednosti, tekuće tržišne cene i sl.), računovodstvena teorija nalazi u činjenici njihove objektivnosti. Naime, ove vrednosti su **objektivne, dokumentovane i pouzdane** činjenice čijim korišćenjem je izbegnuta mogućnost arbitrarnosti kod procene vrednosti imovinskih delova.

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

će imovina odbaciti u budućnosti i b) vremensku vrednost novca. Kod obračuna sadašnje vrednosti javlja se jedan problem – sadašnja vrednost uključuje procenu kamatne stope i novčanih tokova, koju je u nekim slučajevima veoma teško dokumentovati, tako da je ova vrednost, po definiciji, povezana sa mogućim manipulacijama. S obzirom na prethodno izneto, utvrđivanje sadašnjih vrednosti praktično predstavlja narušavanje principa objektivnosti. Obračun primenom sadašnjih vrednosti se u računovodstvu primenjuje samo onda kada je budući novčani tok moguće objektivno izmeriti (npr. obaveze za obveznice, hipotekarne založnice, lizing obligacije, penzione obaveze i sl.). Tržišne cene (fer vrednosti) poslednjih godina favorizuju se od strane nekih praktičara (finansijski analitičari, menadžeri) kao objektivna merila vrednosti. U određenim uslovima, javlja se situacija da su tržišne cene neke imovine objektivnije nego sadašnje vrednosti. Tako na primer, kotirane tržišne cene akcija preduzeća na New York Stock Exchange-u (NYSE) smatraju se objektivnim i potvrdivim činjenicama. Međutim, primena ovih vrednosti dozvoljava se samo za određene vrste hartija od vrednosti koje se nabavljaju sa ciljem *kratkoročnog zadržavanja* (trading securities) u preduzeću. U svim drugim događajima, imovina se procenjuje shodno principu nabavne vrednosti ili cene koštanja. Dakle, primena sadašnje vrednosti i tržišnih cena predstavlja odstupanje od principa nabavne vrednosti, a to odstupanje je dopustivo samo onda kada su zadovoljeni zahtevi principa objektivnosti.

Princip konzistentnosti

Računovodstvena praksa razvila je više alternativnih metoda za vrednovanje istih bilansnih pozicija – aktive, pasive, prihoda i rashoda. Ovakav varijetet metoda postoji zbog dva razloga: a) niti jedan metod nije dovoljno uopšten da bi se mogao primeniti u svim preduzećima, zbog razlike u prirodi delatnosti i b) računovodstvena praksa, pogotovo onaj deo koji je kao najbolja praksa kodifikovan u okviru računovodstvenih standarda, nastaje kao deo političkog procesa (lobiranja) u kojima zainteresovane strane (preduzeća) koje se suočavaju sa različitim situacijama nastoje da nametnu svoju metodu bilansiranja kao opšte prihvatljivu za sva preduzeća.

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

izveštaja je kritičan faktor za efikasnu finansijsku analizu trendova u poslovanju preduzeća i njegovih performansi. Posledica ovog principa se ogleda u činjenici da ako preduzeće ne menja jednom odabranu metodu duži vremenski period, autsajderi mogu lakše, kroz finansijsku analizu da utvrde u kojem pravcu se kretao razvoj finansijskog položaja i uspešnosti preduzeća. Iako je konzistentnost potreban i nužan zahtev, to ne znači da menadžment preduzeća nikada neće promeniti metodu vrednovanja. U uslovima turbulentnog poslovnog okruženja javlja se potreba da se metode bilansiranja promene kako bi nova metoda što bolje prikazala vrednost imovine u skladu sa istinitim i poštenim izveštavanjem (true and fair view). Naravno, promene metoda bilansiranja moraju biti unete u napomene. Pored toga zahteva se da se u napomenama iskaže (kvantifikuje) način na koji je promena metode uticala na rezultat i druge komponente finansijskih izveštaja.²⁰ Promenom metoda može se uticati na poboljšanje finansijskog položaja ili uspešnosti, tako da licencu o prihvatljivosti izvršene promene mora dati nezavisni revizor.

Konzervativizam (opreznost)

Princip opreznosti, kako se veoma često naziva u nemačkoj računovodstvenoj literaturi, predstavlja odstupanje od postojećih pravila procenjivanja računovodstvenih izveštaja. Kao i materijalnost, konzervativizam je posledica zahteva računovodstvenih praktičara da se odnos troškovi/koristi računovodstvenog izveštavanja svede na prihvatljivu meru. Ovaj princip predstavlja zahtev da menadžment kompanije, kada ima "razumnu sumnju vezanu za vrednovanje neke stavke, bolje je da podceni aktivu i preceni pasivu, ubrza priznavanje gubitaka i da odloži priznavanje dobitaka". Ovaj princip ne podrazumeva namerno podcenjivanje bilansa, već taj zahtev ograničava samo na one situacije kada se javi razumna sumnja u računovodstvenim merenjima. U osnovi ovog principa **leži zaštita poverilaca**. Oprezno ili konzervativno merenje bilansnih pozicija ne dovodi do precenjene garantne supstance (sopstveni kapital), tako da se poverioci ne dovode u zabludu. Pomenuto podcenjivanje aktive i precenjivanje pasive vodi opreznom obračunu sopstvenog kapitala koji je valjana podloga za procenu sigurnosti vraćanja kredita, otplate obaveza za obveznice i dr. što je ključni interes poverilaca (banaka, imalaca obveznica) Princip konzervativizma u načelu se podudara sa zahtevima principa realizacije, impariteta, najviše i najniže vrednosti.²¹ **Princip realizacije** određuje momenat priznavanja prihoda i o njemu smo već raspravljali. Prema ovom principu prihod se

²⁰ *General Motors je promenio metodu bilansiranja zaliha. Ova promena je naglašena u napomenama i revizorskom izveštaju. Promena u metodi je dovela do porasta neto dobitka za 224 miliona dolara i taj iznos je prikazan kao poseban segment bilansa uspeha ove kompanije. Preuzeto iz, Pratt, Jamie, op.cit., str. 86.*

²¹ *Prema Ranković, dr Jovan. Teorija bilansa, Ekonomski fakultet, Beograd, 2003., str.175.*

priznaje samo onda kada je tržišno verifikovan kroz prodaju i isporuku (fakturisanje) gotovih proizvoda ili izvršene usluge kupcima. Ovaj princip u načelu ne dozvoljava iskazivanje nerealizovanih prihoda, dakle onih koji nisu tržišno potvrđeni. On se dopunjava principom impariteta. **Princip impariteta** omogućava iskazivanje gubitaka kada su oni izvesni, a istovremeno zabranjuje iskazivanje dobitaka koji nisu zarađeni (realizovani). **Princip najniže vrednosti** za pozicije aktive prostiče iz principa impariteta. Zadatak ovog principa je da utvrdi gornju granicu bilansiranja sredstava (aktive). Gornja granica je nabavna vrednost ili cena koštanja (zahtev istorijskog troška), osim ako imovina nema nižu tržišnu vrednost od pomenute. U tom slučaju se primenjuje princip "niža od dve vrednosti" (lower of cost-or-market rule, LCM) kao osnova bilansiranja. **Princip najviše vrednosti** odnosi se na bilansiranje pozicija pasive. U tom smislu određuje se najviša vrednost po kojoj se obaveze mogu uneti u bilans stanja. Ta vrednost proizlazi iz upoređivanja prvobitne ugovorene obaveze i njezine vrednosti na dan bilansa. "Viša od ove dve vrednosti" predstavlja granicu za procenjivanje obaveza.

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

ZAŠTO FINANSIJSKI ANALITIČARI MORAJU POZNAVATI RAČUNOVODSTVENE PRINCIPE?

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

Osnovni izvori distorzije finansijskih izveštaja su sledeći:

- a) manipulacija sa dobitkom (earnings management),
- b) profesionalne procene menadžmenta (professional judgement),
- c) visoki zahteva za relevantnošću informacija pri čemu se gubi pouzdanost i
- d) računovodstveni standardi (korišćenje dozvoljenih računovodstvenih politika dovodi do nemogućnosti poređenja finansijskih izveštaja različitih kompanija).

Tri su osnovne strategije manipulacija sa dobitkom (earnings managementa): premetanje prihoda i rashoda iz perioda u period (promene u visini dobitka), veliko kupanje (big bath) koje podrazumeva izuzetno visoke otpise vrednosti imovine u određenim periodima radi

umanjenja dobitka i stvaranja skrivenih rezervi za buduće periode, peglanje dobitka (income smoothing), povećanje ili smanjenje dobitka u cilju ujednačavanja (stabilnost) njegovog iznosa iz perioda u period.

Kada govorimo o profesionalnim procenama menadžmenta kao izvoru distorzija, tada je reč zapravo o promenama visine rezidualne vrednosti kod otpisa stalnih sredstava, promeni veka trajanja stalnih sredstava i slično.

Zahtevi za relevantnošću informacija bili su pogubni za Enron. Insistiranje na informacijama o fer vrednosti finansijskih instrumenata koje su se smatrale relevantnim, omogućilo je kompaniji Enron da objavi informacije koje nisu odražavale fer vrednost, već pogrešne menadžerske procene koje su se zasnivale na svesnoj obmani investitora. Finansijski analitičari smatraju da potencijalnoj distorziji računovodstvenih izveštaja doprinose i sami računovodstveni standardi pogotovo onda kada je u njima dozvoljena primena osnovnog i alternativnog postupka vrednovanja određene bilansne pozicije. Ovo čini finansijske izveštaje neuporedivim između kompanija koje primenjuju različite metode vrednovanja (FIFO vs. LIFO²²; metoda linearne vs. metode degresivne amortizacije i slično).

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

- a) Prilagoditi / izmeniti neke od informacija u finansijskim izveštajima za koje se sumnja da odražavaju ekonomsku realnost,
- b) Procena kvaliteta dobitka :
 - identifikuj računovodstvene politike,
 - identifikuj fleksibilnost u primeni tih politika,
 - utvrdi računovodstvenu strategiju (opreznost, optimizam, neutralna strategija) i
 - identifikuj crevene zastavice (moguća mesta distorzije računovodstvenih informacija).

²² LIFO metoda je dozvoljena za primenu prema američkim US GAAP standardima, ali ne i prema MRS/MSFI.

1.3. RAČUNOVODSTVENE POLITIKE KAO ISHODIŠTE PRIMENE MRS/MSFI U FUNKCIJI MATERIJALNE ISPRAVNOSTI FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

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

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

Koliki će uticaj izabrane računovodstvene politike biti na finansijske izveštaje zavisi od nekoliko faktora²³:

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

Različite računovodstvene politike oblikuju finansijski i prinosni položaj kompanije, ali nemaju identičan uticaj na sve kompanije. Ovo zavisi od delatnosti u kojoj kompanija posluje, veličine bilansne stavke na koju se primenjuje računovodstvena politika i slično. Tako, odabrana politika amortizacije stalnih sredstava (na primer, linerana metoda amortizacije vs. degresivna amortizacija) ima značajan uticaj na kapitalno intenzivna preduzeća, dok nema uticaja na preduzeća iz tercijarnog sektora za koja je poznato da u strukturi imovine imaju manje učešće stalnih sredstava. Uticaj računovodstvenih politika na bilans stanja i bilans uspeha zavisi i od prirode izabrane politike. Tako odabir linerane amortizacije ima ravnomerniji uticaj na bilans uspeha (rezultat poslovanja), dok odabir degresivne metode ima neravnomeran uticaj na rezultat (rezultat je niži u prvim godinama, a viši u narednim godinama). Vremensko razdoblje može biti kratak ili dugi rok. Uglavnom računovodstvene politike se posmatraju sa kratkoročnog aspekta gde je njihov

²³ Žager, K. i Žager, L. **Analiza finansijskih izvještaja**, Masmedia, Zagreb, 1999.g., str. 200.

uticaj ograničen samo na jednu poslovnu godinu, dok se dugoročno razdoblje odnosi na period kada će sva sredstva biti utrošena (na primer, dok ne istekne vek trajanja, što može biti deset i više godina ili dok se zalihe materijala, robe ne potroše ili prodaju, što je rok kraći od godine dana).

Iako se računovodstvene politike moraju konzistentno upotrebljavati (princip konzistentnosti), to ne znači da je odabrana politika nepromenljiva. Preduzeća biraju računovodstvene politike tako da odabiru postupke i metode koje će u datim uslovima **najrealnije prikazati finansijski položaj i uspešnost** poslovanja kompanije, a promena računovodstvene politike je obavezna, uvek kada nova politika doprinosi boljem sagledavanju finansijskog položaja i uspešnosti.

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

2. ANALIZA RAČUNOVODSTVENIH POLITIKA PRIZNAVANJA I VREDNOVANJA SREDSTAVA

Sredstva (aktiva) kompanije mogu se klasifikovati u bilansu stanja na :

- a) tekuća (kratkoročna, obrtna) i
- b) netekuća (stalna, dugoročna).

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

2.1. POLITIKE PRIZNAVANJA I VREDNOVANJA TEKUĆIH (OBRTNIH) SREDSTAVA

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

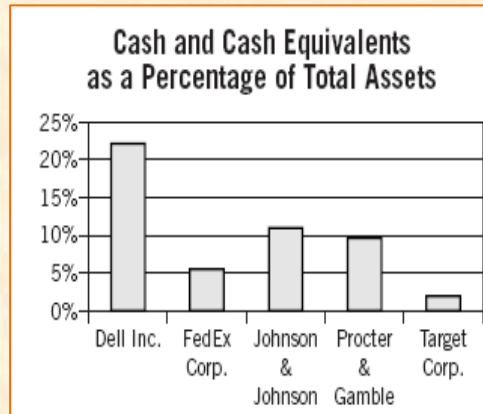
Tekuća sredstva čine novac i novčani ekvivalenti, potraživanja od kupaca i druga potraživanja, kratkoročni finansijski plasmani, vremenska razgraničenja unapred plaćenih troškova koji se razgraničavaju do jedne poslovne godine (do 12 meseci) ili poslovnog ciklusa.

2.1.1. GOTOVINA I GOTOVINSKI EKVIVALENTI

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

U različitim kompanijama variraju iznosi gotovine i gotovinskih ekvivalenata. Sledeća ilustracija to pokazuje.

Ilustracija 2. Iznosi gotovine i gotovinskih ekvivalenata iskazani u % od ukupne aktive



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

U vezi sa gotovinom nema određenih računovodstvenih politika o kojima bi se moralo voditi računa jer je gotovina likvidno sredstvo i uvek se u bilansu stanja prikazuje po nominalnoj vrednosti.

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

Računovodstvena politika za finansijske instrumente koji se nazivaju trading securities (marketable securities), odnosno, instrumenti kojima se trguje na aktivnom i dubokom, likvidnom finansijskom tržištu je potpuno jasna i nema mogućnosti za primenu alternativnog mernog postupka. U okviru ove politike zahteva se vrednovanje

instrumenata kojima se trguje po fer vrednosti i prikazivanje dobitaka i gubitaka u bilansu uspeha.

Gotovinski ekvivalenti se drže da bi se omogućilo fleksibilnije poslovanje kompanije i zadovoljavanje tekućih potreba za gotovinom na način da se sredstva drže u ovim finansijskim instrumentima, jer u toku držanja, nose odgovarajuće prinose (kamatu ili dividendu, dobitak na porastu tržišne cene akcija). U gotovinske ekvivalente prema važećem standardu u SAD –u SFAS br. 115 Računovodstveni tretman ulaganja u dužničke i vlasničke hartije od vrednosti, mogu se uključiti samo one akcije i obveznice koje se kotiraju na dubokom i likvidnom tržištu kao što je New York Stock Exchange ili NASDAQ ili neko drugo tržište slično pomenutima. Ove finansijske instrumente treba odvojiti od onih koji su raspoloživi za prodaju i drže se kao dugoročni finansijski plasmani u okviru stalne imovine u aktivi bilansa stanja. Da bi neki finansijski instrument bio tekuće sredstvo (obrotno sredstvo) odnosno gotovinski ekvivalent on mora zadovoljiti najmanje dva kriterijuma:

- a) finansijski instrument mora biti utrživ (readily marketable) i
- b) menadžment mora dokazati nameru da konvertuje taj finansijski instrument u gotovinu u periodu do 90 dana.

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

2.1.2. POTRAŽIVANJA OD KUPACA I POTRAŽIVANJA PO DRUGIM OSNOVAMA

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

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

Potraživanja od kupaca, kao % od ukupne aktive različitih kompanija u SAD-u prikazana su u sledećoj tabeli:

Tabela 5. Učešće potraživanja od kupaca u ukupnoj aktivi

Kompanija	% od ukupne aktive
<i>General Electric</i>	0.35
<i>Yahoo</i>	0.04
<i>SBS Communications</i>	0.10
<i>Bank of America</i>	0.61

Potraživanja od kupaca, zbog kratkog roka dospeća, u bilansu stanja se prikazuju po nominalnoj vrednosti. Ovde razlika između nominalne vrednosti i sadašnje vrednosti očekivanog novčanog toka (priliva novca koji se očekuje od kupaca) se smatra zanemarljivom. Na primer, razlika između 100 \$ danas i sadašnje vrednosti tih 100 \$ koja će biti primljena za jedna mesec (30 dana) iznosi 0.76 uz kamatnu stopu od 10%. Nominalna vrednost je samo početni korak u vrednovanju potraživanja od kupaca, a ne i iznos novca koji će zaista biti primljen, jer to zavisi od velikog broja faktora od kojih većinu ne kontroliše kompanija koja je izvršila prodaju. Stoga, respektovanjem principa konzervativizma, vrednovanje potraživanja se obavlja primenom **neto realizovane vrednosti (net realizable value)**.

Ova vrednost se dobija na sledeći način:

NETO REALIZOVANA VREDNOST POTRAŽIVANJA = NOMINALNA VREDNOST – IMPARITETNI GUBICI ZBOG UMANJENJA VREDNOSTI (OTPIS POTRAŽIVANJA) – POVRAĆAJ ROBE – KASA SKONTA ODOBRENA KUPCIMA.

U idealnom slučaju potraživanja se naplaćuju kad istekne valuta plaćanja. Međutim, privredni život pun je činjenica koje opovrgavaju ovu tezu. Potraživanja koja nisu naplaćena u odgovarajućem roku (taj rok definiše samo preduzeće kroz svoj interni pravni akt, na primer u roku od 6 meseci od dana nastanka potraživanja) moraju se otpisati. Otpis potraživanja može biti direktan ili indirektan. O visini iznosa koji različite kompanije uključuju u otpisana potraživanja govore sledeći podaci:

- Bell Atlantic, 9%
- General Electric, 3%
- Supervalve, 5% itd.

Da bi se smanjili iznosi potraživanja koja neće biti naplaćena kompanije često imaju formirana posebna odeljenja za proveru kreditne sposobnosti kupaca, politiku ograničenja prodaje novim kupcima, obezbeđenje plaćanja (menice) i slično. Otpisi potraživanja vrše se jednom od dve metode: a) metoda % od prodaje (na osnovu iskustva menadžment definiše koji % od prihoda od prodaje čine nenaplativa potraživanja) i b) metoda starosti potraživanja (potraživanja se grupišu prema valuti dospeća i isteku te valute u određene starosne grupe i onda se na svaku grupu primenjuje različiti procenat koji određuje menadžment na osnovu iskustva). Otpisi potraživanja moraju biti kodifikovani u internim pravnim aktima kompanije i politici prodaje.

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

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

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

Praksa priznavanja prihoda varira od kompanije do kompanije. General Electric priznaje prihod i potraživanje kada su proizvodi isporučeni kupcima, dok Harper Collins (izdavač knjiga) priznaje prihod kada ispostavi fakturu, što je ponekad mesec dana pre isporuke knjiga. Iako u MRS 18 postoje kriterijumi priznavanja prihoda i potraživanja, menadžeri koriste svoja diskreciona prava da ubrzaju ili odlože priznavanje prihoda. Ovaj postupak se u praksi naziva **window dressing**, odnosno uobličavanje rezultata na dole ili na gore shodno trenutnom cilju koji menadžer želi da postigne. Ovo je posebno istaknuta praksa na kraju obračunskog perioda (kraj godine) kada svi žele da prikažu optimističku sliku poslovanja i stoga žure sa priznavanjem potraživanja i prihoda.

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

Primer²⁴

U toku obračunskog perioda prodato je proizvoda u vrednosti od 5.000 \$. Menadžment je procenio:

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

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

Rešenje:

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

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

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

(1) Rizik naplate

Proučiti potraživanja i njihovu naplatu u grani delatnosti u kojoj firma posluje:

- Proučiti konkurenciju i njihova potraživanja u odnosu na prodaju,
- Proučiti koncentraciju na određene kupce – ako ima nekoliko velikih kupaca stvara se odnos zavisnosti,
- Proučiti starost potraživanja – koliko dugo nisu naplaćena (analizirati adekvatnost kasa skonta, povraćaj robe)

(2) Autentičnost potraživanja (utvrditi ako je to moguće da li ima indicija da je prikazan lažan prihod i lažna, fiktivna potraživanja)

- Proučiti kreditnu politiku firme,

²⁴ Žager, K. i Žager, L. Analiza finansijskih izvještaja, Masmedia, Zagreb, str. 228.

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

2.1.3. ZALIHE

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

Tabela 6. Učešće zaliha u ukupnim obrtnim sredstvima

Kompanija	% od obrtnih sredstava
<i>General Electric</i>	0.07
<i>Yahoo</i>	0.00
<i>Supervalu</i>	0.68
<i>Bank of America</i>	0.00

Pitanje:

HEWLETT PACKARD I YAHOO OBA SU SVETSKI LIDERI U VISOKIM TEHNOLOGIJAMA I INTERNET PORTALU, HEWLETT IMA ZNAČAJNE ZALIHE, A YAHOO NEMA. ZAŠTO JE TO TAKO?

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

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

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

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

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

- a) Metoda specifične identifikacije,
- b) Metoda prva ulazna cena jednaka je prvoj izlaznoj ceni - FIFO (first in, first out),
- c) Metoda poslednja ulazna cena jednaka je prvoj izlaznoj ceni - LIFO (last in, first out)²⁵ i
- d) Metoda ponderisanog prosečnog troška (weigheted avarege cost method).

Svaka od ovih metoda polazi od različite cene po kojoj se vrednuju troškovi materijala. S obzirom da MRS 2 predviđa primenu samo jedne od metoda, menadžment preduzeća je zadužen da donose **računovodstvene politike** o primeni određene metode koja će odgovarati načinu i uslovima trošenja materijala u konkretnom preduzeću. Odabrani metod obračuna troškova materijala (ili nabavne vrednosti prodane robe u trgovinskim firmama) mora se **konzistentno primenjivati** duži vremenski period radi uporedivosti periodičnih rezultata preduzeća.

Promena metoda obračuna troškova materijala mora se obrazložiti uz kvantitativno obuhvatnije efekata te promene u **napomenama** uz finansijske izveštaje preduzeća. Naravno, promena metoda obračuna troškova materijala predmet je nezavisne verifikacije eksternog revizora i naći će se u okviru informacija koje sadrži revizorski izveštaj.

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

²⁵ Od 1.januara 2005.g. primena LIFO metode za preduzeća koja izveštavaju u skladu sa MRS/MSFI osnovom se ukida.

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

Pored zemalja koje primenjuju MRS, gde se ne dozvoljava primena LIFO metode, ovu metodu zabranjuju i Australija, Novi Zeland i Švedska.

Sledeća ilustracija pokazuje rasporetranjenost primene pojedinih metoda vrednovanja troškova zaliha u SAD-u.

Tabela 7²⁶ Primena metoda vrednovanja troškova zaliha u američkoj poslovnoj praksi

Metode vrednovanja troškova zaliha	Kompanije koje primenjuju metode u % od 500 velikih američkih kompanija
FIFO	44 %
LIFO	33 %
Prosečne cene	19 %
Ostale metode	4 %

a) Metoda specifične identifikacije

Metoda specifične identifikacije²⁷ se primenjuje kada su u pitanju specifične zalihe visoke pojedinačne vrednosti. U tom slučaju se svaka jedinica materijala obeležava posebnim serijskim brojem i putem odgovarajućeg softvera prati se njezin put od ulaska na zalihe (nabavka) pa do izlaska sa zaliha za potrebe procesa proizvodnje. Primena metode zahteva da su zalihe materijala u magacinu fizički odvojene po partijama materijala koji potiče iz različitih nabavki. Metoda je nepraktična za primenu u preduzećima gde se vodi veliki broj vrsta zaliha materijala i gde su pojedinačne nabavke česte u toku obračunskog perioda. U tim slučajevima kada su pojedinačne nabavke česte i kada su cene tih nabavki promenjive, izbor materijala koji će se utrošiti postaje predmet arbitraže. Menadžment preduzeća može izabrati da utroši onaj materijal koji ima najnižu cenu što će dovesti do iskazivanja nižih troškova, a time i višeg rezultata u u bilansu uspeha.

Metoda specifične identifikacije ilustrovana je sledećim primerom.

PRIMER

²⁶ Meigs, Robert F. et al., **Financial Accounting**, Wiley, 2000.g., str. 306.

²⁷ Uslovi primene ove metode objašnjavaju se u MRS 2- Zalihe, par. 19-20.

Zalihe materijala preduzeća "Alfa" na dan 30.06. sastoje se od sledećih nabavki:

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

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

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

Rešenje:

TROŠKOVI MATERIJALA (10 JEDINICA X 30 DIN) + (30 JEDINICA X 20 DIN) = 300+600= **900 DIN**

b) Metoda prva ulazna cena jednaka je prvoj izlaznoj ceni - fifo metoda

Ova metoda počiva na pretpostavci da se ***materijal koji je kupljen po prvim nabavnim cenama prvi troši.*** Naravno da stvarno trošenje materijala koji izlazi iz magacina ne mora odgovarati ovoj pretpostavci, jer se materijal na zalihama drži kao jedinstven, a ne podeljen na partije sa različitom cenom. Izbor cene je značajan za računovodstvo (za evidenciju troškova materijala), a ne za magacinsku evidenciju koja se vodi samo po fizičkim jedinicama (količine). Primenu ove metode ilustrovaćemo sledećim primerom.

PRIMER

Zalihe materijala sastoje se iz sledećih nabavki:

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

Ukupna vrednost materijala na zalihama iznosi 104.000 din.

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

Rešenje:

TROŠKOVI MATERIJALA - FIFO METOD (1.000 KG X 12 DIN) + (1.000 KG X 16 DIN) = 12.000 + 16.000 = **28.000 DIN**

c) Metoda poslednja ulazna cena jednaka je prvoj izlaznoj ceni - lifo metoda

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

PRIMER

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

Rešenje:

TROŠKOVI MATERIJALA - LIFO 2.000 KG X 20 DIN = 40.000 DIN

d) Metoda ponderisanog prosečnog troška (metoda prosečnih cena)

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

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

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

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

PRIMER

Koristeći podatke iz primera 33 utvrditi prosečne nabavne cene koristeći konstantni i pokretni prosek.

Konstantni prosek = 104.000 / 6.000 kg = 17.33 din

Troškovi materijala - konstantni prosek

2.000 kg x 17.33 = **34.660 din**

2.1.4. ANALIZA EFEKATA OBRAČUNA TROŠKOVA MATERIJALA NA REZULTAT I ZALIHE

Efekti primene različitih metoda obračuna troškova materijala najlakše se analiziraju na kvantitativnim primerima. To pokazuje sledeći primer.

PRIMER

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

Rešenje:

OBRAČUNATI TROŠKOVI MATERIJALA PRIMENOM RAZLIČITIH METODA, KAO I VREDNOSTI KRAJNJIH ZALIHA MATERIJALA I IZNOSE PERIODIČNOG REZULTATA PRIKAZANI SU U SLEDEĆEM PREGLEDU:

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

PRIMENA RAZLIČITIH METODA REZULTIRALA JE RAZLIČITOM VISINOM TROŠKOVA MATERIJALA (VIDETI KOLONU 3 PREGLEDA), KAO I RAZLIČITOM VISINOM PERIODIČNOG REZULTATA PREDUZEĆA (VIDETI KOLONU 5 PREGLEDA).

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

Dobitak po FIFO metodi je zbir dve komponente:

- ekonomski dobitak = iznos utrošenih zaliha x (Prodajna cena – Najviša cena materijala)
- zadržani dobitak = količina utrošenih zaliha x (najviša cena materijala – najniža cena materijala)

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

LIFO metoda, iako prema MRS nije dozvoljena za primenu od 2005.g., u SAD je kompanije rado primenjuju, a jedan od motiva njezine primene nalazi se u efektima ove metode. Prema LIFO metodi troškovi materijala su najviši, ali na zalihama ostaju one zalihe koje su vrednovane po nerealno niskim troškovima. Međutim, ako firma ništa više

ne nabavlja i ako te zalihe drži duži vremenski period, onda se javlja mogućnost uticaja na rezultat. Naime, u ovim zalihama je sadržana jedna vrsta skrivene rezerve, jer su podcjenjene. U pitanju je tzv. **skrivena rezerva (LIFO reserve)** koja je nastala podcjenjivanjem pozicije zaliha materijala. U nekom narednom momentu, kada se zalihe utroše, u proizvod se ugrađuje materijal po niskim cenama što dovodi do toga da se prikazuju nerealno niski troškovi materijala, koji utiču i na nerealno nisku cenu koštanja. Ovakva niska cena koštanja se onda suprostavlja visokim prihodima od prodaje i na taj način se periodični rezultat povećava. Ovo se dešava jedino u momentu kada se zalihe materijala vođene po LIFO metodi potroše.

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

$$\text{ZALIHE PO LIFO} + \text{LIFO REZERVA} = \text{ZALIHE PO FIFO}$$

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

$$\text{ZADRŽANI DOBITAK} + (\text{LIFO REZERVA} \times (1 - \text{PORESKA STOPA})).$$

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

2.2. RAČUNVODSTVENE POLITIKE PRIZNAVANJA I VREDNOVANJA STALNIH SREDSTAVA

Nekretnine, postrojenja, opremu i nematerijalna sredstva nazivamo zajedničkim imenom **dugoročna ili stalna sredstva**.

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

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

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

Tabela 8. **Prikazuje učešće dugoročnih sredstava u ukupnoj aktivni kompanija raznih delatnosti**²⁸

Naziv kompanije i delatnost	Učešće dugoročnih sredstava u ukupnoj aktivni
<i>Chevron, prerada nafte</i>	58 %
<i>Tommy Hilfiger, velikoprodaja odeće</i>	63 %
<i>Yahoo, internet usluge</i>	15 %
<i>Merill Lynch, finansijske usluge</i>	3 %

Preduzeća u kojima dominiraju dugoročna sredstava su preduzeća koja pripadaju tradicionalnim, kapitalno intenzivnim delatnostima (prerada nafte, tekstilna industrija, brodogradnja, mašinska industrija), dok preduzeća sa manjim učešćem ovih sredstava u aktivni su uslužna preduzeća (internet, finansijske, turističke usluge i dr.).

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

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

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

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

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

²⁸ Pratt, Jamie, op.cit, str. 371.

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

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

Tako, MRS 38 Nematerijalna sredstva, zahteva, pored priticanja koristi i zadovoljenje kriterijuma **identifikacije**. Naime, nematerijalna sredstva se moraju izdvojiti, razlikovati od ostalih nematerijalnih sredstava kako bi se ona kao posebne jedinice mogla prodavati, davati u zakup ili se preduzeće njima moglo služiti u procesu proizvodnje učinaka. Procene budućih ekonomskih koristi se za nematerijalna sredstva mogu ostvariti kroz povećanje prihoda od korišćenja tog sredstva, kroz smanjenje troškova koji nastaju zbog korišćenja nekog nematerijalnog sredstva i na druge slične načine. Kod određenih vrsta nematerijalnih sredstava teško je objektivno proceniti priticanje budućih ekonomskih koristi (troškovi istraživanja u načelu se ne mogu tretirati sredstvom već rashodom perioda jer nije moguće objektivno utvrditi da to nematerijalno sredstvo egzistira i teško je demonstrirati kako će sredstvo da odbacuje buduće ekonomske koristi).

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

U odnosima matičnog i zavisnog preduzeća goodwill iskazuje samo matično preduzeće u konsolidovanom bilansu stanja i tako iskazan goodwill ne podleže amortizaciji. U slučaju poslovne kombinacije u kojoj jedno pravno lice kupuje neto imovinu koja uključuje goodwill i kada ta transakcija ne dovodi do odnosa matičnog i zavisnog preduzeća već do spajanja ili pripajanja, taj goodwill se iskazuje u bilansu stanja preduzeća sticacoca neto imovine. U ovom potonjem slučaju vrši se otpisivanje goodwill-a.

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

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

Sva dugoročna sredstva (materijalna i nematerijalna) vrednuju se po nabavnoj vrednosti ili po ceni koštanja (MRS 16, par. 15 i MRS 38, par. 22). **Nabavna vrednost** (trošak nabavke) definiše se kao iznos gotovine ili gotovinskog ekvivalenta ili fer vrednosti drugih nadoknada datih za nabavku nekog sredstva u vreme pribavljanja ili proizvodnje. Nabavna vrednost kod nekretnina, postrojenja i opreme obuhvata fakturnu cenu, sa uključenim uvoznim dažbinama i nepovratnim porezima na nabavke i svaki neposredno pripisivi trošak u privođenju sredstava radnim uslovima za normalnu upotrebu, dok se svaki trgovinski popust (bonifikacija, rabat isl.) odbija od nabavne vrednosti (MRS 16, par.16).

Struktura nabavne vrednosti zavisi od toga da li se dugoročno sredstvo pribavlja nabavkom na eksternom tržištu, izgradnjom ili razmenom.

Troškovi nabavke nekretnina, postrojenja i opreme koje se **pribavljaju kupovinom na eksternom tržištu**, obuhvataju fakturane vrednosti (utvrdive po fakturi dobavljača od kojeg je kupljeno dugoročno sredstvo) uvećanoj za izdatke za transportne troškove i troškove manipulacije (utovar, istovar), osiguranje u toku tranzita i troškove montaže. Specifičnost kod nabavke dugoročnih sredstava je u tome što se troškovi **kamata** na dugoročne kredite iz kojih se finansiraju dugoročna sredstva ne uključuju kao deo nabavne vrednosti, već se tretiraju rashodom perioda (MRS 23 – Troškovi uzajmljivanja, par. 7).

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

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

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

Najveći problem utvrđivanja nabavne vrednosti predstavljaju **interno generisana nematerijalna sredstva**. Prema MRS 38, u tu kategoriju spadaju troškovi istraživanja i razvoja. Prema MRS 38, nematerijalno sredstvo može nastati samo u fazi razvoja, a ne i u fazi istraživanja. **Troškove istraživanja treba odmah tretirati rashodom perioda, dok**

troškove razvoja treba aktivirati u bilansu stanja kao nematerijalna sredstva ako je ono tehnički izvedeno, sposobno da se koristi ili prodaje i ako se ti troškovi mogu na razumnoj osnovi meriti. Nabavnu vrednost čine svi troškovi koji se mogu direktno pripisati ili rasporediti na sredstvo (trošak materijala, plate radnika na razvoju, nadoknade da se registruje zakonsko pravo na patent, opšti troškovi kao što je amortizacija i sl.). Interno generisani goodwill nije materijalno sredstvo. Interno izgrađeni zaštitni znaci, memorandum, specifikacije kupaca i slične stavke ne predstavljaju nematerijalnu imovinu jer ne zadovoljavaju kriterijum objektivnog merenja njihove vrednosti.

Amortizacija

Amortizacija je proces alokacije nabavne vrednosti stalnog sredstva na rashode, odnosno troškove. Stalna sredstva su kapitalizovani troškovi koji čekaju momenat da pređu u bilans uspeha kada ih treba sučeliti (matching) sa prihodima u tom obračunskom periodu. Za utvrđivanje troškova amortizacije, analitičar mora voditi računa o sledećem: veku upotrebe, procenjenoj rezidualnoj vrednosti, nabavnoj vrednosti i primenjenoj metodi amortizacije. MRS 16 Nekrentine, postrojenja i oprema daje menadžmentu mogućnost da izabere između nekoliko metoda amortizacije koje im stoje na raspolaganju:

- metode vremenske amortizacije (linearna, degresivna), i
- funkcionalna metoda amortizacije.

Tabela 9. Praktična zastupljenost računovodstvenih metoda amortizacije²⁹

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

Metode amortizacije moraju odraziti ekonomsku suštinu alokacije nabavne vrednosti određenog sredstva. Promena metoda amortizacije smatra se promenom računovodstvene politike i mora se objaviti u napomenama i izvršiti objavljivanje efekata nove metode kao da je oduvek bila u primeni- retroaktivna primena i efekti na Izveštaj o promeni na kapitalu (MRS 8), dok se promena veka upotrebe i rezidualne vrednosti smatra promenom računovodstvene procene koju je dovoljno objaviti u okviru napomena. U ovom delu raspravljaćemo o efektima dva alternativna metoda amortizacije na bilans uspeha, odnosno na iskazani rezultat u obračunskom periodu. Rezultate primene pravolinijskog i metoda aritmetičke degresije ilustrovaćemo sledećim primerom.

²⁹ Prema Pratt, Jamie, *op.cit.*, str. 388.

PRIMER

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

Rešenje:

Pravolinijska stopa amortizacije = $100/5 = 20\%$

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

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

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

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

Pravolinijska metoda amortizacije pokazuje istu godišnju kvotu amortizacije u svim godinama korisnog veka upotrebe sredstava koja iznosi 3.000 din. Primenom metode aritmetičke degresije, koja se još naziva i metoda ubrzane (akcelerirane) amortizacije, u prve dve godine se otpiše 60% vrednosti dugoročnog sredstva. Metoda aritmetičke degresije odbacuje veće kvote amortizacije u prve dve godine od pravolinijske metode. U kasnijim godinama veka trajanja godišnje kvote amortizacije po metodi degresije opadaju ispod kvota koje daje pravolinijska metoda amortizacije. Obe metode u potpunosti amortizuju nabavnu vrednost dugoročnog sredstva od 15.000 din u toku 5 godina veka trajanja.

Obračun periodičnih rezultata po godinama kada preduzeće za obračun troškova amortizacije primenjuje pravolinijsku metodu dat je u sledećem pregledu:

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

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

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

Komentar rešenja:

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

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

Promene u metodama amortizacije determinisane su različitim faktorima. Preduzeća moraju imati opravdanje za promenu u metodama amortizacije i dužna su da efekte promena metode na dobitak iskažu u napomenama uz finansijske izveštaje za 5 godina unazad pre početka primene tog metoda. U poslovnoj praksi tržišno razvijenih zemalja promene metoda amortizacije nisu retke. Tako je velika američka kompanija IBM

promenila metodu obračuna amortizacije i prešla sa degresivnog na pravolinijski obračun amortizacije. Promena metoda amortizacije dovela je do povećanja dobitka ove kompanije za 375 miliona \$. Premda je povećanje dobitka uvek pozitivan signal za investitore, promena metoda amortizacije u kompaniji IBM nije uticala na povećanje cena akcija kompanije IBM, što znači da su investitori prepoznali da se promenom metoda amortizacije **ne kreiraju realne performanse kompanije**.³⁰ Naime, veoma često investitori promenu metoda amortizacije doživljavaju kao negativan signal, odnosno kao pokušaj menadžmenta da prikrije loše poslovne rezultate tzv. kozmetičkim bilansnim promenama.

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

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

³⁰ Primer preuzet iz : Pratt, Jamie, *op.cit.*, str. 386.

3. ANALIZA RAČUNOVODSTVENIH POLITIKA PRIZNAVANJA I VREDNOVANJA OBAVEZA, REZERVISANJA I SOPSTVENOG KAPITALA KOMPANIJE

Analiza obaveza i rezervisanja

Analiza finansijskih izveštaja mora da obuhvati i analizu računovodstvenih politika koje se odnose na rezervisanja, odnosno dugoročne obaveze po tom osnovu. Rezervisanje ima najmanje dva značenja:

- a) obaveza neizvesnog roka dospeća ili iznosa i
- b) rezervisanje je postupak priznavanja i vrednovanja rezervisanja kao obaveza u bilansu stanja.

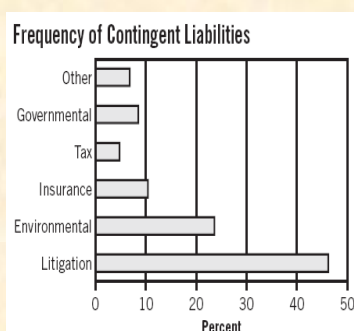
Rezervisanja (contingent liabilities) su obaveze koje zavise od razvoja nekog po pravilu nepovoljnog događaja za kompaniju (kvar na robi i njezina popravka, obnavljanje nekog prirodnog bogatstva i slično). Podmirivanje ove obaveze zahteva odliv resursa preduzeća koje sadrže ekonomske koristi.

Da bi neka obaveza bila priznata kao rezervisanje mora postojati izvesnost da će neki događaj nastati u budućnosti i da će po tom osnovu doći do odliva sredstava. Pouzdanom procenom može se utvrditi iznos buduće obaveze preduzeća, tako da je sastavni deo posla računovođe da obavi procenjivanje iznosa rezervisanja.

Rezervisanje se može izvršiti za:

- davanje garancija kupcima robe,
- davanje jemstva drugom preduzeću za izmirivanje njegovih obaveza,
- ekološko zagađenje okoline u slučaju kada postoji zakonska obaveza uklanjanja zagađenja,
- rezervisanje za efekte sudskog spora ako je izvesno da će biti izgubljen itd.

U sledećoj tabeli prikazani su najčešći motivi rezervisanja:



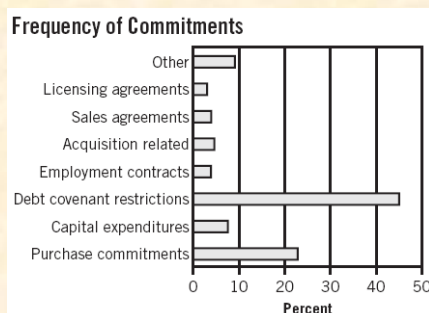
Finansijski analitičari imaju sledeće informacije na raspolaganju kada je reč o rezervisanjima: napomene, diskusije menadžmenta, pismo akcionarima.

Kada je reč o analizi, koriste se sledeće metode:

- utvrđuje se tačnost izvršenih procenjivanja rezervisanja od strane menadžmenta,
- analizirati napomene utvrđujući postojeći rizik od nekog događaja za koji je izvršeno rezervisanje,
- utvrditi iznos pristrasnosti u utvrđivanju iznosa rezervisanja i
- voditi računa o strategiji enormno visokih rezervisanja (big bath).

Drugi problem vezan za računovodstvene politike priznavanja i vrednovanja obaveza odnosi se na čvrsto preuzete obaveze ili Firm commitment. Ovde je reč o takvim obavezama koje će potencijalno nastati ako kompanija prekrši neku od restriktivnih kaluzula u definisanim ugovorima sa poslovnim partnerima (ovde je najčešće reč o bankama).

Sledeća ilustracija prikazuje najčešće motive za čvrsto preuzete obaveze. Izdvajaju se obaveze po osnovu prekršenih restriktivnih klauzula i čvrste obaveze nabavke robe od dobavljača.



Izvori informacija o čvrsto preuzetim obavezama koje nisu prikazane u bilansu stanja su napomene, izjave korporativnih zvaničnika i druge izjave za štampu. Posebno je bitno utvrditi koji je to mogući iznos obaveza pod rizikom i kako taj iznos utiče na evaluaciju rizika kompanije kao celine.

Primer

Preduzeće X prodalo je gotovih proizvoda kupcima za 5.000 \$ uz garanciju koja traje 2 godine. Menadžment je procenio da će troškovi popravki u garantnom roku iznositi: a) 1% prodajne vrednosti i b) 5% prodajne vrednosti.

Ostali troškovi iznose 4.700.

Uticaj troškova rezervisanja na periodični rezultat prikazan je u sledećoj tabeli:

Opis	Varijanta A	Varijanta B
Ukupni prihodi od prodaje	5.000	5.000
Ostali troškovi	4.700	4.700
Rezervisanja na ime troškova popravki u garantnom roku	50	250
Dobitak	250	50

U zavisnosti od visine procene troškova rezervisanja na ime popravki u garantnom roku rezultat (dobitak) se smanjuje i to smanjenje zavisi od veličine izvršenog rezervisanja. Veće umanjeње rezultata je kod varijante C. Ovde treba napomenuti da iznos rezervisanja treba biti objektivno procenjen, a ne da služi u cilju namernog umanjeња rezultata u obračunskom periodu. Ako stvarno nastali troškovi su bliži rezervisanom iznosu udar na finansijski rezultat je manji. Ako su ova odstupanja veća udar na rezultat u momentu nastanka troškova je veći jer se deo nerezervisanih, a stvarno nastalih troškova ponovo prebacuje u rashode u bilansu uspeha tekućeg perioda i smanjuje rezultat (ako su stvarni troškovi popravki u garantnom roku veći) ili se deo rezervisanja koje nije utrošeno u periodu ukida u korist prihoda i tako povećava rezultat perioda (stvarno nastali troškovi popravki su niži od rezervisanog iznosa).

Sopstveni kapital

Sopstveni kapital akcionarskih društava je složena kategorija, a u cilju ilustracije ove problematike poslužićemo se konsolidovanim bilansom stanja akcionarskog društva Michelin i bilansom stanja Honda Motor Co. u kojima je pozicija sopstvenog kapitala prikazana na sledeći način:³¹

Tabela 10. **Pozicija sopstvenog kapitala akcionarskih društava Michelin group i Honda Motors Co.**

Michelin group		Honda motor co.	
Sopstveni kapital	31.12.2002. u 000 Eur	Sopstveni kapital	31.03.2002. u mil.\$
Obične akcije	283,585	Obične akcije, dobrena emisija 3,600,000,000 izdatih akcija 974,414,215	646
Emisiona premija (Ažio)	1,806,789	Emisiona premija (Ažio)	1,295
Neraspoređen dobitak (zadržani dobitak)	2,238,462	Zakonske rezerve	217
Neraspoređen dobitak	-	Neraspoređen dobitak	20,775
Otkupljene sopstvene akcije	-	Otkupljene sopstvene akcije	-

³¹ Podaci u tabeli su preuzeti iz originalnih, štampanih godišnjih izveštaja Michelin group i Honda Motor Co. za 2002.g.

Michelin group ima jednostavnije predstavljenu poziciju sopstvenog kapitala u poređenju sa Honda Motor Co. Jedan od razloga je u činjenici što Michelin group prilikom sastavljanja finansijskih izveštaja sledi francuske računovodstvene standarde, dok Honda svoje izveštaje sastavlja u skladu sa američkim Opšteprihvaćenim principima (US GAAP) koji zahtevaju minuciozniju razradu pozicije sopstvenog kapitala u bilansu stanja. U okviru pozicije obične akcije, Honda prikazuje informacije o *odobrenim i stvarno emitovanim akcijama*, kao i informacije vezane za *otkup sopstvenih akcija*. Specifičnost Hondinog segmenta akcijskog kapitala u bilansu stanja je i u činjenici što Honda ima poziciju Rezervi u koje unosi zakonom propisan minimum ostvarenog dobitka. Obe kompanije imaju poziciju Neraspoređeni dobitak u koju se unosi deo dobitka koji preostaje za dodatna ulaganja u kompaniju, odnosno deo dobiti koji se ponovo ulaže u poslovanje i proširivanje poslovnih aktivnosti (rast i razvoj).

Zakonska obaveza o stalnosti osnovnog kapitala za akcionarsko društvo i njegovoj minimalnoj visini uslovlila je podelu računa sopstvenog kapitala na njegovu stalnu i promenjivu komponentu.

Stalnu komponentu čini osnovni kapital.

Promenjivu komponentu čine: emisiona premija- ažio, rezerve i neraspoređena dobit. Ovi promenjivi delovi se različitim odlukama o raspodeli dobiti mogu menjati.

Stalni kapital se ne može menjati bez dvotrećinske većine glasova na Skupštini akcionara. Osim toga Zakon insistira na održavanju, barem, minimalne visine sopstvenog kapitala. To znači da, ako kapital padne ispod zakonskog minimuma, daje se rok od jedne godine za usklađivanja kapitala, a posle toga, ako se usklađivanje ne obavi, proglašava se likvidacija društva. Iz prethodne podele možemo uočiti da ostvareni dobiti i gubici ne menjaju stalni kapital već čine promenjivu komponentu kapitala. Kao što je rečeno, promenjivi deo kapitala zavisi od poslovanja društva i odluka o tome kako se raspoređuje dobit. Menadžment kompanije donosi odluku o raspodeli dobitka i upućuje je na verifikaciju godišnjoj skupštini akcionara zajedno sa godišnjim finansijskim izveštajima.

Raspodela ostvarenog periodičnog rezultata (dobitka) sadrži³²:

- pokrće gubitka iz prethodnih godina,
- deo dobitka za akcionare (dividende),
- deo dobitka koji se unosi u rezerve i
- iznos neraspoređenog dobitka.

³² Zakon o privrednim društvima, Službeni glasnik RS, br. 125/2004, čl. 215.

Posle donošenja odluke o isplati dividende akcionar kome ona treba da bude isplaćena postaje **poverilac društva** za iznos pripadajuće dividende.

Dividende se mogu plaćati u novcu i u akcijama ili drugim hartijama od vrednosti akcionarskog društva ili akcijama tog društva u drugim društvima, kao i u drugoj imovini. Ovi oblici plaćanja dividendi poznati su i u svetskoj praksi i dele se na: dividende u gotovini (cash dividends), dividende u stvarima (property dividends) i dividende u sopstvenim akcijama (stock dividends). Najveći broj kompanija plaća gotovinske dividende. Naravno, neke kompanije kao Microsoft poznate su po tome što ne plaćaju dividende ni u jednom od tri oblika. Ova kompanija ceo dobitak ulaže u razvoj preduzeća, a akcionare stimuliše i zadržava kroz porast cene akcija (kapitalni dobitci). Plaćanje dividende u sopstvenim akcijama ili kroz otuđivanje imovine društva ne smatra se pozitivnim signalom, već takvu pojavu akcionari tumače kao problematičnu i menadžeri retko pribegavaju plaćanju dividendi u naturi ili kroz akcije sopstvene kompanije.

Zakon insistira na **ograničenjima u vezi raspodele** dobitka ostvarenog u tekućoj poslovnoj godini. Otvoreno akcionarsko društvo tokom poslovne godine može plaćati dividende pod uslovom da³³: 1) se iz privremenih i za tu namenu sačinjenih računa vidi da su raspoloživa sredstva dovoljna za plaćanje i 2) iznos koji se isplaćuje ne pređe ukupnu dobit od kraja poslednje poslovne godine uvećan za neraspoređenu dobit i iznose iz rezervi, a umanjen za utvrđene gubitke i iznos koji se mora uneti u rezerve, u skladu sa posebnim zakonom, osnivačkim aktom ili statutom društva.

Analiza sopstvenog kapitala obuhvata sledeće:

- klasifikaciju i distinkciju između različitih klasa akcija (redovne, preferencijalne),
- istraživanje i analizu specijalnih prava uz akcije (pravo na prioritetnu naplatu dividende, pravo preče kupovine, varanti za kupovinu akcija, opcije na akcije) i prioriteta u likvidaciji,
- analiza otkupljenih sopstvenih akcija koje nisu poništene i koje će kasnije biti reemitovane,
- analiza distribucije dividendi u obliku sopstvenih akcija,
- analiza split – off transakcija (2:1)
- analiza zakonskih restrikcija u emisiji i distribuciji akcija i
- analiza zakonskih restrikcija u raspodeli dobitka.

³³ Zakon o privrednim društvima, Službeni glasnik RS, br. 125/2004, čl. 217.

TREĆI DEO

**INSTRUMENTI ANALIZE FINANSIJSKIH
IZVEŠTAJA**

1. VRSTE INSTRUMENTATA KOJI SE KORISTE U ANALIZI FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

Analiza finansijskih izveštaja bavi se kvantificiranjem i istraživanjem odnosa i veza koji postoje između pozicija bilansa stanja, bilansa uspeha i izveštaja o tokovima gotovine na način da se omogući ispravna ocena finansijskog položaja, uspešnosti i likvidnosti poslovanja. Da bi se ovaj zadatak obavio, finansijskom analitičaru na raspolaganju stoje određeni instrumenti ili tehnike analize.

U analizi finansijskih izveštaja koriste se sledeći instrumenti:

- horizontalna analiza,
- vertikalna analiza,
- analiza osnovnih finansijskih indikatora (pokazatelja),
- analiza pomoću neto obrtnog fonda i
- analiza leverage-a.

Svi pomenuti instrumenti predmet su razmatranja u naredom poglavlju.

1.1. HORIZONTALNA ANALIZA

Horizontalna analiza predstavlja poređenje bilansnih pozicija u bilansu stanja tekuće i prethodne godine, kao i pozicija bilansu uspeha tekuće i prethodne godine. Reč je, praktično, o **komparativnoj (uporednoj) analizi** promena između tekuće i prethodne godine..

Prvi korak u ovoj analizi je da se izračuna razlika između tekuće i prethodne godine, na sledeći način:

$$\text{RAZLIKA (U APSOLUTNOM IZNOSU)} = \text{TEKUĆA GODINA} - \text{PRETHODNA GODINA}$$

Drugi korak ove analize je izražavanje te razlike u % na sledeći način:

$$(\text{RAZLIKA} / \text{PRETHODNA GODINA}) \times 100$$

Primer:

AKTIVA	20x2	20x1	Promena	Promena u %
Tekuća sredstva (gotovina, potraživanja, zalihe)	37.200	25.600	11.600	45.3%
Stalna sredstva (nekretnine, postrojenja i oprema, nemater. sredstva, dugoročni plasmani)	218.928	194.400	24.528	12.6%
Ukupna sredstva:	256.128	220.000	36.128	16.42%

PASIVA	20x2	20x1	Promena	Promena u %
Tekuće obaveze	22,400	6,400	16.000	250 %
Dugoročne obaveze	70,000	80,000	(10.000)	(12.5%)
Akcijski kapital	163,728	133,600	30.128	22.55 %
Ukupno pasiva:	256.128	220.000	36.128	16.42 %

Ukupno povećanje aktive i pasive je jednako 16.42% zbog toga što postoji jednakost osnovne bilansne jednačine : Aktiva = Obaveze + Kapital ili Aktiva = Pasiva.

U ovom primeru došlo je do povećanja tekućih sredstava i dugoročnih sredstava, do povećanja tekućih obaveza, smanjenja dugoročnih obaveza i povećanja akcijskog kapitala. Ovde se posebno ističe značajno povećanje tekućih obaveza (250%) što nije povoljno jer se tekuće obaveze moraju servisirati u kratkom roku, što može ugroziti likvidnost preduzeća. Ovakva činjenica navodi na razmišljanje da ovo preduzeće nema dovoljno sredstava da servisira tekuće obaveze, već da ih odlaže i da se one kumuliraju neplaćene u bilansu stanja. Smanjenje dugoročnih obaveza govori o tome da ova kompanija servisira dugove, tj. da otplaćuje svoje dugoročne obaveze (na primer, dugoročni kredit od banke se vraća u ratama koje se nazivaju anuiteti).

Povećanje akcijskog kapitala govori o tome da je ova kompanija emitovala dodatne akcije i da je nastojala da prikupi kapital od vlasnika firme (akcionara).

Povećanje sredstava, i to značajno povećanje dugoročnih sredstava govori o tome da ova kompanija ulaže u rast i razvoj, odnosno u nabavku nove nekretnine, postrojenja i opreme. Oko 45% povećanja ovih sredstava znači visok rast kompanije. Povećanje tekućih sredstava nije značajno i iznosi svega 12.6%.

1.2. VERTIKALNA ANALIZA

Vertikalna analiza bilansa stanja i bilansa uspeha je značajna zato što se u ovoj analizi određene bilansne pozicije iskazuju kao 100% , a onda se sve ostale pozicije iskazuju kao % od te osnovne pozicije. Ovde je reč o **strukturnoj analizi finansijskih izveštaja**, odnosno o sagledavanju odnosa više pozicija u odnosu na jednu koja se tretira kao 100%.

Najčešće se kao 100% tretiraju ukupna aktiva i pasiva u bilansu stanja i prihodi od prodaje u bilansu uspeha.

Ovako iskazani finansijski izveštaji nazivaju se **common size**.

Primer:

BILANS USPEHA	20x2	20x2 (u % od prihoda	20x1	20x1 (u % od prihoda
Neto prihod od prodaje	424.000	100	368.000	100
Nabavna vrednost prodate robe	254.400	60	239.200	65
Bruto dobitak	169.600	40	128.800	35
Troškovi prodaje	106.000	25	73.600	20
Opšti troškovi	50.880	12	36.800	10
Neto dobitak	12.720	3	18.400	5

Na osnovu prethodnih podataka možemo zaključiti da je u strukturi prihoda povećano učešće sledećih troškova: troškovi prodaj i opšti troškovi. Smanjeno je učešće neto dobitka u ukupnim prihodima sa 5% na 3%, što je indikacija opadanja prinodne snage kompanije. Smanjeno je učešće nabavne vrednosti prodate robe u strukturi ukupnih prihoda od prodaje sa 65% na 60% u 20x2.g. (ovo je rezultat opadanja cena te robe na tržištu ili efikasnosti nabavne službe koja je robu nabavljala pod povoljnijim uslovima i nižim cenama).

Primer:

AKTIVA	20x2	u %
Tekuća sredstva (gotovina, potraživanja, zalihe)	37.200	15
Stalna sredstva (nekretnine, postrojenja i oprema, nemater. sredstva, dugoročni plasmani)	218.928	85
Ukupna sredstva:	256.128	100

PASIVA	20x2	u %
Tekuće obaveze	22.400	9
Dugoročne obaveze	70.000	27
Akcijski kapital	163.728	64
Ukupna pasiva:	256.128	100

Na osnovu vertikalne analize bilansa stanja možemo zaključiti nešto više o strukturi sredstava (aktive) i izvora finansiranja (pasive) bilansa stanja. U strukturi aktive dominiraju stalna sredstva sa 85%, dok u strukturi pasive dominira akcijski kapital sa 64% učešća u izvorima finansiranja. Na osnovu ovakve strukture možemo zaključiti da je veliki deo stalnih sredstava finansiran iz sopstvenog kapitala, ali da je jedan deo finansiran i iz kratkoročnih izvora što nije povoljan pokazatelj. Naime, ovde se vidi da *nije usklađena ročna struktura sredstava i izvora finansiranja*. Stalna sredstva prema zlatnom bilansnom

pravilu u užem smislu³⁴ mora biti finansirana iz dugoročnih izvora u potpunosti (dugoročne izvore čini sopstveni kapital i dugoročni pozajmljeni kapital). U ovoj promeni nema dugoročnog pozajmljenog kapitala, pa je deo stalnih sredstava finansiran iz kratkoročnih kredita.

1.3. ANALIZA POMOĆU FINANSIJSKIH POKAZATELJA- RATIO ANALYSIS

Kada govorimo o analizi finansijskih izveštaja, ona se, u suštini, poistovećuje sa analizom pomoću finansijskih pokazatelja (koeficijenata, indikatora).³⁵ Pokazatelji su odnosi između dve veličine izražen u prostoj matematičkoj formuli. Pokazatelji imaju svoju vrednost samo ako su pravilno interpretirani. Interpretacija pokazatelja se obavlja uvek u odnosu na neko pravilo, standard ili normu. U analizi finansijskih izveštaja, primarno u analizi pomoću pokazatelja koriste se sledeći standardi za poređenje i interpretaciju:

- mentalni standardi samog analitičara koji odražavaju njegovo iskustvo o tome šta se smatra normalnim pokazateljem, a šta ne,
- poređenje sa prosekom grane u kojoj kompanija posluje,
- poređenje sa istorijskim pokazateljima iste kompanije (prethodna godina),
- poređenje sa pokazateljima koji su uneti u planove kompanije,
- utvrđeni standardi (uobičajeni u literaturi).

Sa analitičke tačke gledišta klasifikacija pokazatelja obavlja se prema relevantnim aspektima poslovanja koji interesuje analitičara:

- a) pokazatelji likvidnosti,
- b) pokazatelji poslovne aktivnosti,
- c) pokazatelji rentabilnosti,
- d) pokazatelji finansijske strukture i
- e) pokazatelji tržišne vrednosti.

Pokazatelji likvidnosti

Pokazatelji likvidnosti imaju za cilj da ukažu na sposobnost kompanije da servisira dospele obaveze plaćanja, uz održavanje potrebne strukture sredstava i očuvanje dobrog kreditnog boniteta. Najvažniji su sledeći pokazatelji:

³⁴ Bilansno pravilo finansiranja u užem smislu, zahteva da stalna sredstva budu u celini finansirana iz dugoročnih izvora finansiranja (sopstveni kapital + dugoročni pozajmljeni kapital), dok se obrtna imovina mora finansirati iz kratkoročnog kapitala. Smisao ovog pravila nalazi se u fokusiranju sigurnosti poverilaca (zaštita od rizika). Bilansno pravilo u širem smislu zahteva da i deo zaliha bude finansiran iz dugoročnih izvora finansiranja.

³⁵ Ređe koristimo termin *ratio* jer ovaj termin znači *razum*, dok *ratio* na engl. znači *odnos dve veličine*.

Pokazatelj opšte (tekuće) likvidnosti = Obrtna sredstva / Kratkoročne obaveze

Normala ili standard za ovaj pokazatelj je 2:1, ali u tumačenju treba biti oprezan. Ovde je potrebno ispitati strukturu obrtnih sredstava i utvrđivanje koeficijenta obrta pojedinačnih obrtnih sredstava (zalihe, potraživanja i gotovina).

Pokazatelj reducirane likvidnosti = Likvidna sredstva (Gotovina, potraživanja, kratkoročni plasmani) / Kratkoročne obaveze

Ovaj pokazatelj se naziva Acid test. Ako firma ima odnos 1:1 načelno se smatra da je stanje njegove tekuće likvidnosti relativno zadovoljavajuće.

Neto obrtna sredstva (working capital) = Obrtna sredstva - Kratkoročne obaveze

Preduzeće koje ima veći iznos neto obrtnih sredstava automatski obezbeđuje i veći stepen likvidnosti. Ovaj pokazatelj je posebno značajan za kratkoročne poverioce, koji ga pažljivo prate i analiziraju jer je on indikator kratkoročne likvidnosti i sposobnosti vraćanja dugova. Neto obrtna sredstva omogućavaju zaduživanje kompanije na kratak rok. Banka, koja može biti kratkoročni poverilac (kad odobrava kratkoročne kredite) na ovaj način želi da oceni mogući stepen rizika sa kojim ulaže sredstva.

Pokazatelji poslovne aktivnosti

Preduzeće ulaže u stalna i obrtna sredstva sa namerom da ih koristi efikasno, što znači da sa malim ulaganjima ostvari što veći obim poslovne aktivnosti. Finansijski pokazatelji aktivnosti povezuju informacije iz bilansa stanja i bilansa uspeha. Ovi pokazatelji obuhvataju odnose između prihoda i troškova iz bilansa uspeha dovodeći ih u vezu sa odgovarajućim pozicijama iz bilansa stanja.

U ove pokazatelje ubrajamo sledeće:

Koeficijent obrta kupaca = Prihodi od prodaje / Prosečan saldo kupaca

Prosečan saldo kupaca = Kupci u tekućem periodu + Kupci u prethodnom periodu / 2

Prosečan period naplate potraživanja = 365 / Koeficijent obrta kupaca

Koeficijent obrta kupaca treba analizirati u kontekstu kreditnih uslova odobrenih kupcima. Ako uobičajeni kreditni period iznosi 30 dana, prosečan period naplate treba da bude oko 30 dana. Duži period znači nezadovoljavajuću naplatu potraživanja od kupaca u toku godine. Ovi instrumenti služe za utvrđivanje likvidnosti kompanije.

Koeficijent obrta dobavljača = Vrednost godišnjih nabavki robe i materijala na kredit /
Prosečan saldo dobavljača u toku godine

Iznos u brojiocu se mora dobiti indirektno iz podataka iz računovodstva. Treba ga analizirati u kontekstu kreditnih uslova koje dobavljači odobravaju konkrentoj kompaniji.

Koeficijent obrta zaliha = Cena koštanja realizovanih proizvoda / Prosečan saldo zaliha
Prosečno vreme trajanja jednog obrta = 365/ Koeficijent obrta

Zalihe u proizvodnim preduzećima predstavljaju izuzetno značajan segment obrtnih sredstava i upravljanje zalihama znači njihov što brži obrt. Za zalihe i njihovu prodaju vezana je pozicija iz bilansa uspeha pod nazivom Cena koštanja realizovanih proizvoda. Međutim, u našim bilansnim shemama ne možemo pronaći ovu poziciju zbog primene metode ukupnih troškova u obračunu rezultata kompanije u celini. Ova pozicija se može pronaći u bilansima stanja trgovinskih firmi kao pozicija Nabavna vrednost prodate robe.

KOEFICIJENT OBRTA ROBE (TRGOVINA) = NABAVNA VREDNOST PRODATE ROBE / PROSEČAN SALDO ZALIHA ROBE

PROSEČAN SALDO ZALIHA ROBE = SALDO ROBE NA POČETKU GODINE + SALDO ROBE NA KRAJU GODINE / 2

Ovaj pokazatelj govori o tome koliko puta u toku godine se zalihe konvertuju u gotovinu. Brži obrt znači brže pretvaranje zaliha u gotovinu, što se smatra povoljnim.

KOEFICIJENT OBRTA UKUPNIH OBRJNIH (TEKUĆIH) SREDSTAVA = UKUPNI POSLOVNI RASHODI IZ BILANSA USPEHA / PROSEČNA OBRJNA SREDSTVA

PROSEČNA OBRJNA SREDSTVA = OBRJNA SREDSTVA NA POČETKU + OBRJNA SREDSTVA NA KRAJU GODINE / 2

KOEFICIJENT OBRTA STALNIH SREDSTAVA = NETO PRIHODI OD PRODAJE / PROSEČNA STALNA SREDSTVA.

Kao standard za poređenje koristi se prosečna vrednost za granu u kojoj firma posluje. Nedovoljan koeficijent obrta uzima se kao pokazatelj predimenzioniranosti stalnih sredstava koja se nedovoljno efikasno koriste.

KOEFICIJENT OBRTA UKUPNIH POSLOVNIH SREDSTAVA = NETO PRIHODI OD PRODAJE / UKUPNA POSLOVNA SREDSTVA (SADAŠNJA VREDNOST)

Uopšteni indikator poslovne aktivnosti firme.

Pokazatelji finansijske strukture

Ukupna sredstva u aktivi finansiraju se iz obaveza ili sopstvenog kapitala. Struktura pasive može biti komponovana na različite načine kako bi odgovarala individualnim potrebama kompanije i njezinoj strukturi aktive. U komponovanju pasive treba voditi računa o tome da su zadovoljeni uslovi zlatnog bilansnog pravila u užem ili širem smislu. Komponovanje pasive, odnosno odnos između sopstvenih i pozajmljenih izvora finansiranja (obaveza) naziva se finansijskom strukturom.

Indikatori ili pokazatelji finansijske strukture su stoga nezaobilazno sredstvo kojim se analitičar služi da bi procenio finansijski položaj kompanije.

$$\text{ODNOS POZAJMLJENIH PREMA UKUPNIM IZVORIMA FINANSIRANJA} = \frac{\text{POZAJMLJENI IZVORI (DUGOROČNE I KRATKOROČNE OBAVEZE)}}{\text{UKUPNA PASIVA}}$$

Ovaj pokazatelj je različit od kompanije do kompanije i ne postoji neka unapred data normala ili standard. Stoga ga treba porediti sa prethodnom istorijom kompanije kada je reč o učešću pozajmljenih izvora, kao i sa prosekom u grani u kojoj firma posluje.

$$\text{ODNOS DUGOROČNIH OBAVEZA I SOPSTVENOG KAPITALA (DEBT/EQUITY RATIO)} = \frac{\text{DUGOROČNE OBAVEZE I REZERVISANJA}}{\text{SOPSTVENI KAPITAL}}$$

Ovim pokazateljem se izražava stepen dejstva leverage-a, kojim se pokušavaju izmeriti efekti finansiranja iz pozajmljenih izvora na rentabilnost ili stopu prinosa sopstvenog kapitala. O leverage-u će biti više reči u našim narednim izlaganjima.

U sledećoj tabeli prikazani su debt to equity ratio u periodu:

Tabela 11³⁶

Delatnosti	1990	1991	1992	1993	1994
Standard and Poor 400 Industrijske kompanije	21	21	20	19	20
Avio industrija	14	14	12	14	13
TV, Mediji	53	53	53	47	45
Kompjuterski sistemi	10	11	9	10	11
Elektronska industrija	9	10	9	7	6
Hardveri i druga oprema	38	38	32	31	27

$$\text{KOEFIČIJENT POKRIĆA KAMATE} = \frac{\text{POSLOVNI DOBITAK}}{\text{TROŠKOVI KAMATE NA KREDITE}}$$

Finansiranje iz dugoročnih kredita ili emisijom obveznica prouzrokuje da kompanija ima fiksne periodične rashode na ime kamate, kao fiksnu obavezu koju mora podmiriti. Ovi izdaci za kamatu padaju na teret poslovnog dobitka. Ovaj pokazatelj se upoređuje sa

³⁶ Higgins, Robert C. *Analysis for Financial Managers*, Irwin Mc Graw Hill, 1998.g., str. 203.

njegovom vrednošću za tu kompaniju u prethodnim godinama. Teško je reći koliko bi to pokriće realno trebalo da iznosi jer ne postoji neki prihvaćeni standard.

Pokazatelji rentabilnosti (uspešnosti)

Poslovni dobitak, kao razlika poslovnih prihoda i rashoda, predstavlja prirast koji je ostvaren na angažovana poslovna sredstva koja su korišćena za obavljanje delatnosti. Nepobitna povezanost bilansa stanja i bilansa uspeha omogućila je da svaki prihod se predstavlja kao povećanje aktive ili smanjenje pasive, dok se rashodi tumače kao smanjenja aktive ipovećanja pasive. Iz ovih odnosa proizlazi da prihodi i rashodi i njihova razlika (dobitak ili gubitak) proističu iz anagažovanja sredstava i izvora finansiranja (aktive i pasive) neke kompanije. Ako su sredstva i izvori efikasno korišćeni firma ostvaruje dobitak, u protivnom ostvaruje gubitak. U tom smislu iznos dobitka ili gubitka nije toliko značajan za analizu (koristi se kod horizontalne analize), dok je daleko značajnije staviti taj dobitak u odnos sa sredstvima koja su angažovana u njegovom stvaranju. Pokazatelji rentabilnosti su relativni odnosi dve pozicije gde je u brojiocu dobitak, a u imeniocu neka forma sredstava kompanije. Na ovaj način dobijamo nekoliko bitnih pokazatelja rentabilnosti:

STOPA PRINOSA NA POSLOVNA SREDSTVA (RETURN ON ASSETS, ROA) = NETO DOBITAK / PROSEČNA POSLOVNA AKTIVA

PROSEČNA POSLOVNA AKTIVA = POSLOVNA SREDSTVA NA POČETKU + POSLOVNA SREDSTVA NA KRAJU GODINE / 2

Drugi način da se izrazi ova stopa prinosa je sledeći:

STOPA PRINOSA NA POSLOVNA SREDSTVA = STOPA NETO DOBITKA X KOEFICIJENT OBRTA POSLOVNIH SREDSTAVA

STOPA NETO DOBITKA = NETO DOBITAK / PRIHODI OD PRODAJE

KOEFICIJENT OBRTA POSLOVNIH SREDSTAVA = PRIHODI OD PRODAJE / PROSEČNO ANAGAŽOVANA POSLOVNA SREDSTVA

Maksimiziranje stope prinosa na poslovna sredstva moguće je kroz dve varijante:

- a) povećanjem stope neto dobitka ili / i
- b) povećanjem obrta poslovnih sredstava.

STOPA PRINOSA NA SOPSTVENI KAPITAL (RETURN ON EQUITY, ROE) = NETO DOBITAK / PROSEČNI SOPSTVENI KAPITAL (AKCIJSKI KAPITAL)

Stopa prinosa na sopstveni kapital proizvod je dve veličine:

- a) stope neto dobitka i

b) koeficijenta obrta sopstvenih sredstava

Stopa prinosa na sopstveni kapital = Stopa neto dobitka x Koeficijent obrta aktive koja je finansirana iz sopstvenog kapitala (sopstvena sredstva)

Aktiva koja je finansirana iz sopstvenog kapitala (sopstvena sredstva) dobija se kada se od ukupne aktive oduzmu obaveze koje kompanija ima prema trećim licima.

Maksimiziranje stope prinosa na sopstveni kapital dobija se maksimiziranjem stope poslovnog dobitka i / ili maksimiziranjem koeficijenta obrta aktive koja je finansirana iz sopstvenog kapitala (sopstvena sredstva).

S obzirom da su stope prinosa izuzetno značajne za analizu, razvijen je sistem pokazatelja koji omogućava sagledavanje relacija između stopa prinosa i drugih finansijskih pokazatelja. Ovaj sistem pokazatelja koji se često koristi u praksi naziva se Du Pont sistem analize.

Du Pont sistem analize

Du Pont³⁷ sistem analize je poznat u praksi finansijskog menadžmenta i koristi se duži niz godina. Radi se o jednom posebnom sistemu analize u kojem se ocene o preduzeću donose na osnovu utvrđivanja povezanosti između finansijskih koeficijenata. U Du Pont sistemu analize svi ratio brojevi se posmatraju kao sastavni delovi jedne celine, odnosno posmatraju se u paketu.

Ovaj sistem analize počinje od stope prinosa na sopstveni kapital (return on equity, ROE), kao jednim opštim pokazateljom rentabilnosti (uspešnosti) poslovanja preduzeća.

Stopa prinosa na sopstvena sredstva se sastoji od proizvoda sledećih komponenti:

Stopa prinosa na sopstvena sredstva



Stopa prinosa na ukupna sredstva je proizvod stope neto dobitka (Neto dobitak / Prihodi od prodaje) i koeficijenta obrta ukupnih sredstava (Neto dobitak / Prosečna

³⁷ Ovaj sistem analize je korišćen u kompaniji Du Pont posle Prvog svestsko rata, da bi kasnije bio nadograđivan i usavršavan u poslovnoj praksi velikog broja američkih kompanija. Du Pont sistem koji smo ovde predstavili je jedna od najpoznatijih varijanti ovog sistema.

ukupna sredstva). To znači da je veća stopa prinosa na ukupna sredstva ostvarena kroz povećanje stope neto dobitka ili kroz povećanje koeficijenta obrta ukupnih poslovnih sredstava.

Ova stopa se može iskazati na sledeći način:

$$\text{Stopa prinosa na ukupna sredstva} = \text{Stopa neto dobitka} \times \text{Koeficijent obrta ukupnih sredstava}$$

Stopa prinosa na ukupna sredstva pokazuje koliko dinara neto dobitka je ostvarilo preduzeće na svakih 100 dinara angažovanih ukupnih sredstava. Ovo je koeficijent kojim se procenjuje rentabilnost preduzeća. Ova stopa bi se mogla ocenjivati poređenjem sa prosekom grane delatnosti ili sa stopama ostvarenim u prethodnim poslovnim godinama.

Multiplikator sopstvenog kapitala je odnos neto dobitka preduzeća sa neto dobitkom uvećanim za kamatu i dobija se na sledeći način:

$$\text{Multiplikator sopstvenog kapitala} = \text{Neto dobitak} / \text{Neto dobitak} + (\text{Kamata} \times (1 - \text{Stopa poreza})).$$

Ovaj multiplikator pokazuje koliko dinara neto dobitka će ostati kao potencijalni prinos za obične akcionare u odnosu na ukupan prinos za sve stejkholdere (akcionare i kreditore). Naravno, neće ceo neto dobitak biti raspodeljen akcionarima u vidu dividendi, već će deo dobiti biti zadržan u preduzeću. Međutim, ovaj multiplikator uzima u obzir ceo neto dobitak, jer na njega, de facto, imaju pravo obični akcionari. Visok iznos ovog multiplikatora govori o tome da akcionari primaju značajne iznose prinosa na svoja ulaganja. Ovo se može ostvariti ili kada kompanija ne koristi pozajmljene izvore finansiranja (nema kamate) ili kada ih veoma efikasno koristi (visok iznos kamate, ali veći iznos neto dobitka koji služi za pokriće kamate). S obzirom da je kamata fiksni trošak finansiranja preduzeća koja se odbija od poreske osnovice, ona se mora nadoknaditi od neto dobitka koji preduzeću ostaje na slobodnom raspolaganju.

Koeficijent finansijske strukture je odnos prosečnih poslovnih sredstava i prosečnog sopstvenog kapitala koji se dobija primenom sledećeg obrasca:

$$\text{Koeficijent finansijske strukture} = \text{Prosečna poslovna sredstva (dugoročna i obrtna)} / \text{Prosečni sopstveni kapital}$$

Ovaj koeficijent pokazuje koliko na svaki dinar sopstvenog kapitala ima angažovanih prosečnih obrtnih i dugoročnih sredstava. Koeficijent pokazuje stepen zaduženosti ili leveridž preduzeća. On meri u kojem je stepenu kompanija oslonjena na pozajmljene

izvore finansiranja (dugoročne i kratkoročne obaveze). Racio je veći od 1 kada je učešće obaveza značajno u finansijskoj strukturi preduzeća.

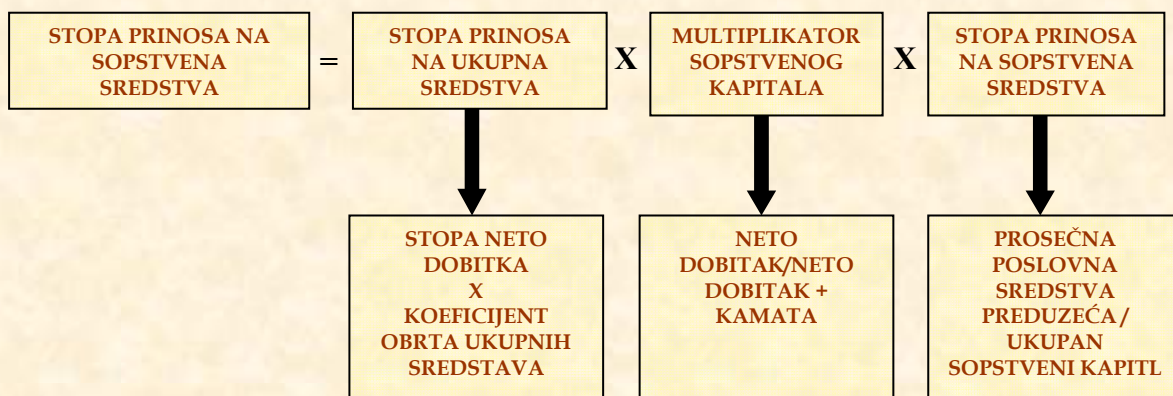
Jedan od poznatijih pokazatelja finansijske strukture naziva se **Koeficijent odnosa duga i sopstvenog kapitala (debt / equity ratio)** i izračunava se na sledeći način:

Koeficijent odnosa duga i sopstvenog kapitala = Prosečne dugoročne obaveze / Prosečan sopstveni kapital.

Proizvod sve tri komponente - stope prinosa na ukupna sredstva, multiplikatora sopstvenog kapitala i koeficijenta finansijske strukture, daje stopu prinosa na sopstvena sredstva preduzeća. Ova stopa je deo proširene Du Pont formule i to njezine najsavremenije varijante. Proširenu Du Pont formulu možemo ilustrovati sledećom slikom:

Ilustracija 4

Proširena Du Pont formula



U prethodnoj ilustraciji prikazana je savremena varijanta Du Pont formule. Kao što se iz prikaza može videti, Du Pont formula posmatra koeficijente rentabilnosti i koeficijente solventnosti kao deo jedinstvenog paketa za analizu finansijskog položaja i rentabilnosti preduzeća. U tom paketu, svaki pojedinačan racio ima svoje mesto i ulogu kao deo međuzavisnog seta i u tom smislu se jedino i može interpretirati.

Ovde se postavlja pitanje zašto je stopa prinosa na sopstveni kapital ponekad između različitih firmi na potpuno istom nivou, dok se stopa dobitak, koeficijent obrta i finansijski leveridž dramatično razlikuju? Odgovor leži u konkurenciji. Visoki ROE privlači druge kompanije, rivale, koji žele da iskoriste te povoljne performanse. Kako konkurencija osvaja to tržište ROE pada do njegovog proseka. Niski ROE odbija konkurenciju i tera postojeće kompanije da izađu iz te delatnosti, tako da onim kompanijama koje preostanu u toj delatnosti ROE raste na prosečan nivo.

Tabela 12

Kompanija	Stopa prinosa na sopstveni kapital, ROE	Stopa dobitka, profit margin	Koeficijent obrta ukupne aktive (ROA)	Finansijski leveridž
Exxon Mobile	16	5.3	1.33	2.26
Nike	20.4	8.4	1.51	2.60
Hewlett Packard	20.6	7.7	1.29	2.06
Tiffany	14.8	4.9	1.23	2.48

Iz prethodne tabele vidimo da kompanije koje imaju veći koeficijent obrta ukupne aktive imaju i veću zaduženost, finansijski leveridž. Tako na primer, Nike je kompanija koja ima najveći obrt ukupne aktive (1.51) i najveći finansijski leveridž (2.60).

PRIMER:

OPIS	IZNOS
Neto dobitak 1139.5	1.139,50
Ukupna obrtna sredstva 8.500	8.500,00
Ukupna stalna sredstva 9.575	9.575,00
Kamate 200	200,00
Poslovna sredstva na početku godine 9.575	9.575,00
Poslovna sredstva na kraju godine 8.500	8.500,00
Prosečna poslovna sredstva $(9.575+8.500) / 2$	9.037,50
Sopstveni kapital 5.250	5.250,00

Rešenje:

Najpre ćemo izračunati osnovne komponente stope prinosa na sopstvena sredstva:

a) **Stopa prinosa na ukupna sredstva** = Stopa neto dobitka x Koeficijent obrta ukupnih sredstava = $\text{Neto dobitak} / \text{Prosečna ukupna sredstva} = 1139.5 / (9575+8500)/2 = 1.139.5 / 9037.5 = 0.12 \times 100 = 12\%$

b) **Multiplikator sopstvenog kapitala** = $1139.5 / 1139.5 + 200 = 0.85$

c) **Koeficijent finansijske strukture** = $9037.5 / 5.250 = 1.72$

U nastavku izlaganja kombinacijom prethodnih pokazatelja treba izračunati stopu prinosa na sopstvena sredstva:

Stopa prinosa na sopstvena sredstva = $0.12 \times 0.85 \times 1.72 = 0.17 \times 100 = 17\%$

Pokazatelji tržišne vrednosti kompanije

Pokazatelji tržišne vrednosti su pokazatelji kojima se koriste investitori prilikom ulaganja ograničenih novčanih sredstava. U ove pokazatelje se ubrajaju: neto dobitak po akciji, earnings per share (EPS), odnos tržišne cene i dobitka po akciji, pokazatelj plaćanja dividende, dividendna stopa i knjigovodstvena vrednost po akciji.

Neto dobitak po akciji (earnings per share, EPS) izračunava se kao relativni odnos neto dobitka ostvarenog u toku poslovne godine i broja emitovanih običnih akcija, kao što je prikazano:

$$\text{Neto dobitak po akciji} = \text{Neto dobitak} / \text{broj emitovanih običnih akcija}$$

On pokazuje koji deo dobitka se može raspodeliti akcionarima u vidu dividendi ili delom akumulirati, što zavisi od veličine ostvarenog dobitka i politike raspodele. Broj običnih akcija je zapravo, broj emitovanih i prodatih akcija odnosno onih koje su u rukama vlasnika. Ovde se ne uzimaju trezorske akcije (treasury shares) koje se ne nalaze u prometu već ih je preduzeće otkupilo da bi ih poništilo ili naknadno emitovalo. Ovaj pokazatelj meri uspešnost poslovanja preduzeća i veoma je značajan indikator u investicionoj analizi za potencijalne investitore.

Odnos tržišne cene po akciji i neto dobitka po akciji (price-earnings ratio, P/E) dobija se primenom sledeće formule:

$$\text{Odnos tržišne cene i neto dobitka po akciji} = \text{Tržišna cena} / \text{Neto dobitak po akciji}$$

Ovo je važan indikator za buduće ulagače kapitala i ako je on veći to znači da akcionari imaju velika očekivanja od ovog preduzeća. Veći P/E ukazuje na budući rast neto dobitka, što znači da ulagači imaju poverenje u preduzeće. Tržišna vrednost akcija se može dobiti ako se poznaje vrednost ovog pokazatelja i dobitka po akciji. Ako je dobitak po akciji 50 novčanih jedinica, a P/E 4, tada se očekivana tržišna cena akcija te kompanije u budućnosti kreće oko $50 \times 4 = 200$ n.j.

Pokazatelj plaćanja dividende (dividend payout ratio) , dobija se kao odnos sledećih veličina:

$$\text{Pokazatelj plaćanja dividende} = \text{Isplaćena dividenda po akciji} / \text{Neto dobitak po akciji}.$$

Raspodela neto dobitka na dividendu i zadržani dobitak deo je politike raspodele koja se razlikuje od preduzeća do preduzeća. Na primer, brzorastuća preduzeća ceo dobitak usmeravaju u preduzeće (Microsoft), dok stabilne firme kao General Electric veliki deo dobitka daju akcionarima u vidu dividendi (oko 30%).

Dividendna stopa se dobija iz sledećeg odnosa:

$$\text{Dividenda stopa} = \text{Dividenda po akciji} / \text{Tržišna cena po akciji},$$

Ova stopa pokazuje tekući prinos koj akcionar ostvaruje u procentu u odnosu na tržišnu vrednost akcija, posebno je značajan za ulagače koji preferiraju stabilne dividende u odnosu na povećanje kapitalnog dobitka (porasta cene akcija).

Knjigovodstvena vrednost po akciji se dobija deljenjem sopstvenog kapitala sa brojem emitovanih običnih akcija:

$$\text{Knjigovodstvena vrednost po akciji} = \text{Sopstveni kapital} / \text{broj emitovani običnih akcija}$$

Ako bi došlo do likvidacije preduzeća, kada se podmire svi poverioci, običnim akcionarima bi ostale akcije u vrednosti ovog pokazatelja. Ovaj pokazatelj se koristi kod određivanja likvidacione vrednosti firme, koja predstavlja stvarni iznos koji će primiti obični akcionari firme ako dođe do njezine likvidacije. Ako se zanemare troškovi postupka stečaja ovo bi mogla da bude minimalna vrednost po akciji. Ovom pokazatelju se zamera što u brojiocu polazi od knjigovodstvene vrednosti preduzeća koja odstupa od tržišne vrednosti preduzeća i koja nije realna zbog primene principa istorijskih troškova u vrednovanju imovine i ne uzimanja u obzir potencijalnih dobitaka koji se mogu ostvariti od korišćenja sredstava.

Tržišna vrednost po akciji se dobija kada se tržišna cena pomnoži sa ukupnim brojem akcija u prometu na finansijskom tržištu:

$$\text{Tržišna vrednost firme (tržišna kapitalizacija)} = \text{Broj emitovanih akcija u prometu} \times \text{Tržišna cena po akciji.}$$

Sledeća tabela prikazuje da između tržišne vrednosti i knjigovodstvene vrednosti postoje značajne razlike.

Tabela 13³⁸ Razlike u tržišnoj i knjigovodstvenoj vrednosti kompanija u SAD-u

Kompanija	Knjigovodstvena vrednost	Tržišna vrednost
Wal Mart Stores	14,756	46,761
Analog Devices	656	2,848
Coca Cola	5,392	92,983

³⁸ Higgins, op.cit, str. 23.

1.4. CASH FLOW ANALIZA

Izveštaj o tokovima gotovine je važan predmet analize s obzirom na činjenicu da je danas mogućnost manipulacije računovodstvenim pravilima obračuna rezultata i prihodima i rashodima značajna, što je umanjilo efikasnost bilansa uspeha kao predmeta analize i povećalo uticaj izveštaja o novčanim tokovima. Ovaj izveštaj je regulisan MRS 7- Izveštaj o novčanim tokovima i čini obavezan finansijski izveštaj. Dve su osnovne metode koje se koriste u njegovoj pripremi:

- direktna metoda i
- indirektna metoda.

U nastavku izlaganja obradićemo osnovne delove ovog izveštaja, metode za njegovu pripremu i cash flow analizu kao značajnu tehniku analize finansijskih izveštaja.

1.4.1. AKTIVNOSTI PREDUZEĆA I NOVČANI TOKOVI

Komitet za MRS (International Accounting Standards Committee, IASC³⁹) je 1977.g. objavio prvi MRS 7- Izveštaj o promenama finansijskog položaja koji je 1992.g. revidiran u ***MRS 7- Izveštaj o novčanim tokovima.***

Izveštaj o novčanim tokovima se definiše kao izvedeni finansijski izveštaj u kojem su prikazani prilivi i odlivi gotovine po osnovu poslovne, investicione i finansijske aktivnosti u toku obračunskog perioda.

Izveštaj o novčanim tokovima je obavezan finansijski izveštaj i deo je godišnjeg izveštaja preduzeća koji pored ovog izveštaja obuhvata bilans stanja, bilans uspeha, napomene i izveštaj o promenama na kapitalu.

Izveštaj o novčanim tokovima se odnosi na obračunski period (periodičan izveštaj) u kojem su prikazane promene u novčanim tokovima (gotovini i gotovinskim ekvivalentima) uzrokovane promenama u pozicijama aktive i pasive.

Pošto se u Izveštaju o novčanim tokovima pominje gotovina i ekvivalenti gotovine, smatramo potrebnim da ih pobliže definišemo.

Gotovina predstavlja gotovinu u blagajni, depozite po viđenju i kratkoročne depozite u poslovnim bankama, dok **gotovinske ekvivalente** čine kratkoročna, visoko likvidna ulaganja koja se brzo pretvaraju u gotovinu bez značajnijeg rizika konverzije. U gotovinske ekvivalente ubrajamo komercijalne zapise, obveznice, menice, čekove i akcije državnog trezora (trezorske hartije od vrednosti) kojima je rok dospeća do 3 meseca.

³⁹ Ovaj komitet je promenio ime u International Accounting Standards Board, IASB.

Gotovinski ekvivalenti se usled brze konverzije i niskog rizika, kao i niskih troškova konverzije smatraju sastavnim delom gotovine preduzeća. U većini zemalja sa razvijenim finansijskim tržištima ulaganja u gotovinske ekvivalente su veća od stanja gotovine na tekućim računima i u blagajni. Razlog leži u činjenici da ulaganja u ekvivalente gotovine (komercijalni zapisi, trezorske obveznice i dr.) donose viši prinos od kamate na deponovana novčana sredstva u poslovnim bankama. Promene u gotovini i ekvivalentima gotovine u toku obračunskog perioda mogu se sagledati iz izveštaja o novčanim tokovima.

Izveštaj o novčanim tokovima ima tri dela:

- a) tokovi gotovine iz poslovne aktivnosti,
- b) tokovi gotovine iz investicione aktivnosti i
- c) tokovi gotovine iz finansijske aktivnosti.

a) Poslovne aktivnosti preduzeća čine glavne transakcije iz kojih proizlaze poslovni prihodi i rashodi. U ove aktivnosti ubrajamo: prodaju gotovih proizvoda, usluga i robe na eksternom tržištu, plaćanje obaveza prema dobavljačima po osnovu nabavke materijala, robe, transakcije plaćanja različitih troškova poslovanja (isplata proizvodnih i neproizvodnih usluga, isplate troškova zarada i drugih poslovnih rashoda) i plaćanja drugih obaveza (za poreze i doprinose i dr.) Pored pomenutih, transakcije **isplate kamata** na pozajmljene izvore finansiranja (kamate na kredite, kamate na obveznice), kao i **naplata kamate** na plasirana novčana sredstva, kamate na obveznice drugih preduzeća i slične transakcije čine poslovnu aktivnost preduzeća.⁴⁰ Iz pomenutih poslovnih transakcija proizlaze pozitivni novčani tokovi koji se nazivaju primanja gotovine i negativni novčani tokovi koji se nazivaju izdavanja gotovine. Razlika primanja i izdavanja gotovine predstavlja **neto novčane tokove iz poslovne aktivnosti**. Novčani tokovi koji se javljaju u okviru poslovne aktivnosti utiču na bilans uspeha, odnosno povezani su sa utvrđivanjem prihoda i rashoda i determinisanjem neto dobitka.

Neto novčani tokovi od poslovne aktivnosti se upoređuju sa ostvarenim neto dobitkom iz bilansa uspeha. Između ove dve vrednosti retko stoji znak jednakosti. Razlog za to je u primeni različitih osnova za računovodstveni obračun.

⁴⁰ Specifičnost poslovne aktivnosti je u tome što se uzimanje i vraćanje glavnice kredita tretira kao **finansijska** aktivnost, a naplata ili isplate kamate kao **poslovna** aktivnost.

Neto dobitak se obračunava kao razlika prihoda i rashoda u obračunskom periodu zasnovanih na poštovanju principa realizacije i "matching-a". Ova osnova za obračun dobitka se naziva **tokovima rentabilnosti (accrual basis of accounting)**.

Utvrđivanje **neto novčanog toka iz poslovne aktivnosti** zasniva se na **novčanim tokovima (cash basis of accounting)**. Sastavljanje izveštaja o novčanim tokovima respektuje praćenje kretanja gotovine.

NASTANAK IZVEŠTAJA O NOVČANIM TOKOVIMA ZASNIVA SE NA KONVERZIJI ILI PREVOĐENJU TOKOVA RENTABILNOSTI (PRIHODA I RASHODA) NA NOVČANE TOKOVE (PRIMANJA I IZDAVANJA GOTOVINE).

Prikazivanje novčanih tokova iz poslovne aktivnosti preduzeća ostvaruje se primenom dva metoda: a) direktan i b) indirektan metod. O metodološkim konceptima oba metoda raspravljamo u drugom delu izlaganja.

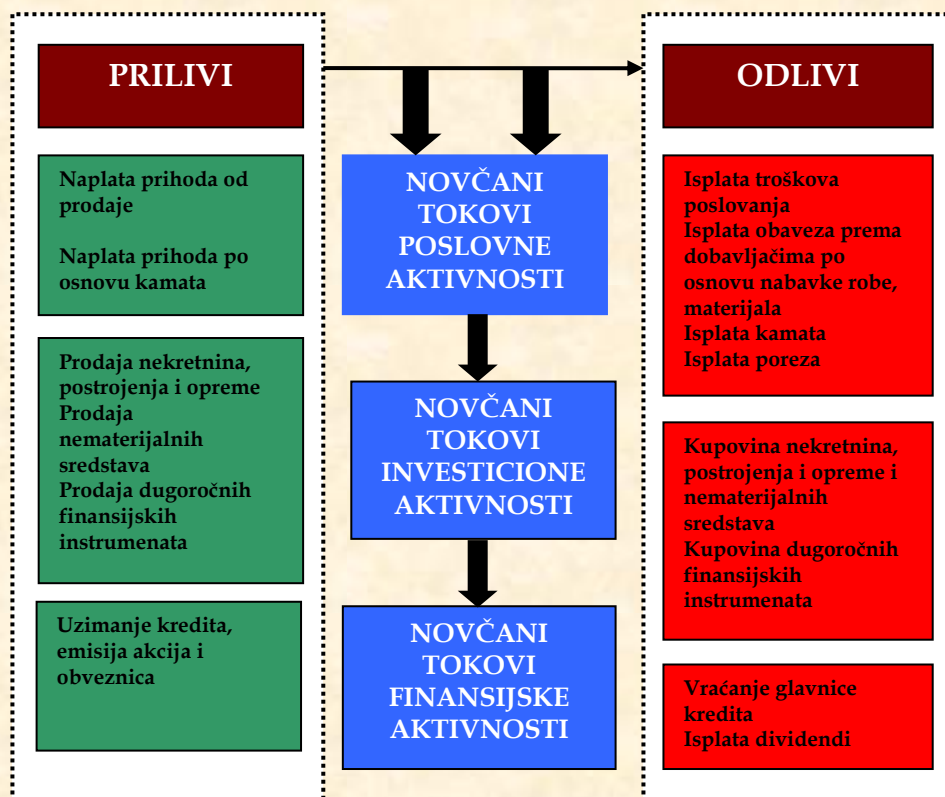
b) Investiciona aktivnost se odnosi na vrednovanje i selekciju ulaganja čiji je rok duži od jedne poslovne godine, odnosno ulaganja čiji se efekti očekuju u dugoročnom vremenskom periodu. Ovakvu vrstu transakcija čine nabavka nekretnina, postrojenja i opreme, nematerijalnih sredstava i prodaja nekretnina postrojenja i opreme, kao i prodaja nematerijalnih sredstava. Pored pomenutog, investicionu aktivnost čine ulaganja u dugoročne finansijske instrumente (akcije, obveznice), kao i aktivnosti prodaje tih instrumenata na finansijskom tržištu. Iz investicionih aktivnosti proizlaze primanja i izdavanja gotovine, a njihova razlika se naziva **neto novčani tok iz investicione aktivnosti**.

c) Finansijsku aktivnost čine transakcije preduzeća kojima se determinišu odnosi preduzeća i njegovih partnera koji obezbeđuju izvore finansiranja (kreditora i akcionara). Ove aktivnosti za posledicu imaju promenu veličine i strukture izvora finansiranja preduzeća, odnosno sopstvenog i pozajmljenog kapitala. Odnosi preduzeća sa vlasnicima kapitala (akcionari, ortaci, članovi društva) i poveriocima (banke, finansijske institucije, imaoци obveznica i sl.) kreiraju novčana primanja (uzimanje kredita, emisija obveznica, emisija akcija) i novčana izdavanja (isplate dividendi, povraćaj glavnice kredita, povraćaj nominalnog duga po osnovu obveznica). Ovde valja primetiti da se **isplate kamate na pozajmljene izvore finansiranja tretiraju sastavnim delom poslovne aktivnosti preduzeća**.

Razlika primanja i izdavanja gotovine u ovom segmentu izveštaja o novčanim tokovima naziva se **neto novčani tok iz finansijske aktivnosti**.

U cilju boljeg razumevanja izveštaja o novčanim tokovima poslužićemo se jednom kratkom ilustracijom.

Ilustracija 5. Aktivnosti preduzeća i novčani tokovi



Izveštaj o novčanim tokovima treba da prikaže novčane tokove preduzeća u toku jednog obračunskog perioda, klasifikovanih prema poslovnim, investicionim i aktivnostima finansiranja. Navedena klasifikacija prema aktivnostima obezbeđuje informacije koje korisnicima omogućavaju da ocene uticaj tih aktivnosti na finansijski položaj preduzeća i promene u gotovini i gotovinskim ekvivalentima u toku obračunskog perioda. U tom smislu, izveštaj o novčanim tokovima predstavlja neophodnu informacionu podršku osnovnim izveštajima - bilansu stanja i bilansu uspeha.

1.4.2. DIREKTAN METOD SASTAVLJANJA IZVEŠTAJA O NOVČANIM TOKOVIMA

Prema MRS 7 Izveštaj o novčanim tokovima (par. 18), **novčani tokovi iz poslovne aktivnosti** mogu se prikazivati koristeći dve osnovne metode:

- direktan metod, i
- indirektan metod.

U direktnom metodu moraju se prikazati glavne vrste bruto gotovinskim priliva i odliva. Primena ove metode je nešto zahtevnija nego primena direktne metode. Da bi se sastavio izveštaj o novčanim tokovima primenom direktnog metoda potrebno je raspolagati sa sledećim **podacima**:

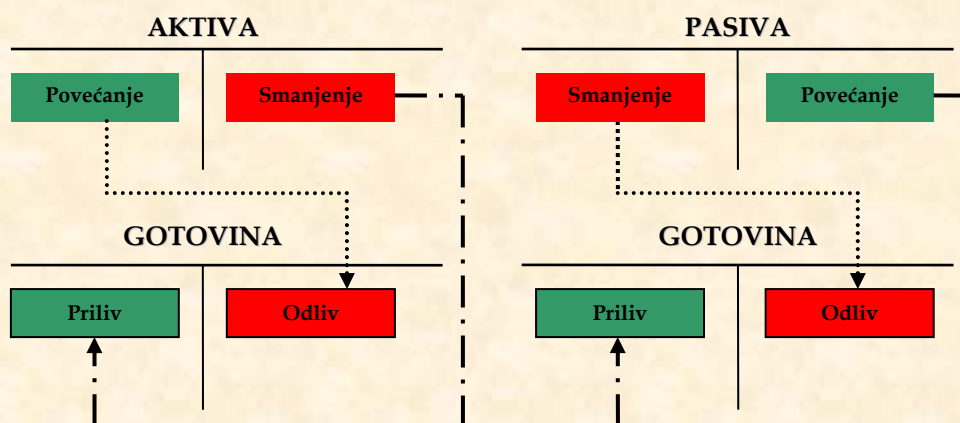
- **dva sukcesivna bilansa stanja** (na početku i na kraju odabranog obračunskog perioda) i
- **bilans uspeha za taj obračunski period**.

Za sastavljanje izveštaja o novčanim tokovima u uslovima složenosti poslovnih transakcija potrebno je raspolagati i sa drugim podacima koji se mogu dobiti iz glavne knjige preduzeća.

Sastavljanje izveštaja o novčanim tokovima primenom direktnog metoda polazi od utvrđivanja razlika pozicija bilansa stanja. Razlike u pozicijama bilansa stanja proizlaze iz promene pozicija aktive i pasive tokom obračunskog perioda. Na ovaj način se sagledava njihov uticaj na novčane tokove.

Uticaj promena u aktivi i pasivi na novčane tokove preduzeća prikazali smo Ilustracijom 6.

Ilustracija 6. Promene u pozicijama aktive i pasive i njihov odnos prema novčanim tokovima preduzeća



Promene u odgovarajućim pozicijama aktive mogu se prevesti na novčane tokove na sledeći način:

- povećanje pozicija aktive izaziva odliv gotovine (npr. nabavka materijala, robe izaziva plaćanje obaveze prema dobavljačima, odnosno odliv novca),
- smanjenje pozicija aktive izaziva priliv gotovine (npr. smanjenje potraživanja od kupaca znači da su potraživanja naplaćena, dakle praćena su novčanim prilivom).

Promene u odgovarajućim pozicijama pasive mogu se prevesti na novčane tokove na sledeći način:

- povećanje pozicija pasive izaziva priliv gotovine u preduzeće (npr. povećanje obaveza prema dobavljačima znači da preduzeće ne mora sredstva za isplatu obaveze imati odmah na raspolaganju, što utiče pozitivno na novčane tokove, odnosno tretira se kao priliv; emisija i prodaja akcija je praćena prilivom gotovine, prodaja obveznica praćena je novčanim prilivom i sl.),
- smanjenje pozicija pasive izaziva odliv gotovine (npr. plaćanje obaveza prema dobavljačima, odnosno smanjenje dobavljača praćeno je odlivom novca sa tekućeg računa).

Nakon utvrđivanja razlika u bilansnim pozicijama i njihovog uticaja na novčane tokove pristupa se klasifikaciji tih pozicija u jednu od tri osnovne aktivnosti: a) poslovna, b) investiciona i c) finansijska aktivnost. O načinu klasifikacije razlika u pozicijama bilansa stanja po aktivnostima videti Ilustraciju 5.

Prema direktnoj metodi, nije dovoljno utvrditi razlike u bilansnim pozicijama, već je potrebno da se izvrši **povezivanje pozicija bilansa stanja sa odgovarajućim pozicijama bilansa uspeha.**

Tabela 14. Povezivanje promena u pozicijama aktive i pasive sa korespondentnim prihodima i rashodima iz bilansa uspeha

BILANS USPEHA		AKTIVA	PASIVA
Prihodi od prodaje gotovih proizvoda		Kupci	PVR - unapred naplaćeni prihodi
Finansijski prihodi (kamate)	Potraživanja po osnovu kamata		-
Troškovi prodatih gotovih proizvoda ili Cena koštanja prodatih gotovih proizvoda		Gotovi proizvodi	Dobavljači
Nabavna vrednost prodate robe		Roba na zalihi	Dobavljači iz nabavke robe
Troškovi prodaje	AVR - unapred plaćeni troškovi prodaje		Obaveze prema dobavljačima PVR - obračunati troškovi
Troškovi opšte uprave i administracije		-	Obaveze za troškove prodaje i uprave
Troškovi amortizacije	Ispravka vrednosti osnovnih sredstava		-
Finansijski rashodi po osnovu kamata	-		Obaveze po osnovu kamata
Troškovi poreza na dobit	-		Obaveze za porez na dobit

Prihodi od prodaje se koriguju sa korespondentnom pozicijom aktive, odnosno kupcima. Korigovanjem prihoda na naniže na ime povećanja kupaca u obračunskom periodu ili

naviše ako je došlo do smanjenja kupaca, nastali prihodi od prodaje se svode na primanja gotovine. Troškovi prodatih gotovih proizvoda koriguju se naviše na ime povećanja zaliha i smanjenja obaveza prema dobavljačima i na niže kada se smanjuju zalihe gotovih proizvoda, materijala i kada se povećavaju obaveze prema dobavljačima. Na ovaj način se dobija novčani tok koji se naziva odlivi po osnovu cene koštanja realizovanih proizvoda.

Novčani tokovi u poslovnoj aktivnosti su nastali rearanžiranjem pozicija bilansa uspeha (prihoda i rashoda) i njihovog svođenja na novčane tokove (prilive i odlive gotovine). Pored pomenutog, novčane tokove iz poslovne aktivnosti čine plaćanja ostalih troškova poslovanja (troškova prodaje, plaćanje kamate, poreza) koji se koriguju sa pozicijama iz bilansa stanja koje su sa njima povezane (AVR i PVR; obaveze po osnovu kamata, obaveze po osnovu poreza i sl.).

Troškovi prodaje koriguju se za povećanja ili smanjenja AVR i PVR vezanih za ove troškove. Finansijski rashodi po osnovu kamata korespondiraju sa obavezama za kamate sa kojima ove rashode treba korigovati svodeći ih na novčane odlive gotovine. Troškovi poreza se koriguju na niže kada su se obaveze po osnovu poreza povećale u obračunskom periodu ili na više kada su se obaveze smanjile. Novčani tokovi dobijeni na ovaj način nazivaju se odlivima gotovine po osnovu isplate poreza, odlivima po osnovu isplate kamate i odlivi po osnovu isplate drugih troškova u toku perioda.

U situaciji kada jedan trošak iz bilansa uspeha nema svoj korespondentni račun u bilansu stanja, tada ga u izveštaj o novčanim tokovima unosimo u njegovom originalnom iznosu. To znači da polazimo od toga da je celokupan trošak predstavljen kao odliv gotovine u obračunskom periodu.

Amortizacija je specifičan **nenovčani trošak** preduzeća. Amortizacija je izvor sredstava, s obzirom da ovaj trošak u trenutku nastanka ne predstavlja izdavanje gotovine. U direktnom metodu prikazivanja poslovnih aktivnosti, ne iskazuje se trošak amortizacije, jer se u sameravanju sa promenom iz bilansa stanja (Ispravka vrednosti dugoročnih sredstava) ovaj trošak anulira.

U okviru investicione aktivnosti prikazuju se novčani tokovi po osnovu priliva od prodaje nekretnina, postrojenja, opreme i nematerijalnih sredstava, i priliva od prodaje dugoročnih finansijskih instrumenata. Odlive gotovine u ovom segmentu novčanih tokova čine

nabavke nekretnina, postrojenja i opreme, odlivi po osnovu nabavke nematerijalnih sredstava, kao i nabavke finansijskih instrumenata.

Novčane tokove iz finansijske aktivnosti čine prilivi i odlivi po osnovu odnosa preduzeća sa akcionarima i poveriocima.

Izveštaj o novčanim tokovima prema direktnom metodu ima sledeći oblik:

Tabela 15. Izveštaj o novčanim tokovima - direktan metod

IZVEŠTAJ O NOVČANIM TOKOVIMA – DIREKTAN METOD

NOVČANI TOKOVI IZ POSLOVNE AKTIVNOSTI

1. *Naplata potraživanja od kupaca*
2. *Naplaćeni ostali prihodi*
3. *Isplate po osnovu cene koštanja prodatih gotovih proizvoda*
4. *Isplate po osnovu ostalih troškova perioda*
5. *Isplate po osnovu kamate*
6. *Isplate po osnovu poreza na dobitak*

Neto novčani tok iz poslovne aktivnosti (1+2-3-4-5)

NOVČANI TOKOVI IZ INVESTICIONE AKTIVNOSTI

1. *Prilivi gotovine po osnovu prodaje nekretnina, postrojenja i opreme*
2. *Prilivi po osnovu prodaje nematerijalnih sredstava*
3. *Prilivi po osnovu prodaje dugoročnih finansijskih instrumenata*
4. *Odlivi po osnovu nabavke nekretnina, postrojenja i opreme*
5. *Odlivi po osnovu nabavke dugoročnih finansijskih instrumenata*

Neto novčani tokovi iz investicione aktivnosti (1+2+3-4-5)

NOVČANI TOKOVI IZ FINANSIJSKE AKTIVNOSTI

1. *Prilivi od kredita*
2. *Prilivi od emisije i prodaje akcija*
3. *Prilivi od emisije i prodaje obveznica*
4. *Isplate dividendi*
5. *Isplate glavnice na dugoročne i kratkoročne kredite*

Neto novčani tok iz finansijske aktivnosti (1+2+3-4-5)

Neto povećanje (smanjenje) gotovine u obračunskom periodu

Gotovina i ekvivalenti na početku perioda

Gotovina i ekvivalenti na kraju perioda

1.4.3. INDIREKTAN METOD SASTAVLJANJA IZVEŠTAJA O NOVČANIM TOKOVIMA

Indirektan metod izveštaja o novčanim tokovima, generiše iste konačne rezultate u sve tri aktivnosti, ali je način prikazivanja pozicija priliva i odliva gotovine u **poslovnoj aktivnosti** različit. Primena indirektnog metoda zahteva utvrđivanje razlika bilansnih pozicija iz dva uzastopna bilansa stanja. Od neophodnih dodatnih informacija vezanih za bilans uspeha potrebno je obezbediti informacije o ostvarenom neto dobitku i troškovima amortizacije u obračunskom periodu, kao i informacije o isplaćenim i deklarisanim dividendama.

Indirektna metoda polazi od indirektnog načina utvrđivanja tokova gotovine iz poslovne aktivnosti na način da se neto dobitak i drugi nenovčani troškovi (amortizacija) saberu i koriguju za ostale prilive i ostale odlive gotovine iz poslovne aktivnosti. Ostale prilive i

odlive iz poslovne aktivnosti čine promene u pozicijama zaliha, poslovnim potraživanjima, ostalim obavezama i dobavljačima.

Povećanje sredstava deluje negativno na novčane tokove i koriguje ostvareni dobitak i amortizaciju na niže, dok smanjenje sredstava i potraživanja koriguje naviše dobitak jer predstavlja novčane prilive. Za razliku od pozicija aktive, promene u odgovarajućim pozicijama pasive deluju na suprotan način na tokove gotovine. Naime, svako povećanje obaveza koriguje neto dobitak naviše, dok smanjenje obaveza ima negativna predznak i koriguje neto dobitak na niže.

Sledeća ilustracija prikazuje izveštaj o novčanim tokovima po indirektnom metodu.

Tabela 16. Izveštaj o novčanim tokovima - indirektan metod

IZVEŠTAJ O NOVČANIM TOKOVIMA – INDIRECTAN METOD
NOVČANI TOKOVI IZ POSLOVNE AKTIVNOSTI
<i>I Neto dobitak</i>
<i>II Amortizacije</i>
<i>III Ostali prilivi</i>
1. Smanjenje potraživanja od kupaca
2. Smanjenje zaliha gotovih proizvoda, robe i materijala
3. Povećanje obaveza prema dobavljačima
4. Povećanje obaveza za kamate
5. Povećanje obaveza za poreze
<i>IV Ostali odlivi</i>
1. Povećanje potraživanja od kupaca
2. Povećanje zaliha robe, materijala, gotovih proizvoda
3. Smanjenje dobavljača
4. Smanjenje obaveza za kamate
V Neto novčani tokovi iz poslovne aktivnosti (I+II+III-IV)
NOVČANI TOKOVI IZ INVESTICIONE AKTIVNOSTI
1. Prilivi gotovine po osnovu prodaje nekretnina, postrojenja i opreme
2. Prilivi po osnovu prodaje dugoročnih finansijskih instrumenta
3. Odlivi po osnovu nabavke nekretnina, postrojenja i opreme
4. Odlivi po osnovu nabavke dugoročnih finansijskih instrumenata
Neto novčani tok iz investicione aktivnosti
NOVČANI TOKOVI IZ FINANSIJSKE AKTIVNOSTI
1. Prilivi od kredita
2. Prilivi od emisije akcija
3. Prilivi od emisije obveznica
4. Isplata dividendi
5. Isplata glavnica na dugoročne i kratkoročne kredite
Neto novčani tok iz finansijske aktivnosti
Neto povećanje (smanjenje) gotovine u toku perioda
Gotovina i ekvivalenti na početku perioda
Gotovina i ekvivalenti na kraju perioda

Indirektan metod započinje izveštaj sa izdvajanjem dva podatka iz bilansa uspeha - neto dobitak i amortizacija. Prethodno smo konstatovali da je osnovna karakteristika amortizacije njezin nenovčani karakter. Nakon toga se u poslovnoj aktivnosti ređaju ostali prilivi i ostali odlivi po osnovu promena u pozicijama bilansa stanja.

NOVČANI TOKOVI INVESTICIONE I FINANSIJSKE AKTIVNOSTI SU IDENTIČNI PRIMENOM OBA METODA PRIKAZIVANJA IZVEŠTAJA O NOVČANIM TOKOVIMA.

Tabela 17. Izveštaj o novčanim tokovima preduzeća "Delta X"- indirektan metod

IZVEŠTAJ O NOVČANIM TOKOVIMA – INDIREKTAN METOD	IZNOSI
NOVČANI TOKOVI IZ POSLOVNE AKTIVNOSTI	
<i>I Neto dobitak</i>	1.139,50
<i>II Amortizacije</i>	175,00
<i>III Ostali prilivi</i>	110,00
1. Smanjenje potraživanja od kupaca	0,00
2. Smanjenje zaliha gotovih proizvoda, robe i materijala	0,00
3. Povećanje obaveza prema dobavljačima	75,00
4. Povećanje obaveza za kamate	25,00
5. Povećanje obaveza za poreze	10,00
<i>IV Ostali odlivi</i>	335,00
1. Povećanje potraživanja od kupaca	175,00
2. Povećanje zaliha robe, materijala, gotovih proizvoda	150,00
3. Smanjenje dobavljača	0,00
4. Smanjenje obaveza za kamate	10,00
V Neto novčani tokovi iz poslovne aktivnosti (I+II+III-IV)	1.089,50
NOVČANI TOKOVI IZ INVESTICIONE AKTIVNOSTI	
1. Prilivi gotovine po osnovu prodaje nekretnina, postrojenja i opreme	0,00
2. Prilivi po osnovu prodaje dugoročnih finansijskih instrumenta	0,00
3. Odlivi po osnovu nabavke nekretnina, postrojenja i opreme	750,00
4. Odlivi po osnovu nabavke dugoročnih finansijskih instrumenata	0,00
Neto novčani tok iz investicione aktivnosti	750,00
NOVČANI TOKOVI IZ FINANSIJSKE AKTIVNOSTI	
1. Prilivi od kredita	50,00
2. Prilivi od emisije akcija	0,00
3. Prilivi od emisije obveznica	300,00
4. Isplata dividendi	514,50
5. Isplata glavnica na dugoročne i kratkoročne kredite	0,00
Neto novčani tok iz finansijske aktivnosti	164,50
Neto povećanje (smanjenje) gotovine u toku perioda	175,00
Gotovina i ekvivalenti na početku perioda	1.100,00
Gotovina i ekvivalenti na kraju perioda	1.275,00

Indirektan metod sastavljanja izveštaja o novčanim tokovima daje iste rezultate po osnovu sve tri aktivnosti, kao i direktan metod. Razlika u ova dva izveštaja nalazi se u strukturisanju pozicija koje čine poslovnu aktivnost. Tako, ovaj izveštaj polazi od neto dobitka 1.139.5 din i amortizacije koja je nenovčani trošak od 175 din, a zatim to vrednosti koriguje sa ostalim prilivima od 110 din i ostalim odlivima od 335 din. Razlika ili neto novčani tok od poslovne aktivnosti iznosi 1.089.5 din, kao i kod direktnog metoda. Način strukturisanja ostalih novčanih tokova je identičan direktnoj metodi.

Zaključci koje smo izveli kod direktnog metoda izveštaja o novčanim tokovima ostaju validni i za indirektan način prikazivanja novčanih tokova.

1.4.4. ANALIZA IZVEŠTAJA O NOVČANIM TOKOVIMA

Izveštaj o novčanim tokovima, kao pregled primanja i izdavanja gotovine u obračunskom periodu razvrstanih prema ključnim aktivnostima, predstavlja značajan finansijski izveštaj koji dopunjava informacije sadržane u osnovnim izveštajima - bilansu stanja i bilansu

uspeha. **Osnovni cilj računovodstvenog izveštavanja** je da se korisnicima omogući sticanje uvida u sposobnost preduzeća da generiše novčane tokove povezane sa njihovim ulaganjima. Akcionari i potencijalni investitori su zainteresovani za novčane tokove od dividendi na akcije, dok su kreditori zainteresovani za novčane tokove povezane sa kreditnim aranžmanima (kamate). Menadžeri su, takođe, zainteresovani za novčane tokove preduzeća jer od usklađenosti primanja i izdavanja gotovine zavisi finansijska i operativna fleksibilnost preduzeća. Izveštaj o novčanim tokovima služi korisnicima da procene promene neto imovine preduzeća⁴¹, njegovu finansijsku strukturu, likvidnost i solventnost, kao i sposobnost preduzeća da se prilagođava promenljivim zahtevima poslovnog okruženja.

Izveštaj o tokovima gotovine predstavlja i **služi menadžerima, investitorima i kreditorima kao analitičko sredstvo da bi**⁴²:

- utvrdili iznos gotovine koja je obezbeđena iz poslovanja tokom perioda,
- procenili sposobnost preduzeća da ispunjava sve svoje obaveze onako kako dospevaju, kao i sposobnost plaćanja dividendi akcionarima,
- utvrdili iznos ulaganja u nove nekretnine, postrojenja i opremu tokom perioda,
- utvrdili obim finansiranja potrebnog za proširenje ulaganja u dugoročna sredstva ili nastavak poslovanja i
- procenili sposobnost preduzeća da ostvaruje pozitivan tok gotovine u budućim periodima.

Izveštaj o novčanim tokovima je značajan kako za tekuće planiranje potreba za gotovinom, tako i za poslovno odlučivanje i kontrolu buduće poslovne aktivnosti preduzeća.

Analiza novčanih tokova se još naziva **i procenom solventnosti**. **Solventnost** je sposobnost preduzeća da dugoročno pokriva sve svoje dospеле obaveze plaćanja u rokovima njihovog dospeća. To znači da je procena solventnosti značajan segment analize novčanih tokova i sastoji se od analize ključnih pozicija iz ovog izveštaja koji se odnosi na poslovne, investicione i finansijske aktivnosti.

Procena solventnosti odnosi se na procenu **vremenske usklađenosti priliva i odliva** gotovine iz pomenutih aktivnosti i to ne samo unutar pojedinačnih aktivnosti, već i između

⁴¹ *Neto imovina preduzeća je razlika ukupne aktive i svih obaveza preduzeća. Neto imovina je deo aktive preduzeća koja je finansirana iz sopstvenog kapitala.*

⁴² *Kulić, Slaviša. MRS 7- Izveštaj o tokovima gotovine, Primena MRS, SRRS, Beograd, 2002., str. 68.*

aktivnosti koje generišu gotovinu. Procena solventnosti ili analiza novčanog toka sastoji se iz tri područja:

- operativne performanse,
- finansijska fleksibilnost i
- procena likvidnosti.

Operativne performanse kompanije odnose se na sposobnost preduzeća da raste i razvija se kroz poslovne aktivnosti. Preduzeće koje najveće prilive gotovine ostvaruje od prodaje gotovih proizvoda, robe i usluga, a odlive od aktivnosti plaćanja troškova sadržanih u prodatim gotovim proizvodima ili nabavnoj vrednosti prodane robe, kao i ostalih troškova perioda (troškovi marketinga ili prodaje, troškovi istraživanja, troškovi opšteg upravljanja i administracije) je preduzeće čije su operativne performanse veoma dobre. Procena poslovnih aktivnosti preduzeća najvažniji je deo analize novčanih tokova. Tokovi iz poslovne aktivnosti moraju biti pozitivni, jer je jedino to pozitivan signal investitorima i kreditorima da osnovna delatnost preduzeća može da generiše gotovinu.

Finansijska fleksibilnost odnosi se na procenu sposobnosti preduzeća da generiše gotovinu iz drugih izvora koji nisu deo poslovne aktivnosti preduzeća. U pitanju je sposobnost preduzeća da se kreditno zadužuje, da emituje obveznice ili da na finansijskom tržištu emituje akcije. Finansijska fleksibilnost se postiže i kroz sposobnost preduzeća da prodaje aktivu (sredstva) kojima raspolaže. U sredstva koja se mogu prodavati ubrajamo nekretnine, postrojenja, opremu, zemljište, nematerijalna sredstva i finansijske instrumente. Kompanija koja može da odgovori potrebama za gotovinom kroz ove oblike aktivnosti smatra se finansijski fleksibilnom.

Likvidnost je deo finansijske fleksibilnosti i definiše se kao kratkoročni aspekt posmatranja novčanih tokova preduzeća. Likvidnost je sposobnost kompanije da pretvori svoju aktivu u gotovinu. Tekuća sredstva ili kako se još nazivaju visoko likvidna sredstva doprinose finansijskoj fleksibilnosti kompanije, jer se u kratkom roku mogu konvertovati u gotovinu i služiti za pokriće dospelih obaveza plaćanja. Procena likvidnosti se može videti i kroz analizu pozicija aktive bilansa stanja. Ukoliko dominira tekuća imovina u odnosu na dugoročna sredstva, preduzeće se u načelu može smatrati likvidnim. Naravno, konačna procena likvidnosti zavisi i od odgovarajućih finansijskih koeficijenata, koji su predstavljeni kao koeficijenti za procenu likvidnosti (a), utvrđivanje neto obrtnih sredstava (b) i specifični koeficijenti koji se odnose na izvešta o novčanim tokovima (c).

a) **Finansijski koeficijenti za procenu likvidnosti** se definišu kao pokazatelj opšte likvidnosti i rigorozni racio likvidnosti.

$$\text{Pokazatelj opšte likvidnosti} = \text{Obrtna sredstva} / \text{Kratkoročne obaveze}$$

Pokazatelj opšte likvidnosti prikazuje sa koliko je dinara obrtnih sredstava pokriven svaki dinar kratkoročnih obaveza. Normala je odnos 2:1, mada se s obzirom na veličinu i strukturu obaveza preduzeća normalom može smatrati i odnos 1:1.

Kao posebna varijanta ovog pokazatelja smatra se odnos kada se od obrtnih sredstava oduzmu zalihe, kao najnelikvidniji deo tih sredstava. Tada se dobija rigorozni pokazatelj likvidnosti.

$$\text{Rigorozni pokazatelj likvidnosti} = \text{Likvidna sredstva} / \text{Kratkoročne obaveze}$$

Rigorozni pokazatelj likvidnosti pokazuje sa koliko dinara likvidnih sredstava je pokriven svaki dinar kratkoročnih obaveza preduzeća. On predstavlja **strožiji test likvidnosti** jer u likvidna sredstva uključujemo samo potraživanja, gotovinu i gotovinske ekvivalente. Zalihe se po pravilu izuzimaju iz likvidnih sredstava jer je njima potreban duži period vremena da se konvertuju u gotovinu. Normalom se smatra odnos 1:1, mada se u određeni slučajevima može prihvatljivim smatrati i odnos 0,50:1. Tumačenje ovog pokazatelja najviše zavisi od činjenice mogućnosti naplate potraživanja koja čine deo likvidnih sredstava. Brzi obrt potraživanja ukazuje na visok stepen njihove naplativosti, pa se i niži odnos od normale može smatrati opravdanim.

b) Procena likvidnosti preduzeća praćena je i procenom apsolutne razlike između obrtnih sredstava i kratkoročnih obaveza. Ova razlika se naziva **neto obrtna sredstva** i utvrđuje se pomoću sledećeg obrasca:

$$\text{Neto obrtna sredstva} = \text{Obrtna sredstva} - \text{Kratkoročne obaveze}$$

Ovaj apsolutni izraz razlike dve veličine smatra se zadovoljavajućim ako je iznos razlike ima tendenciju porasta kroz više posmatranih obračunskih perioda. Negativna neto obrtna sredstva u apsolutnom iznosu govore o tome da preduzeće deo kratkoročnih obaveza pokriva iz dugoročnih sredstava što se ne može na dugi rok smatrati opravdanim, jer ugrožava likvidnost preduzeća. Naime, dugoročnim sredstvima je potrebno znatno duže vremena da se konvertuju u gotovinu, dok kratkoročne obaveze dospevaju za naplatu u kratkom roku i zahtevaju gotovinu na raspolaganju u kratkom roku.

c) Pored pokazatelja likvidnosti, analiza novčanih tokova preduzeća se dopunjava i sa analizom **specifičnih finansijskih koeficijenata** koji se odnose na pozicije iz izveštaja o novčanim tokovima. U tom smislu, govorimo o sledećim finansijskim koeficijentima: odnos neto novčanog toka i neto dobitka, učešće neto novčanog toka u prihodima od prodaje, odnos neto novčanog toka i ukupnih sredstava preduzeća i utvrđivanje slobodnog novčanog toka.

$$\text{Odnos neto novčanog toka i neto dobitka} = \frac{\text{Neto novčani tok iz poslovne aktivnosti}}{\text{Neto dobitak}}$$

Ovaj koeficijent pokazuje koliko je preduzeće sposobno da generiše neto novčanih tokova⁴³ iz poslovne aktivnosti na svaki dinar neto dobitka ostvarenog u tekućem obračunskom periodu. Ako je ovaj odnos viši u odnosu na prosek grane ili u odnosu na prethodne poslovne godine, to znači da je preduzeće sposobno da "izvlači" gotovinu iz poslovne delatnosti.

$$\text{Učešće neto novčanog toka u prihodima od prodaje} = \frac{\text{Neto novčani tok iz poslovne aktivnosti}}{\text{Neto prihodi od prodaje}}$$

Ovaj koeficijent pokazuje koliko je preduzeće ostvarilo neto novčanog toka iz poslovne aktivnosti na svaki dinar neto prihoda od prodaje. Ovaj koeficijent je merilo sposobnosti aktivnosti prodaje da generiše novčane tokove. To dalje znači da veći koeficijent znači veću sposobnost prodaje u generisanju priliva gotovine iz poslovne aktivnosti.

$$\text{Odnos neto novčanog toka i ukupnih sredstava preduzeća} = \frac{\text{Neto novčani tok iz poslovne aktivnosti}}{\text{Prosečna ukupna sredstva preduzeća}}$$

Ovaj koeficijent pokazuje koliko je preduzeće ostvarilo neto novčanih tokova iz poslovne aktivnosti na svaki dinar prosečno uloženi ukupnih sredstava preduzeća. Ovaj koeficijent je merilo sposobnosti sredstava (imovine) preduzeća da generiše gotovinu.

$$\text{Slobodan novčani tok (free cash flow)} = \text{Neto novčani tok iz poslovne aktivnosti} - \text{Dividende} - \text{Neto Ulaganja u dugoročna (stalna) sredstva}$$

$$\text{Neto ulaganja u dugoročna (stalna) sredstva} = \text{Prilivi od prodaje stalnih sredstava} - \text{Odlivi po osnovu nabavke stalnih sredstava}$$

Slobodan novčani tok (free cash flow) je značajno merilo uspešnosti preduzeća kojeg investitori veoma rado koriste u analizi atraktivnosti akcija preduzeća na finansijskim

⁴³ Neto novčani tok je razlika između primanja i izdavanja gotovine. Neto novčani tok može se javiti kao neto priliv ili neto odliv gotovine u obračunskom periodu.

tržištima. Ovaj novčani tok se definiše kao merilo ostatka gotovine iz poslovnih aktivnosti kada se isplate dividende i kada se izvrše ulaganja u rast preduzeća.

Posle izvršenih neophodnih analiza izveštaja o novčanim tokovima može se definisati **profil novčanih tokova preduzeća**. S obzirom na ostvarene rezultate u segmentima poslovne, finansijske i investicione aktivnosti moguće je preduzeća podeliti na osam profila (videti sledeću tabelu).

Tabela 18. Profil preduzeća s obzirom na ostvarene neto novčane tokove

PROFIL	NETO NOVČANI TOK OD POSLOVNE AKTIVNOSTI	NETO NOVČANI TOK INVESTICIONE AKTIVNOSTI	NETO NOVČANI TOK FINANSIJSKE AKTIVNOSTI
1	+	+	+
2	+	-	+
3	+	+	-
4	+	-	-
5	-	+	+
6	-	-	+
7	-	+	-
8	-	-	-

U prvom profilu preduzeće generiše pozitivne novčane tokove iz sve tri aktivnosti. Ovo je slučaj preduzeća koje ostvaruje prilive iz poslovne, investicione i finansijske aktivnosti najverovatnije iz razloga nekih većih ulaganja u dugoročna sredstva u budućem obračunskom periodu.

U drugom profilu preduzeće finansira rast (kupovinu dugoročne imovine) kroz poslovne aktivnosti ili kroz emisije akcija, obveznica i uzimanje kredita. Zato je u ovom profilu novčani tok iz investicione aktivnosti negativan, dok su izvori gotovine iz poslovne i finansijske aktivnosti pozitivni.

U trećem profilu kompanija koristi pozitivan novčani tok iz poslovne i investicione aktivnosti za isplatu dividendi i za pokriće glavnica dospelih dugoročnih obaveza. Zato je finansijski tok negativan, dok su ostala dva pozitivna.

U četvrtom profilu, negativni su investicioni i finansijski novčani tokovi, dok je pozitivan tok iz poslovne aktivnosti. Ovo je slučaj preduzeća koje iz poslovne aktivnosti finansira rast (kupovinu dugoročnih sredstava- investiciona aktivnost) i finansira otplate dividendi i glavnice dugova (finansijska aktivnost). Karakteristično je za preduzeća koja su dugo godina prisutna na tržištu i imaju stabilnu proizvodnju i prodaju.

U petom profilu, preduzeće je najverovatnije u teškoćama vezanim za prodajni ciklus (opadanje tražnje za proizvodima) pa je neto novčani tok iz poslovne aktivnosti negativan. Da bi to nadomestilo, preduzeće intenzivira priliv gotovine iz investicione aktivnosti

(prodaja dugoročnih sredstava) i finansijske aktivnosti (emisije akcija, obveznica, uzimanje kredita).

U šestom profilu, kompanija generiše novčane tokove iz finansijske aktivnosti (emisija akcija, obveznica) i njima pokriva negativne novčane tokove iz poslovne i investicione aktivnosti. Ovo preduzeće ulaže u svoj rast i razvoj očekujući da će to doprineti pozitivnim novčanim tokovima iz poslovne aktivnosti. Naravno, preduzeće se ne može neograničeno zaduživati kod svojih poverilaca da bi finansiralo rast i razvoj, kao niti što ne može neograničeno izdavati akcije, ako svojim vlasnicima ne obećava dobre performanse u budućnosti. Ovaj profil likvidnosti preduzeća može se smatrati dosta rizičnim.

U sedmom profilu kompanija prodaje dugoročna sredstva da bi iz tih priliva finansirala otplate kredita u finansijskoj aktivnosti, isplatu dividendi i da bi finansirala svoju poslovnu aktivnost. U sedmom profilu novčanih tokova jedino investicione aktivnosti generišu gotovinu, dok ostale aktivnosti konzumiraju gotovinu. Ovo je profil preduzeća koji ukazuje na *prisustvo hronične nelikvidnosti i značajan rizik bankrota*.

U osmom profilu novčani tokovi iz svih aktivnosti su negativni. Ova kompanija je pred bankrotom jer pokazuje nesinhronizovanost i vremensku neusklađenost priliva i odliva gotovine iz sve tri aktivnosti - poslovne, investicione i finansijske aktivnosti.

Analiza izveštaja o novčanim tokovima primenom pomenutih koeficijenata i utvrđivanjem profila novčanog toka data je u sledećem primeru.

PRIMER: Dat je sledeći izveštaj o novčanim tokovima firme Delta X:

IZVEŠTAJ O NOVČANIM TOKOVIMA – DIREKTAN METOD	IZNOSI
NOVČANI TOKOVI IZ POSLOVNE AKTIVNOSTI	
1. Naplata potraživanja od kupaca	9.285,00
2. Naplaćeni ostali prihodi	0,00
3. Isplate po osnovu cene koštanja prodatih gotovih proizvoda	6.750,00
4. Isplate po osnovu ostalih troškova perioda	1.600,00
5. Isplate po osnovu kamate	0,00
6. Isplate po osnovu poreza na dobitak	0,00
Neto novčani tok iz poslovne aktivnosti (1+2-3-4-5)	1.089,50
NOVČANI TOKOVI IZ INVESTICIONE AKTIVNOSTI	
1. Prilivi gotovine po osnovu prodaje nekretnina, postrojenja i opreme	
2. Prilivi po osnovu prodaje nematerijalnih sredstava	
3. Prilivi po osnovu prodaje dugoročnih finansijskih instrumenata	
4. Odlivi po osnovu nabavke nekretnina, postrojenja i opreme	750,00
5. Odlivi po osnovu nabavke dugoročnih finansijskih instrumenata	
Neto novčani tokovi iz investicione aktivnosti (1+2+3-4-5)	750,00
NOVČANI TOKOVI IZ FINANSIJSKE AKTIVNOSTI	
1. Prilivi od kredita	50,00
2. Prilivi od emisije i prodaje akcija	0,00
3. Prilivi od emisije i prodaje obveznica	300,00
4. Isplate dividendi	0,00
5. Isplate glavnice na dugoročne i kratkoročne kredite	514,50
Neto novčani tok iz finansijske aktivnosti (1+2+3-4-5)	164,50
Neto povećanje (smanjenje) gotovine u obračunskom periodu	175,00
Gotovina i ekvivalenti na početku perioda	1.100,00
Gotovina i ekvivalenti na kraju perioda	1.275,00

Analiza izveštaja:

Preduzeće "Delta X" je u toku obračunskog perioda ostvarilo neto novčane prilive gotovine iz poslovne aktivnosti u iznosu od 1.089.5 din, dok je istovremeno ostvarilo negativne neto novčane tokove (neto odlive) gotovine iz investicione aktivnosti u iznosu od 750 din i finansijske aktivnosti u iznosu od 164.5 din.

Sumiranjem neto priliva i odliva gotovine po osnovu sve tri aktivnosti dobija se iznos neto promene gotovine i gotovinskih ekvalenata u obračunskom periodu u iznosu od 175 din.

Profil novčanog toka kojem ovo preduzeće pripada je *Profil 4 iz prethodne klasifikacije*. Ovo preduzeće je ostvarilo pozitivan novčani tok iz poslovne aktivnosti, a negativne novčane tokove iz finansijske i investicione aktivnosti. To znači da osnovna delatnost preduzeća generiše novčane tokove, dok iste konzumiraju finansijska i investiciona aktivnost. Negativne novčani tokovi iz investicione aktivnosti nastali su zbog kupovine dodatne opreme koja je finansirana iz novčanog toka poslovne aktivnosti, dok su negativni novčani tokovi iz finansijske aktivnosti nastali kao posledica otplata glavnice

duga i odliva po osnovu isplaćenih dividendi. Dividende su isplaćene iz pozitivnog toka koji je ostvaren u poslovnoj aktivnosti preduzeća, a drugim delom su isplaćene iz uzetih kredita i priliva od dodatne emisije obveznica.

Da bi se nešto više reklo o finansijskoj fleksibilnosti i likvidnosti ovog preduzeća potrebno je prethodnu analizu dopuniti sa sledećim finansijskim koeficijentima:

$$\text{Odnos neto novčanog toka i neto dobitka} = 1.089,5 / 1.139,5 = 0.95$$

Na svaki dinar neto dobitka preduzeće je ostvarilo 0.95 din neto novčanog toka iz poslovne aktivnosti. To znači da poslovne aktivnosti generišu gotovinu.

$$\text{Učešće neto novčanog toka u prihodima od prodaje} = 1.089,5 / 10.000 = 0.10$$

Na svaki dinar neto prihoda od prodaje preduzeće je ostvarilo 0.10 din neto novčanog toka iz poslovne aktivnosti.

$$\text{Odnos neto novčanog toka i ukupnih sredstava preduzeća} = 1.089,5 / (9575 + 8500) / 2 = 1.089,5 / 9037,5 = 0.12$$

Na svaki dinar prosečnih ukupnih sredstava preduzeća ili prosečne aktive preduzeće je ostvarilo 0.12 din neto novčanog toka iz poslovne aktivnosti.

$$\text{Slobodan novčani tok (free cash flow)} = 1089,5 - 514,5 - 750 = - 175$$

Slobodan novčani tok ne postoji jer je u celosti konzumiran za otplatu dividendi, a drugi deo nedostajuće gotovine od 175 din je obezbeđen iz finansijske aktivnosti preduzeća (uzeti krediti i emitovane obveznice).

1.5. ANALIZA NETO OBRITNOG FONDA

Neto obrtni fond (working capital) se definiše kao razlika dugoročnih izvora finansiranja (dugoročne obaveze i sopstveni kapital) i stalnih sredstava. Ako je pozitivna veličina, predstavlja deo obrtnih sredstava koja su finansirana iz dugoročnih izvora.

$$\text{Neto obrtni fond} = \text{Dugoročni izvori finansiranja} - \text{Dugoročna (stalna) sredstva}$$

Pored ovog termina u upotrebi je termin neto obrtna sredstva i predstavlja razliku obrtnih sredstava i kratkoročnih obaveza. Ako je pozitivna veličina predstavlja deo obrtnih sredstava koja nisu pokrivena kratkoročnih već dugoročnim izvorima.

$$\text{Neto obrtna sredstva} = \text{Obrtna sredstva} - \text{Kratkoročne obaveze}$$

U oba slučaja, neto obrtni fond je značajan instrument finansijske analize kompanije. On je deo zahteva zlatnog bilansnog pravila u širem smislu koje zahteva da se dugoročno vezana aktiva (nekretnine, postrojenja, oprema i nematerijalna sredstva) moraju finansirati iz dugoročnih izvora (sopstveni kapital i dugoročne obaveze).

Zadovoljenjem zlatnog bilansnog pravila ostvaruje se ***dugoročna finansijska ravnoteža u kompaniji.***

Pozitivan iznos neto obrtnog fonda govori da je postignuta dugoročna finansijska ravnoteža. Nulti neto obrtni fond je retka pojava kod preduzeća jer podrazumeva da su dugoročni izvori finansiranja u potpunosti identični sa stalnim sredstvima. Negativan neto obrtni fond nije pozitivan signal za investitore i kreditore (poverioce) jer je on izraz dubokih finansijskih poremećaja. Pojava negativnog neto obrtnog fonda znači nepovoljni položaj likvidnosti kompanije i mogućnost rizika od bankrota.

Neto obrtni fond se menja iz godine u godinu, tako da se o njegovim varijacijama može suditi tek kroz komparaciju u nizu godina. Povećanja i smanjenja neto obrtnog fonda, prema osnovnoj definiciji, proizlaze iz mnogobrojnih transakcija i menadžment kompanije mora biti svestan činjenice da određene poslovne odluke mogu imati dugoročan uticaj na neto obrtni fond.

Povećanje neto obrtnog fonda moguće je postići na sledeće načine:

- iz povećanja zadržanog dobitka tekuće godine,
- povećanje sopstvenog kapitala kroz emisiju i prodaju akcija,
- povećanje dugoročnih obaveza i rezervisanja,
- konverzija kratkročnih kredita u dugoročne i
- prodajom stalnih sredstava (nekrentina, postrojenja , opreme i sl.).

Smanjenje neto obrtnog fonda proizlazi iz sledećih transakcija:

- smanjenje zadržanog dobitka (veća raspodela na dividende),
- smanjenje sopstvenog kapitala (otkupom sopstvenih akcija radi poništenja i sl.),
- smanjenjem dugoročnih rezervisanja,
- smanjenjem dugoročnih obaveza kroz otplatu kredita,
- nabavkom stalnih sredstava i sl.

Sledeća tabela prikazuje razvoj neto obrtnog fonda kroz godine:

Naziv pozicije	20x6.g.	20x7.g.	20x8.g.
Aksijski kapital			
Rezerve			
Zadržani dobitak			
Nekretnine, postrojenja i oprema			
Nematerijalna ulaganja			
Dugoročni finansijski plasmani			
Neto obrtni fond			
Varijacije neto obrtnog fonda			

Na osnovu prethodne tabele, korisnici analize mogu zaključiti o tome kako su se kretale varijacije u neto obrtnom fondu, kao i šta je prouzrokovalo te pozitivne ili negativne varijacije.

1.6. ANALIZA LEVERAGE-A

Rizik predstavlja nepredviđeni događaj od kojeg preduzeće želi da se zaštiti kroz prevenciju njegovog nastanka. Jedan od načina da se prevenira rizik jeste da se on izmeri i kvantifikuje. Sposobnost rizika da podleže kvantifikaciji omogućila je razvoj jednog od značajnih instrumenata analize koji se naziva analiza leverage-a.

Ovde govorimo o tri vrste rizika i leverage-a:

- poslovni rizik i poslovni leveridž,
- finansijski rizik i finansijski leveridž i
- kombinovani rizik i kombinovani leveridž.

Poslovni leveridž

Mehanizam dejstva poslovnog leveridža se najbolje predstavlja kroz analizu prelomne tačke rentabiliteta. S obzirom da su ova izlaganja bila predmet rasprava u predmetima na nižim godinama studija (upravljačko računovodstvo), na ovom mestu izvršićemo podsećanje na prelomnu tačku rentabiliteta.

U cilju utvrđivanja prelomne tačke potrebno je sve troškove podeliti u dve grupe: a) fiksni i b) varijabilni troškovi. Fiksni troškovi su oni koji se u ukupnoj masi ne menjaju kada dođe do promene obima aktivnosti, dok su varijabilni troškovi oni koji se u masi menjaju proporcionalno promeni obima aktivnosti.

Obračun prelomne tačke = Fiksni troškovi (ukupni) / Marginalni dobitak po jedinici
Marginalni dobitak po jedinici = Prodajna cena - Varijabilni troškovi po jedinici učinka

Prelomna tačka je onaj obim prodaje (u jedinici mere) na kojem je ukupan prihod jednak ukupnim troškovima, odnosno ostvaruje se nulti rezultat.

Promene obima prodaje su manje nego promene poslovnog dobitka jer se iz marginalnog dobitka moraju nadoknaditi fiksni troškovi pre nego se formira poslovni dobitak. Što je veće učešće fiksnih troškova u strukturi, veći je poslovni rizik jer veći fiksni troškovi smanjuju, pod istim ostalim uslovima, poslovni dobitak i povećavaju prelomnu tačku. Ovo je karakteristika kapitalno intenzivnih preduzeća, gde se pri značajnijim padovima obima prodaje poslovni dobici smenjuju sa poslovnim gubicima.

$$\text{Faktor poslovnog leveridža} = \frac{\text{Procentualna promena poslovnog dobitka}}{\text{Procentualna promena obima prodaje}}$$

Ovaj faktor je veći kod rizičnijih firmi koje imaju veće fiksne troškove u strukturi ukupnih troškova. Što je manji faktor poslovnog leveridža, to govori o manje rizičnom preduzeću.

Primer

BOEING JE JEDAN OD NAJVEĆIH PROIZVOĐAČA KOMERCIJALNIH LETELICA NA SVETU. JEDAN OD NAJPOZNATIJIH AVIONA JE BOEING 757-300, KOJI PRIMA 240 PUTNIKA I MOŽE DA LETI NA VISINI OD 4010 MILJA. PRVA ISPORUKA OVIH AVIONA BILA JE 1999.G. TO JE AVION SA NAJNIŽIM POSLOVNIM TROŠKOVIMA. FIKSNI TROŠKOVI NJEGOVE PROIZVODNJE SU 800 MILIONA \$, A VARIJABILNI TROŠKOVI 45 MILIONA \$ PO AVIONU. PRODAJNA CENA PO AVIONU JE 65 MILIONA \$.

- A) IZRAČUNAJ PRELOMNU TAČKU RENTABILITETA ZA BOEING 757-300 U JEDINICIMA PRODAJE.
 B) PRETPOSTAVIMO DA BOEING MOŽE DA PRODA 44 TAKVA AVIONA U 2007.G. IZRAČUNAJTE POSLOVNI DOBITAK OVE KOMPANIJE.
 C) AKO TRAŽNJA ZA AVIONIMA OPADNE NA NIVO OD 36 AVIONA, IZRAČUNAJTE POSLOVNI DOBITAK (GUBITAK) I UTVRDIŠTE NJEGOV PROCENAT PROMENE.
 D) IZRAČUNAJTE FAKTOR POSLOVNOG LEVERIDŽA ZA OVU KOMPANIJU.

Rešenje

Prelomna tačka (u jedinicama prodaje) = $\$800 / 65 - 45 = \$800 / \$20 = 40$ aviona

Naziv pozicije	Na obimu prodaje od 42 aviona Varijanta A	Porast obima prodaje za 4.7% (44 aviona) Varijanta B	Smanjenje obima prodaje za 4.7% (na 40 aviona) Varijanta C	Smanjenje obima prodaje za 20% (na 34 aviona) Varijanta D
Prihodi od prodaje	\$65 x 42 = 2.730	65 \$ x 44 = 2.860	65\$ x 40 = 2.600	65\$ x 34 = 2.210
Varijabilni troškovi	45\$ x 42 = 1.890	45 \$ x 44 = 1.980	45\$ x 40 = 1.800	45\$ x 34 = 1.530
Marginalni dobitak	840	880	800	680
Fiksni troškovi	800	800	800	800
Poslovni dobitak (gubitak)	40	80	0	-120

Na nivou prodaje od 40 aviona (prelomna tačka) dobitak je 0. Ukupni prihodi su dovoljni za pokriće svih troškova poslovanja (varijabilnih i fiksnih). Međutim, sa promenom obima

prodaje ukupni prihodi generišu poslovni dobitak od 80 miliona \$ (obim prodaje 44 aviona) ili poslovni gubitak od -80 miliona \$ (obim prodaje od 36 aviona).

Faktor poslovnog leveridža je sledeći (posmatra se u odnosu na prodaju od 42 aviona što je tekući nivo prodaje ove kompanije):

Faktor poslovnog leveridža = $100\% / 4.7\% = 21$ (ako se obim prodaje poveća za 4.7% povećaće se poslovni dobitak za 100%- varijanta B ili ako se obim prodaje smanji za 4.7% dobitak se smanjuje na nulu, tj. za 100% - varijanta C).

Razlika je još drastičnija ako se obim prodaje smanji za 20%, tada se poslovni dobitak smanjuje za - 410% (varijanta D). Faktor poslovnog leveridža = $410\% / 20\% = 21$ (ako se obim prodaje smanji za 20% smanjio se poslovni dobitak za 410%)

Finansijski leveridž

Pored fiksnih troškova (amortizacija, fiksne plate zaposlenih u upravi i administraciji, komunalni i drugi troškovi), postoji još jedna kategorija troškova koja je rezultat korišćenja pozajmljenog kapitala u strukturi izvora finansiranja. Reč je rashodima na ime kamate na uzete bankarske kredite ili emitovane i prodane obveznice.

Ovi rashodi na ime kamate su fiksni troškovi za jednu kompaniju. U vreme dospeća kompanija mora imati generisan novac za njihovu isplatu. Postojanje fiksnih rashoda na ime kamate generiše se finansijski rizik jedne firme.

U cilju prezentacije dejstva finansijskog leveridža poslužićemo se jednim kratkim primerom.

Sledeće varijante finansijske strukture uzimamo kao polazne pretpostavke primera:⁴⁴

- a) ne finansira se iz pozajmljenih izvora (sopstveni kapital je 20.000),
- b) finansira se 50% iz sopstvenog kapitala (10.000) i 50% pozajmljenog kapitala (10.000)
- c) finansira se iz sopstvenog kapitala 5.000 i 15.000 iz dugoročnih obaveza.

⁴⁴ Prilagođen primer iz Krasulja, dr Dragan i Ivanišević, dr Milorad. **Poslovne finansije**, Ekonomski fakultet, Beograd, 2.000.g., str. 66.

Poslovni dobitak tri firme je identičan (1.600), a stopa prinosa je 8%. Kamata na kredit je 6%.

	A	B	C
Obaveze	-	10.000	15.000
Sopstveni kapital	20.000	10.000	5.000
Ukupni izvori:	20.000	20.000	20.000
Poslovni dobitak	1.600	1.600	1.600
Rashodi na ime kamate (6%)	-	600	900
Dobitak pre oporezivanja	1.600	1.000	700
Porez na dobitak (50%)	800	500	350
Neto dobitak (dobitak posle poreza i kamate)	800	500	350
Stopa prinosa na ukupna sredstva (1.600/20.000)	8 %	8 %	8 %
Stopa prinosa na sopstvena sredstva	4 %	5 %	7 %

Pri istom obimu poslovnog dobitka od 1.600, veću stopu prinosa daju one varijante kod kojih postoji finansiranje iz obaveza (dugoročnog kredita). Uvek kada je stopa prinosa ukupne aktive (8%) veća od kamatne stope (u primeru 6%) isplati se da se preduzeće finansira iz dugoročnih obaveza (kredita, obveznica) jer će to dovesti do bolje efikasnosti u korišćenju sopstvenog kapitala i povećati prinos na sopstveni kapital (varijanta B prinos je 5%, a varijanta C prinos je 7%). U varijanti A nema dugova, što znači da se uopšte ne aktivira dejstvo finansijskog leveridža.

Ovde ćemo izračunati faktor finansijskog leveridža za alternativu B:

$$\text{Faktor finansijskog leveridža} = \text{Poslovni dobitak} / \text{Dobitak pre poreza}$$

Primer

FAKTOR FINANSIJSKOG LEVERIDŽA (VARIJANTA B) = $1600/1000 = 1.6$ OVAJ FAKTOR SE TUMAČI DA AKO SE POSLOVNI DOBITAK POVEĆA ZA 1% , DOBITAK PRE OPOREZIVANJA ĆE SE POVEĆATI ZA 1.6%.

Efekat povećanja poslovnog dobitka za 25% (varijanta B):

	B	Varijanta B 1 (povećanje poslovnog dobitka za 25%)
Obaveze	10.000	10.000
Sopstveni kapital	10.000	10.000
Ukupni izvori:	20.000	20.000
Poslovni dobitak	1.600	2.000
Rashodi na ime kamate (6%)	600	600
Dobitak pre oporezivanja	1.000	1.400
Porez na dobitak (50%)	500	700
Neto dobitak (dobitak posle poreza i kamate)	500	700
Stopa prinosa na ukupna sredstva	8%	10%
Stopa prinosa na sopstvena sredstva	4%	7%

Kao što se vidi poređenjem varijante B i varijante B1, povećanje poslovnog dobitka za 25% dovodi do povećanja neto dobitka posle kamate i poreza za 40% ($200/500 = 0.4 \times 10 = 40\%$).

Korišćenjem efekta leveridža (finansiranja iz dugoročnih pozajmljenih izvora, odnosno kredita) ima efekat, **pri povećanom poslovnom dobitku** na povećanje stope prinosa na ukupna sredstva na 10% i povećanje stope prinosa na sopstvena sredstva na 7%.

Faktor finansijskog leveridža može se dobiti i primenom sledeće formule:

Faktor finansijskog leveridža = procentualno povećanje neto dobitka / procentualno povećanje poslovnog dobitka

Faktor finansijskog leveridža = 40% / 25% = 1.6

Kombinovani leveridž

Poslovni i finansijski rizik deluju u istom pravcu. Pošto poslovni leveridž određuje procentualno povećanje poslovnog dobitka prema procentualnom povećanju obima prodaje, dok finansijski leveridž se determiniše kao procentualno povećanje neto dobitka prema procentualnom povećanju poslovnog dobitka, očigledno je da se oba leveridža odražavaju na stopu prinosa na sopstvena sredstva.

Kombinovani leveridž je dejstvo oba rizika u istom smeru i on odražava izloženost kompanije ukupnom riziku. Ovaj rizik je posebno izražen za kapitalno intenzivne firme koje imaju visoko učešće fiksnih troškova u strukturi ukupnih troškova, gde se malim oscilacijama u obimu prodaje obezbeđuju velike varijacije u poslovnom dobitku (videti primer kompanije Boeing gde je faktor poslovnog leveridža 21. Kod ovih preduzeća javlja se želja da iskoriste sva povećanja obima prodaje, što stvara iluziju o neograničenoj moći zarađivanja. U nedostatku sopstvenog kapitala da bi finansirala rast ova preduzeća posežu za dugoročnim pozajmljenim kapitalom čime se intenzivira dejstvo finansijskog leveridža. Pri osetnim kolebanjima poslovne aktivnosti (avioindustrija, automobilska industrija), gde se obim prodaje menja iz perioda u period, varira s obzirom na zahteve tražnje i ciklične promene u privredi, ne treba pri visokom faktoru poslovnog leveridža igrati na veliki faktor finansijskog leveridža. U ovakvim kompanijama, pri eventualnom smanjenju obima prodaje, opterećenost fiksnim troškovima i rashodima na ime kamate relativno raste tako da se preduzeće može naći u domenu aktivnosti u kojem se ostvaruju neto gubici.

U domenu ispitivanja leveridža uputno je spomenuti vrednost **Altmanovog Z-score modela** za predviđanje bankrotstva kompanije.

Model je zbir pokazatelja koji se ponderišu i na taj način predviđaju bankrotstvo kompanije.

Model Z-score je predstavljen u nastavku izlaganja.

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

GDE JE X1 = NETO OBRATNA SREDSTVA / UKUPNA AKTIVA

X2= ZADRŽANI DOBITAK / UKUPNA AKTIVA

X3= DOBITAK PRE KAMATE I POREZA (EBIT) / UKUPNA AKTIVA

X4= SOPSTVENI KAPITAL / UKUPNE OBAVEZE

X5= PRIHODI OD PRODAJE / UKUPNA AKTIVA

Tumačenje rezultata Z-score modela:

ako je $Z < 1.20$ verovatnoća bankrota je velika (crna zona),

$Z > 2.90$ niska verovatnoća bankrota (bela zona),

$1.20 < Z < 2.90$ siva zona (šanse za bankrot su 50%).

2. PREDVIĐANJE BUDUĆEG NETO DOBITKA I/ILI NOVČANIH TOKOVA U FUNKCIJI UTVRĐIVANJA SUŠTINSKE VREDNOSTI PREDUZEĆA

Na osnovu Miller Modigliani-eve hipoteze o irelevantnosti dividendi u proceni vrednosti preduzeća, nastali su modeli koji se zasnivaju na **slobodnom novčanom toku (free cash flow to the firm, FCFF)**. Ovaj pristup počiva na hipotezi da se vrednost sopstvenog kapitala preduzeća može dobiti kada se od vrednosti preduzeća kao celine oduzme vrednost nevlasničkih prava (obaveza) ili:

$$\text{Vrednost sopstvenog kapitala} = \text{Tržišna vrednost preduzeća kao celine} - \text{Tržišna vrednost obaveza.}$$

Preduzeća investiraju u različite projekte iz kojih očekuju prinos. Investicije zahtevaju novčana ulaganja koja se nazivaju kapitalnim rashodom ili jednostavno investicijom (I_t). Međutim, projekti odnosno poslovne aktivnosti firme odbacuju određen novčani tok koji se naziva novčani tok iz poslovnih aktivnosti (cash flow from operations, C_t). Razlika između novčanog toka iz poslovnih aktivnosti firme i kapitalnih rashoda naziva se slobodan novčani tok (*free cash flow*). Slobodan novčani tok je deo novčanog toka C_t , koji preostane kada se izvrše ulaganja u nove projekte (I_t).

U cilju procene vrednosti firme, slobodan novčani tok ($C_t - I_t$) se diskontuje sa troškovima kapitala i dobija se vrednost firme kao celine, na sledeći način:

$$V_0^F = \frac{C_1 - I_1}{(1 - k)} + \frac{C_2 - I_2}{(1 - k)^2} + \frac{C_3 - I_3}{(1 - k)^3} + \dots$$

gde je k , diskontna stopa, a V_0^F , vrednost firme.

Da bi se dobila vrednost sopstvenog kapitala treba od vrednosti firme oduzeti vrednost obaveza ili:

$$V_0^E = V_0^F - V_0^D,$$

gde je V_0^E , vrednost sopstvenog kapitala, a V_0^D , vrednost pozajmljenog kapitala preduzeća.

S obzirom na činjenicu da je veoma teško prognozirati V_0^F , investicioni analitičari umesto slobodnog novčanog toka predviđaju neto dobitak u narednim obračunskim periodima i prilagođavaju ga za iznos vremenskih razgraničenja (accruals) što je posledica činjenice da računovodstveni dobitak obračunat po opšteprihvaćenim računovodstvenim principima

odstupa od ekonomskog dobitka za iznos razgraničenih prihoda i rashoda. Zato se procena tržišne vrednosti preduzeća u praksi zasniva na jednostavnom modelu pod pretpostavkom finansiranja iz sopstvenih izvora i oduzimanjem poreske uštede koja nastaje u slučaju finansiranja iz pozajmljenih izvora. Određivanja slobodnog novčanog toka firme (FCFF) podrazumeva sledeću shemu⁴⁵:

$$\text{Dobitak pre kamate i poreza } \times (1 - \text{poreska stopa}) - (\text{Kapitalni izdaci} - \text{Amortizacija}) - \text{Promene u neto obrtnom fondu} = \text{Slobodni novčani tok firme (FCFF; free cash flow to the firm)}$$

Slobodan novčani tok firme se diskontuje korišćenjem ponderisanih prosečnih troškova kapitala (WACC, weighted average cost of capital) i uzimanjem u obzir procenjene stope rasta firme (g), na sledeći način:

$$\text{Sadašnja vrednost firme} = \text{FCFF} (1+g) / (\text{WACC} - g).$$

Sada se iz dobijenog iznosa može dalje utvrditi vrednost sopstvenog kapitala (vrednost firme) na bazi sledeće formule:

$$\text{Sadašnja vrednost firme} - \text{tržišna vrednost obaveza} = \text{Vrednost sopstvenog kapitala}.$$

Stopa kapitalizacije (WACC)⁴⁶ koja se koristi u ovom modelu je prosečna stopa kapitala preduzeća uzimajući u obzir finansiranje iz dugova (emisija obveznica, bankarski krediti), dok je g, stopa rasta preduzeća koja se meri kao stopa rasta FCFF. Budući da je preduzeće koje se finansira iz duga i sopstvenog kapitala rizičnije, beta koeficijent je veći, a time je veća i stopa tržišne kapitalizacije, u odnosu na preduzeće finansirano iz sopstvenog kapitala.

Primer:

Pozicije	2001 (u 000 000 \$)	2002 (u 000 000 \$)
Dobitak pre kamate i poreza (EBIT)	170	210
Kapitalni izdaci	100	110
Promene u neto obrtnim sredstvima	(10)	10
Amortizacija	50	60
Free cash flow	110	170
Dodatne informacije: WACC 14%, ukupan iznos obaveza 300 miliona \$, stopa rasta kompanije 5% 50 miliona akcija (outstanding shares)		

⁴⁵ Damodoran, Aswath. "Discounted Cash Flow Valuation: The Inputs", Working Paper, Greece, 2000.g., str. 92.

⁴⁶ WACC se zasniva na zbiru svake komponente izvora finansiranja preduzeća ponderisane sa tržišnom vrednošću te komponente.

Rešenje:

VREDNOST FIRME = $170 / (0.14 - 0.05) = 170 / 0.09 = 1.888 \$$

VREDNOST OBAVEZA = 300 MILIONA \$

VREDNOST SOSPTVENOG KAPITALA U 2002.G. = $1.888 - 300 = 1.588 \$$

VREDNOST AKCIJE = $1588 / 50 = 31.76 \$$

3. UPRAVLJANJE RASTOM NA OSNOVU REZULTATA ANALIZE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

Upravljanje rastom predstavlja poseban problem finansijskog planiranja u kompanijama, zato što većina menadžera vidi rast kao veličinu koja mora biti maksimizirana. Jednostavno, porast firme uvećava njezino tržišno učešće i dobitak. Međutim, danas maksimizacija rasta nije uvek pozitivna strategija i često može da vodi u bankrot. Sa druge strane, kompanije koje rastu isuviše sporo, postaće kandidati za preuzimanje (takeover target).

Kompanije prolaze različite faze poslovnog ciklusa. Prva faza je početak rada kompanije ili start up faza u kojoj se novčana sredstva koriste da bi se proizvod razvio i ustabilila njegova prodaja na tržištu. U sledećoj, drugoj fazi, nastaje rapidan rast u kojoj kompanija posluje sa dobitkom, ali joj za održanje tog rasta treba regularna infuzija kapitala (sopstvenog i pozajmljenog). Treća faza životnog ciklusa je faza zasićenosti koju karakteriše opadanje rasta i korišćenje gotovine u investicione svrhe. Poslednja faza je opadanje, kompanija je na granici rentabilnosti, generiše gotovinu koju reinvestira interno, dakle u samu kompaniju i trpi opadanje prodaje. Kompanije u poslednje dve faze koriste menadžerske veštine da bi pronašle profitabilne investicione alternative u nove proizvode ili investiraju u kupovinu (preuzimanje) drugih kompanija koje su još uvek u fazi rasta.

Mi ćemo se ovde bazirati na istraživanju kompanija u fazi rasta i kompanija u fazi zasićenosti i opadanja tržišnog učešća. Ali, najveći deo izlaganja biće posvećen održivom rastu (sustainable growth). On je posledica stare poslovice: ***Da bi se napravio novac, prvo se mora uložiti novac (It takes money to make money)***. Porast obima prodaje zahteva veće angažovanje sredstava (porast aktive) za koju se moraju obezbediti izvori (porast pasive). Zadržani dobitak, kao i novi krediti ili emisija obveznica mogu generisati novac, ali samo u ograničenom iznosu. Ukoliko kompanija ne želi da emituje akcije i da ih proda, pozajmljeni kapital i interno generisani resursi (zadržani dobitak) je granica rasta.

U cilju objašnjenja održivog rasta kompanije poći ćemo od sledećih pretpostavki:

- a) kompanija želi da raste koliko god joj to tržišne mogućnosti dozvoljavaju,
- b) menadžeri ne žele da emituju i prodaju novu emisiju akcija,

c) kompanija ima željenu strukturu kapitala i željenu, definisanu politiku dividendi koju želi da održi.

Ilustracija 7. Novi, rastući obim prodaje zahteva nova sredstva, a ona zahtevaju rastuće izvore finansiranja



Na ovoj ilustraciji onaj deo koji nije osenčen pripada bilansu stanja kompanije na početku perioda. Osenčen deo na strani aktive predstavlja sredstava koja su uložena da bi se podržao rast (nabavka zaliha robe, proizvodnja gotovih proizvoda, ulaganja u nekretnine, postrojenja i opremu). Osenčen deo na strani pasive govori o dva relevantna izvora finansiranja iz kojih je rastuća aktiva finansirana: sopstveni i pozajmljeni kapital. Na kraju godine, aktiva je ponovo jednaka pasivi.

U kontekstu ove teme bavićemo se pitanjem koji faktori limitiraju rast, odnosno težnju kompanije da iskoristi rastuću tražnju za svojim proizvodima, uslugama i slično. Stopa rasta obaveza i stopa rasta sopstvenog kapitala su osnovni limiti rasta. Kao što je poznato zaduživanje kompanije je ograničeno njezinom kreditnom sposobnošću iz čega sledi da je osnovni limit rasta onaj koji se odnosi na mogućnost rasta iz sopstvenog kapitala.

Stopa uravnoteženog rasta je ona stopa rasta pri kojoj se ne narušava finansijska fleksibilnost kompanije.

$$g = \text{Promene u sopstvenom kapitalu} / \text{Sopstveni kapital na početku perioda}$$

ili $g = P \times R \times A \times T$

gde je g, stopa rasta firme, P profitna margina ili stopa neto dobitka, R je stopa zadržanog dobitka, A je koeficijent obrta ukupne aktive, T je odnos ukupne aktive i sopstvenog kapitala.

PAT = ROE (profitna margina, koeficijent obrta ukupne aktive i multiplikator sopstvenog kapitala) su osnovni elementi stope prinosa na sopstvena sredstva (return on equity, ROE).

Na osnovu ovoga možemo zapisati sledeću formulu rasta:

$$g = R \times ROE,$$

gde je R stopa zadržanog dobitka, a ROE stopa prinosa na sopstvena sredstva. Ovde R označava finansijsku politiku menadžmenta u odnosu na dividende i zadržani dobitak, dok je ROE indikator poslovnih performansi firme. U okviru ROE još jedan pokazatelj govori o finansijskoj politici firme i to je multiplikator sopstvenog kapitala.

STOPA G JE STOPA ODRŽIVOG RASTA. AKO KOMPANIJA IMA RAST KOJI JE VEĆI ILI MANJI OD G ONA NIJE NA NIVOU ODRŽIVOG RASTA.

Još jedan od načina na koji možemo zapisati ovu formulu je sledeći:

$$g = P \times T \times ROA,$$

gde je R, pokazatelj zadržanog dobitka, T je multiplikator sopstvenog kapitala i oba predstavljaju efekte finansijske politike, dok ROA (return on assets) predstavlja operativne performanse kompanije, odnosno stopu prinosa ukupnih sredstava.

Rast iznad održivog rasta

Ako kompanija rapidno i ubrzano raste njezin realan rast je iznad održivog rasta. Mlade kompanije ponekad rastu suviše brzo, želeći da u potpunosti iskoriste tražnju za proizvodima, ne vodeći računa o rastu. Ubrzani rast vodi ka većem zaduživanju što kompaniju izlaže riziku insolventnosti čak i kada poslovne aktivnosti odbacuju visok poslovni dobitak i generišu gotovinu.

Ako kompanija definiše održivi rast kao $g = R \times T \times ROA$ i ako je R 0.25 i T 1.6 tada je održivi rast ove kompanije sledeći: $g = 0.25 \times 1.6 \times ROA$ ili $g = 0.4 \times ROA$.

Ako je rast firme iznad održivog rasta i ako je to samo privremeni efekat posle koga ide opadanje aktivnosti, menadžeri ne moraju da upravljaju tim rastom. Ukoliko to nije slučaj, upravljanje rastom zahteva neku od sledećih strategija:

- a) emisija novog kola akcija i njihova prodaja,
- b) povećanje leveridža,
- c) redukcija stope plaćanja dividendi ,
- d) outsourcing dela ili celokupne proizvodnje,
- e) ukidanje marginalnih poslovnih aktivnosti,
- f) povećanje prodajnih cena ili
- g) udruživanje sa drugom kompanijom koja generiše cash (cash cow).

Sve ove strategije upravljanja rastom imaju za cilj da rast firme vrate u granice održivog rasta.

Ukoliko kompanija može da emituje i proda akcije na tržištu, uz istovremenu mogućnost da obezbedi dodatne kredite od banaka, problem upravljanja ubrzanim rastom je rešen. Međutim, većina kompanija, pa i one u našoj zemlji posluju u uslovima nerazvijenog finansijskog tržišta, gde je ova mogućnost uglavnom osujećena. Takva prodaja akcija će biti limitirana na ograničen broj ljudi (prijatelja, rodbine) koja je spremna da investira u tu kompaniju.

Ali, i u zemljama sa razvijenim finansijskim tržištima teško je emitovati i prodati novo kolo akcija. Male kompanije ponekad ne mogu pronaći investicionog bankara koji će im otkupiti akcije i pronaći investitore. Čak i kada kompanija može prodati akcije na tržištu, ona to ne želi da učini. Ovo je vidljivo i u sledećoj tabeli.

Tabela 19 ⁴⁷

Izvori finansiranja kompanija u SAD-u u periodu 1965-1996

Izvori finansiranja	%
<i>Interni:</i>	
Zadržani dobitak	15.2
Amortizacija	48.6
Ukupno	63.7
<i>Eksterni:</i>	
Obaveze	39.0
Nova emisija akcija	-2.7
Ukupno	36.3

Jedan od razloga za ove rezultate u je u činjenici da je emisija i prodaja akcija veoma skupa i da su troškovi emisije značajni. Obično se kreću od 5-10% vrednosti emisije.

⁴⁷ Higgins, op. cit., str. 130.

Mnogi menadžeri dugo vremena su imali fiksaciju u vezi pokazatelja dobitka po akciji (earnings per share, EPS) i nisu hteli da implementiraju strategije koje snižavaju EPS. Nova emisija akcija, pri istom dobitku, snižava ovaj pokazatelj i kao takva je bila ograničena u primeni kod održanja rasta. Ostali motivi zašto menadžeri ne žele finansiranje rasta iz nove emisije leže i u činjenici da se ne mogu postići razumne cene novoemitovanih akcija.

Finansiranje novog rasta moguće je promenom finansijske politike (smanjenjem pokazatelja plaćanja dividendi ili povećanjem leveridža). Smanjenje plaćanja dividendi povećava deo dobitka koji ostaje u firmi kao zadržani dobitak. On je interni generator rasta. Sve dok investitori u akcije veruju da kompanija ima profitabilne mogućnosti biće zadovoljni sa snižavanjem dividendi i povećanjem zadržanog dobitka. Ukoliko to nije slučaj, ovakva strategija će proizvesti nezadovoljne akcionare i ubrzo će se to odraziti i na cenu akcija kompanije u budućnosti (opašće cena akcija).

Drugi način finansiranja rasta je povećanjem leverdža, odnosno povećanjem obaveza u strukturi izvora finansiranja. Ali, ovde moramo pomenuti da je ova strategija limitirana kreditnom sposobnošću firme i da ona u načelu ugrožava solventnost kompanije u dugom roku.

Outsource-ing je jedna od strategija kojom kompanija određene aktivnosti daje na izradu drugim kompanijama. Ukoliko primenjuje pomenutu strategiju, deo sredstava se oslobađa na ime aktivnosti koje se sada kupuju spolja umesto da se kompanija njima sama bavi. Ovo povećava stopu prinosa na ukupna sredstva, return on assets, ROA (smanjuje ukupna sredstva i pri istom poslovnom dobitku povećava ROA).

Povećanje cena je još jedna od manje popularnih strategija finansiranja i ubrzanja rasta. Ova strategija je limitirana činjenicom da porast cena proizvoda koji se izlažu tržištu, znači niži obim prodaje.

Poslednja strategija je merdžer sa kompanijom koja je generator gotovine i koja ima pune džepove (deep pockets). Jedna od kompanija koja je generator gotovine je stara kompanija u dobroj delatnosti (cash cow) koja traži profitabilne investicione mogućnosti. Druga je konzervativno finansirana kompanija koja će dovesti likvidnost i kapacitet pozajmljivanja u našoj posmatranoj kompaniji na prosečan nivo i omogućiti finansiranje dodatnog rasta.

Rast ispod održivog rasta

Ukoliko je održivi rast iznad realnog, dakle reč je o niskom rastu (too little growth), gde se kompanija suočava sa problemom šta da učini sa dobitkom koji prevazilazi njezine potrebe. Ponekad je ovaj rast posledica zasićenog tržišta, ali ako je reč o neadekvatnom upravljanju rastom, tada treba da se pronađu unutar kompanije odgovarajuće rešenja za ovaj problem (organizacione promene, promene menadžment tima, smanjenje troškova istraživanja i razvoja).

Ovakve kompanije imaju na raspolaganju nekoliko mogućnosti:

- a) ignorisati problem,
- b) vratiti novac akcionarima i
- c) kupiti rast.

Menadžeri u prvoj strategiji kontinuirano investiraju u produktivne kapacitete iako oni ostaju neiskorišćeni. Ovakva strategija u dužem roku privlači pažnju kompanija koje u tim neiskorišćenim resursima vide svoju šansu za neprijateljsko preuzimanje (unhostile takeover attempts). Kompanije čiji su resursi neiskorišćeni imaju nisku cenu akcija na tržištu i zato postaju targeti u preuzimanju.

Druga strategija je efikasnija od prve i češće se primenjuje u praksi. U načelu se povraćaj novca akcionarima može ostvariti kroz otkup sopstvenih akcija ili kroz povećanje dividendi. Zakoni u SAD-u ne ohrabruju situacije vraćanja novca kroz dividende (dividende su oporezivi prihod vlasnika i oporezuju se u kompaniji, dvostruko oporezivanje). Stoga je otkup sopstvenih akcija dobra strategija vraćanja novca i upravljanja rastom. Osim toga, kada je reč o plaćanju dividendi kao načinu vraćanja novca, možemo zaključiti da akcionare ne impresira menadžment tim koji ne zna gde će uložiti novac, nego ga vraća kroz dividende akcionarima.

Kupovina rasta se nameće kao poslednja strategija. Ovde je reč o diverzifikaciji u druga područja delatnosti kroz otkup drugih kompanija. Programi akvizicije (pripajanja) drugih kompanija, ako su pravilno odabrane, znače simbiozu dve kompanije sa suprotnim trendom rasta. Kompanija sa usporenim i kompanija sa ubrzanim rastom se, u ovom slučaju, pripajau i na ovaj način se rast balansira. Prema istraživanjima, strategije otkupa akcija i diverzifikacije imaju potpuno isti uticaj na akcionare i kretanje cena akcija.

LITERATURA:

ASC, IAS 2000 , London, 2000.g.
Damodoran, Aswath. "Discounted Cash Flow Valuation: The Inputs", Working Paper , Greece, 2000.g.
Higgins, Robert C. Analysis for Financial Managers , Irwin Mc Graw Hill, 1998.g.
Krasulja, dr Dragan i Ivanišević, dr Milorad. Poslovne finansije , Ekonomski fakultet, Beograd, 2.000.g.
Petrović, dr Marko. "Smisao i korist od računovodstvenih standarda", Primena Međunarodnih računovodstvenih standarda , Knjiga II, Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, 2002.
Pratt, Jamie, Financial Accounting in an Economic Context , Wiley, 2003.g.
Ranković, dr Jovan. Teorija bilansa , Ekonomski fakultet, Beograd, 2003.g.
Stojilković, dr Milorad, Krstić, dr Jovan. Finansijska analiza , Ekonomski fakultet, Niš, 2000.g.
Žager, K. i Žager, L. Analiza finansijskih izvještaja , Masmedia, Zagreb, 1999.g.
Stanišić, dr Milovan. Finansijsko računovodstvo , Univerzitet Singidunum, 2006.g.
Gray, Sidney J. i Needles, Belverd E. Finansijsko računovodstvo - opšti pristup, Houghton Mifflin company, 2002.g., prevod, Republika Srpska.
Nevenka Žarkić Joksimović. Upravljanje finansijama – osnove i principi , Beograd, 2005.g.
Hirschey, Mark. Investments: Theory and Application , Harcourt College Publishers, Forth Worth, Philadelphia, 2001.g.
Krstić, dr Jovan. Instrumenti finansijsko - računovodstvenog izveštavanja (pristup ex post i ex ante) , Ekonomski fakultet, Niš, 2002.g.
Krstić, dr Jovan. "Analiza računovodstvenih izvještaja u funkciji procene finansijskih rizika", Zbornik radova, 32. Simpozijum - Računovodstvo i poslovne finansije u savremenim uslovima poslovanja , Zlatibor, 2001.g., str. 92-103.
Mikerević, dr Dragan. "Politika bilansa i efikasnost tržišta kapitala", 31. Simpozijum SRRS "Računovodstvo i poslovne finansije u savremenim uslovima poslovanja" , Zlatibor, 2000.g.
Meigs, Robert F., Meigs, Marry A., Bettner, Mark i Whittington, Ray. Financial Accounting . Mc Graw Hill, Boston, Massachusetts, 1998.g.
Nobes i Parker, Comparative International Accounting , Prentice Hall, 1991.g.
Penman, Stephen H. Financial Statement Analysis and Security Valuation , Mc Graw Hill, New York, 2001.g.
Robinson, L. "The Time has Come to Report Comprehensive income", Accounting Horizons , jun, 1991.g.
Rosenfield, Paul. "Presenting Discounted Future Cash Receipts and Payments in Financial Statements", Abacus , Vol. 39, No.2, 2003.g.

Scott, William R. <i>Financial Accounting Theory</i> , Prentice Hall, Toronto, 2003.g.
--