

Dr Dušan Vučićević*

TEORIJSKI ASPEKTI I OSNOVNE POSTAVKE FINANSIJSKE ANALIZE

***Sažetak:** U ekonomskom poslovanju i životu preduzeća - poslovne firme, teško se može izvesti ocena da li je neka ekonomska veličina ili ekonomski rezultat dobar, veoma dobar ili, naprotiv, slab, a to se uvek dobija poređenjem: sa ulaganjem nekih inputa, sa rezultatima sličnih poslovnih firmi, sa ostvarenjima u prošlosti, sa planiranim veličinama i rezultatima (sa potrebama) itd.*

Relativni pokazatelji, finansijska analiza, međuzavisnost, njihovo razumevanje u ekonomiji imaju izuzetno velik značaj i orijentaciju za vlasnike kapitala, menadžere, stručnjake.

Razume se, pokazatelja (stopa, racia) ima veoma mnogo.

U ovom tekstu pažnja je usmerena na sledeće finansijske pokazatelje i indikatore i to: pokazatelji likvidnosti, indikator aktivnosti, stopa rentabiliteta – profitabilnosti i indikator finansijske strukture i finansiranja, koji su korišćeni u finansijskoj analizi.

Sve ovo je preduzeto sa ciljem da se identifikuje odgovarajući skup kriterijuma za ocenjivanje uspešnosti preduzeća koji će poslužiti za identifikaciju uspešnosti preduzeća.

Tekst je usredsređen na teorijski aspekt i osnovne postavke finansijske analize i preliminarni izbor indikatora efikasnosti poslovanja preduzeća.

***Ključne reči:** finansijska analiza, finansijski pokazatelji i indikatori, racio brojevi*

THEORETICAL ASPECTS AND BASIC PRINCIPLES OF FINANCIAL ANALYSIS

***Abstract:** In economic business and life of an enterprise – a company, whether an economic size or an economic result is good, very good, or, rather, weak can hardly be marked and it is always done by comparison: with the investment of certain inputs, with the results of businesses, with achievements in the past, with the planned size and results (with needs), etc.*

* Generalni sekretar Privredne komore Vojvodine

Performance indicators, financial analysis, correlation and understanding of them are of great importance in economy and give orientation for shareholders, managers, experts.

Understandably, there are a lot of parameters (rates, ratios).

In this paper, attention is paid to the following financial ratios and indicators, namely: liquidity ratios, activity indicator, profitability ratios and indicators of financial structure and financing. All of them are used in financial analysis.

All this was done in order to identify an appropriate set of criteria for evaluating company performance, which will serve to identify the success of the company.

The text focuses on theoretical aspects and basic principles of financial analysis and preliminary selection of indicators of the efficiency of business operations.

Key words: *financial analysis, financial ratios and indicators, rational numbers*

Uvod

Prvi korak u finansijskoj analizi pomoću relativnih pokazatelja (stopa, racia) je izbor onih najvažnijih iz mnoštva instrumentarija te vrste, koje je ekonomska i finansijska teorija u dosadašnjem razvoju identifikovala i predložila.

Analiza pokazatelja finansijskog izveštavanja, ima kako elementaran tako i fundamentalan značaj.

U ekonomskoj teoriji postoje finansijske analize, koje govore ne samo o različitim aspektima finansijskog stanja (položaja i finansijske strukture preduzeća), o njegovoj aktivnosti u finansijskoj oblasti (upravljanje aktivom i pasivom) i o njegovom funkcionisanju u finansijskoj oblasti, nego i analize, koje preko finansijskih izraza i odnosa sublimirano govore o celokupnoj aktivnosti preduzeća, njegovom položaju i razvoju.

Osnovne postavke finansijske analize

Finansijska analiza u predominantnom delu predstavlja racio analizu čija je suština da posmatra bilansne pozicije u prostim matematičkim formulama. U tom međusobnom poređenju finansijskih kategorija mora se voditi računa da se ne mogu dobiti konzistentni rezultati iz poređenja finansijskih kategorija, koje predstavljaju tokove, rezultate ostvarene u određenom vremenskom periodu (po pravilu kategorije bilansa uspeha) i tokove, pozicije bilansa stanja na određeni dan. Taj problem finansijska analiza sa manje ili više uspeha rešava na taj način da pozicije stanja uzima u više uzastopnih termina i na taj način u zavisnosti od njihovog broja i njihove sistematičnosti, konvertuje u barem približne tokove sa kojima se mogu upoređivati pozicije, koje predstavljaju rezultate (tokove) kumulirane u određenom vremenskom periodu.

Izbor i interpretacija finansijskih pokazatelja (ratio analiza) moraju se kombinovati tako da finansijska analiza koristi alternativno i komplementarno:

- pokazatelje, koji predstavljaju saznanja, opservacije i subjektivno iskustvo analitičara o zadovoljavajućim ili normalnim odnosima (standardima) pojedinih odnosa;
- pokazatelje, koji govore o vremenskoj dimenziji određenih finansijskih kategorija i odnosa, njihovo ostvarenje u tekućem periodu u poređenju sa odnosima u nekom ranijem vremenu;
- pokazatelje, koji govore o prostornoj dimenziji, ostvarenje određenih odnosa i finansijskih kategorija sa onima u drugim preduzećima, grupacijama, granama ili sa privredom u celini. Pritom je naročito značajno poređenje sa izabranom grupom preduzeća koja se smatra vodećom, jer se na taj način eliminiše “umirujuće”, demotivaciono dejstvo poređenja sa slabijim preduzećima;
- pokazatelje, koji govore o normativnoj, planskoj dimenziji, ostvarenje određenih odnosa i finansijskih kategorija u poređenju sa onima koje je preduzeće planom ili na neki drugi način zacrtalo kao cilj koji treba ostvariti.

Pri izradi finansijskih izveštaja u njihovoj analizi se uočavaju određeni problemi:

- Prvi od njih odnosi se na obezbeđivanje informacija. Pri utvrđivanju finansijske pozicije preduzeća neophodno je izvršiti njenu komparaciju sa granskim prosekom. Informacije o granskim prosecima mogu se obezbediti iz eksternih i internih izvora. Za kvalitet analize finansijskih izveštaja, od izuzetne važnosti je izbor odgovarajućeg izvora komparativnih podataka. Posebnu pažnju treba obratiti na razlike u diferencijama stopa iz različitih izvora.
- Drugi problem, zapravo to i nije i odnosi se na logičnu želju jednog broja preduzeća da se ne zadovoljavaju poređenjem sa prosekom već sa stopom vodećeg (ili vodećih) preduzeća u grani.
- Sledeći problem je interpretacija rezultata u svetlu konfliktnosti ciljeva. Veoma je teško generalizovati da li je neki pokazatelj dobar ili loš. Na primer, visoka stopa tekuće likvidnosti pokazuje da je preduzeće sposobno da pravovremeno izmiruje svoje obaveze. S druge strane, postoji konflikt između likvidnosti i rentabilnosti. Visoko likvidna sredstva koja se čuvaju kao rezerva likvidnosti ne donose dobitak. Za neke pokazatelje potrebno je da budu što bliže granskom proseku, za druge da budu što veći ili što manji.

- Različita računovodstvena praksa može onemogućiti upoređivanje preduzeća sa granskim prosekom. Na primer, različite metode procene vrednosti zaliha (FIFO, LIFO i dr.) imaju za posledicu različite pokazatelje. Ako se u grani primenjuje druga metoda procene od one u preduzeću, uporedivost može biti znatno smanjena.
- Poseban problem može biti praksa iskazivanja nerealnih rezultata. U preduzećima se javlja potreba da se rezultati poslovne godine prikažu boljim ili gorim nego što su oni u stvari. Ta potreba se može zadovoljiti na mnogo načina, i tako na duže vreme onemogućiti sagledavanje realnog stanja.
- Inflacija stvara iskrivljenu sliku rezultata i vrednost preduzeća. U okolnostima njenog delovanja teško je sagledati ostvarene efekte poslovanja.
- Analiza finansijskih izveštaja je obiman posao izračunavanja, prezentacije i razumevanja efekata poslovanja predstavljenih u finansijskim izveštajima. Greške u radu onemogućavaju donošenje pravilnih zaključaka, pa je poželjno korišćenje svakog oblika automatizacije koje će olakšati i podići nivo analize.

Teorija i praksa finansijske analize ima za cilj ili nastoji da pronađe adekvatne odgovore na ove probleme i da njihov uticaj smanji na tolerantnu meru. Prema tome, uprkos ovim i drugim teškoćama finansijska analiza ostaje nezamenjiv instrument evaluacije efikasnosti preduzeća.

Brojni finansijsko-analitički pokazatelji grupišu se (klasifikuju) na različite načine u zavisnosti od toga koji aspekt obrađuju, ali i od afiniteta pojedinih autora. Tako u jednom prilazu se koriste tri grupe pokazatelja, koji se izvlače iz bilansa stanja i uspeha i to su: 1) racia strukture, 2) racia rentabilnosti i 3) racia upravljanja”.

Kod drugih autora s obzirom da klasifikacija nije jednoobrazna već da, manje ili više, zavisi od ličnih preferencija samog analitičara. Racio brojevi se grupišu na:

1. pokazatelje likvidnosti;
2. pokazatelje aktivnosti, koji se preduzimaju u cilju očuvanja likvidnosti;
3. pokazatelje rentabilnosti;
4. pokazatelje finansijske strukture i finansiranja.

Na prvom mestu treba razmotriti pokazatelje likvidnosti, jer se upravo oni (tj. sama likvidnost) najpre zapažaju u slučaju zapadanja preduzeća u teškoće. Nelikvidnost u izvesnom smislu predstavlja simptom nezdravog poslovanja i ima neke sličnosti sa temperaturom u slučaju bolesti čovekovog organizma. Zatim treba razmotriti pokazatelje aktivnosti, pre svega one koji se odnose na upravljanje aktivom, koji imaju za cilj očuvanje finansijske likvidnosti.

Možda bi se moglo pomisliti da bi nakon toga trebalo razmotriti pokazatelje finansijske strukture i finansiranja, što mnogi nazivaju upravljanjem pasivom. Međutim, čini se da ima više opravdanja da se pre toga razmotre pokazatelji rentabilnosti. Pritom je logika sledeća: samo za rentabilnu proizvodnju ima opravdanja optimizirati finansijsku strukturu i obezbeđivati dovoljno izdašno finansiranje. Prema tome, treba najpre razmotriti pokazatelje rentabilnosti kao vrhovni racio finansijske analize, da bi potom bilo lakše razumljivo kakvu finansijsku strukturu i koliko finansijskih sredstava je opravdano angažovati za ovu proizvodnju.

Pokazatelji likvidnosti

U tržišnim ekonomijama u kojima vlada tzv. hard budget constrains, čvrsto budžetsko ograničenje i to ne samo na nivou budžetskih jedinica već svih entiteta, a ono se sastoji u tome da niko, ni država, ni paradržavna institucija, ni banka, ni preduzeće, ni domaćinstvo, ne može trošiti, tačnije kupovati više nego što ima likvidnih sredstava za plaćanje, ne može svoju nelikvidnost prenositi na druge (socijalizovati) već pada pod udar veoma rigoroznih sankcija u vidu stečaja i likvidacije, indikatori likvidnosti su veoma značajni. Kao što je slučaj i sa drugim finansijskim pokazateljima i oni su koncipirani i identifikovani u veoma širokoj skali. Tako se govori o pokazatelju tekuće likvidnosti, pokazatelju opšte likvidnosti, pokazateljima I, II i III stepen, pokazatelju buduće likvidnosti, pokazatelju rigorozne likvidnosti itd. Ovde nije cilj da se o svakom aspektu pruži iscrpan pregled pokazatelja, tako da ćemo u nastavku pažnju koncentrisati na dva, koji će nam omogućiti ne samo njihovo razlikovanje nego i suštinsko razlikovanje uzroka i posledica nelikvidnosti.

Kada govorimo o likvidnosti onda najpre treba apsolvirati najopštiji pojam likvidnosti preduzeća, njegove likvidnosne performanse, a zatim razmotriti najvažnije pokazatelje, koji o tome govore sasvim konkretno, kvantitativno.

Likvidnost preduzeća u kvalitativnom pogledu predstavlja njegovu sposobnost da neke svoje finansijske ali ne novčane oblike imovine u zadovoljavajućem roku transformiše u novac, kao najlikvidniji oblik finansijske aktive i da na taj način izvršava svoje finansijske obaveze. O tome, kao što ćemo videti, više govori koeficijent opšte likvidnosti, dok koeficijent tekuće, trenutne likvidnosti govori o sadašnjem a ne potencijalnom stanju.

Stopa tekuće (brze, rigorozne) likvidnosti

Stopa tekuće (brze, kratkoročne) likvidnosti se dobija stavljanjem u odnos raspoloživih likvidnih sredstava i dospelih obaveza u sadašnjem trenutku i izražava se u sledećem obliku:

$$\text{Stopa tekuće likvidnosti} = \frac{\text{Sredstva za izmirivanje obaveza u kratkom roku} \\ \text{Novac i drugi oblici likvidnosti koji se mogu u} \\ \text{kratkome roku konvertovati u novac}}{\text{Dospеле obaveze i obaveze koje dospevaju u roku od} \\ \text{nekoliko dana}}$$

Pod likvidnim sredstvima u smislu gornjeg pokazatelja treba podrazumevati:

- 1) gotovinu u blagajni i na tekućem računu;
- 2) relativno lako pretvoriva sredstva u gotovinu, kao što su nemonetarni depoziti, akceptni nalozi sigurnih dužnika, garancije solventnih banaka itd.;
- 3) odobreni okvirni krediti banaka.

U “čvrstim finansijskim sistemima”, u kategoriju likvidnih sredstava ubrajaju se i još neka sredstva kao što su hartije od vrednosti i potraživanja od kupaca, koje dospevaju u kratkom roku. Međutim, u “mekim finansijskim sistemima”, u kojima instrumenti obezbeđenja plaćanja, kao što su menica, akceptni nalog... mnogo su izgubili od efikasnosti i pouzdanosti, kao pojam sredstava pouzdano raspoloživih za izmirivanje dospelih obaveza.

Ovaj problem “mekih finansija” svakako ima mnogo šire i dublje uzroke i povezan je čak sa svojinskom osnovom naših preduzeća, sa delovanjem pravosudnog sistema... i o tom pitanju ovom prilikom ne možemo detaljnije raspravljati. Ali, implikacije se moraju imati u vidu, ono što su u “čvrstom finansijskom sistemu” veoma likvidna sredstva u “mekim finansijama” postaju samo relativno, uslovno likvidna.

Ako za trenutak ostavimo po strani ovu (inače nezanemarljivu činjenicu) onda treba naglasiti da koeficijent tekuće likvidnosti može da bude, i najčešće jeste, posledica neusklađenosti rokova dospeća potraživanja i obaveza. U takvom slučaju nelikvidnost predstavlja “bezazleni” funkcionalni poremećaj (neusklađenost), što jeste problem, ali svakako manji od onog, koji po pravilu, stoji iza opšte nelikvidnosti. Drugačije rečeno, u slučaju kratkoročnog poremećaja likvidnosti, to ne mora biti rezultat gubitka imovine, koji po pravilu stoje iza opšte nelikvidnosti, koja poprima karakter trajnije insolventnosti.

Stopa opšte (fundamentalne) likvidnosti

Stopa opšte likvidnosti dobija se kad se ne samo raspoloživa likvidna sredstva nego i zalihe, potraživanja i ostala obrtna imovina stavi u odnos sa kratkoročnim i srednjoročnim obavezama, što znači da ima sledeći oblik:

$$\text{Stopa opšte likvidnosti} = \frac{\text{Sredstva za izmirivanje obaveza u kratkom roku (novac i oni oblici koji se mogu brzo konvertovati u novac) + zalihe + potraživanja}}{\text{Dospjele obaveze i obaveze koje dospevaju u periodu od godinu dana}}$$

Pažljivijim posmatranjem ovog pokazatelja može se lako zaključiti da on može biti nepovoljan (da njegova vrednost može značajnije pasti ispod 1) ako preduzeće posluje sa gubitkom, ako gubi deo svoje imovinske supstance. Poznato je da se u tom slučaju najpre gubi supstanca u obliku amortizacije, a ako preduzeće ne uspeva da amortizaciju reinvestira, da je sačuva u nekom drugom obliku realne ili finansijske imovine, onda je jasno da ono nagriza svoju supstancu, koja se nalazi u obliku obrtnih sredstava. Međutim, u slučaju većih i upornijih gubitaka, preduzeće ne uspeva da obnavlja (održava) obrtna sredstva na optimalnom nivou. U očekivanju da će se situacija popraviti može se posegnuti za zaduživanjem (stvaranjem dodatnih obaveza) i ako se performanse preduzeća zaista bitno ne poprave, preduzeće postaje nelikvidno, s tim što ta nelikvidnost ima fundamentalni oblik, oblik insolventnosti, što znači da nesposobnosti izmirivanja obaveza proističu ne iz neuskađenosti rokova potraživanja i obaveza, nego iz viška obaveza nad imovinom. To je indikator, koji govori o jednom od najtežih poremećaja, tačnije rečeno o veoma niskom stepenu efikasnosti preduzeća.

Indikatori likvidnosti

Indikatori likvidnosti su značajniji nego što se obično misli, zbog toga što ne pokazuju samo odnos obaveza i raspoloživih sredstava, nego još više zbog toga što (u slučaju nelikvidnosti) govore da u realnoj sferi mora da postoje uzroci takvih rešenja. Nepovoljni pokazatelji tekuće likvidnosti i opšte likvidnosti samo su vrh ledenog brega i ukazuju na to da nešto nije u redu:

- u domenu upravljanja imovinom i obavezama, pa treba posvetiti pažnju pokazateljima aktivnosti;
- ili na postojanje problema struktuiranja imovine i kapitala (nedovoljnost neto obrtnih sredstava);
- ili na probleme nerentabilnosti i gubljenja obrtne imovine.

Ta povezanost će se bolje videti iz daljeg razmatranja.

Indikator aktivnosti (upravljanja imovinom i dugom)

Ako je stopa tekuće likvidnosti nepovoljna onda to najpre indicira da se lice upravlja ili sa unovčivom imovinom ili da se neoprezno stvaraju obaveze, u neskladu sa prihodima iz kojih će se sredstva oslobađati za izmirivanje obaveza.

Stopa obrta zaliha

Stopa obrta zaliha izražava se kao odnos prodaje i zaliha:

$$\text{Stopa obrta zaliha} = \frac{\text{Cena koštanja realizovanih proizvoda}}{\text{Zalihe}}$$

Ovaj pokazatelj govori o tome da li preduzeće, u nastojanju da obezbedi kontinuitet svoje proizvodnje, angažuje suviše velika sredstva u zalihe. Ako je, pritom, reč o zalihama materijala, onda to indicira na potrebu preispitivanja funkcionisanja nabavne službe i tehničke pripreme, koje možda, u nastojanju da minimiziraju rizik od zastoja u proizvodnji zbog nedostataka pojedinih komponenti, gomilanju zalihe bez osećaja da se time stvara nesklad između imputa i outputa, koji mora biti na odgovarajući način finansiran. Ako preduzeće može da obezbedi finansijska sredstva, onda treba računati da troškovi finansiranja opterećuju rentabilitet preduzeća. Ako je reč o finansiranju zaliha sopstvenim finansijskim sredstvima, opet se mora računati da to nisu besplatna sredstva i da i ona imaju oportunitetni trošak, trošak izgubljenog prinosa, a mogla bi da donesu prihod da su upotrebljena u slučaju angažovanja na drugi način.

Međutim, ako je reč o ne velikim zalihama (malom koeficijentu obrtaja) poluproizvoda onda svakako zaslužuje pažnju analiza da li je to tehnološki determinisano, ili je reč o slaboj organizovanosti proizvodnje, što uzrokuje duži ciklus od potrebnog.

Konačno, ako je reč o niskom koeficijentu obrtaja zaliha gotovih proizvoda, onda to može biti indikator još težih problema, kako u neadekvatnom funkcionisanju marketinške i prodajne službe tako i u radu razvojnih službi, koje ne uspevaju da kreiraju atraktivniji proizvodni program.

Iz ovoga se vidi kako jedno naizgled usko, sektorsko, finansijsko pitanje može imati duboke uzroke u funkcionisanju drugih segmenata preduzeća, uključujući i one koji nisu finansijski pa čak ni u širem smislu ekonomski.

Broj dana naplate potraživanja

Broj dana naplate potraživanja pokazuje prosečno vreme koje preduzeće provede čekajući da dobije gotovinu za izvršenu prodaju. To je vreme koje sredstva provedu u obliku potraživanja od kupaca.

$$\text{Broj dana naplate potraživanja} = \frac{\text{Kratkoročna potraživanja}}{\text{Prosečna dnevna prodaja}}$$

Problem vezivanja sredstava u obliku potraživanja je visedimenzionalan. Pored toga što je preduzeće zainteresovano da broj dana naplate potraživanja bude što kraći, on sa druge strane predstavlja neminovnost da bi preduzeće povećalo prodaju.

Indikator obrta fiksne imovine

Stopa obrta fiksne imovine pokazuje koliko preduzeće efektivno koristi svoju fiksnu imovinu:

$$\text{Stopa obrta fiksne imovine} = \frac{\text{Neto prodaja}}{\text{Stalna sredstva}}$$

Ova stopa pokazuje koliko jedna novčana jedinica uložena u fiksni kapital ostvaruje neto prodaju. Inverzni pokazatelj govori o tome koliko za jedinicu neto prodaje treba angažovati stalnih sredstava. Na makroekonomskom nivou analogan pokazatelj je poznati kapitalni koeficijent, koji govori o tome koliko društvenog proizvoda ostvaruje jedna novčana jedinica uložena u fiksni kapital. I sasvim je jasno da je pozitivno ukoliko je kapitalni koeficijent manji, odnosno, ako posmatramo gornji pokazatelj na mikroekonomskom nivou, povoljnije je da on bude što veći, da se sa novčanom jedinicom uloženom u stalna sredstva ostvaruje što veća neto prodaja. To je nesumnjivo značajan izraz efikasnosti preduzeća, mada odmah treba reći da u njemu ne dolaze do izražaja ostali troškovi koji su, pored stalnih sredstava, neophodni da se ostvari jedinica neto prodaje.

Indikator obrta celokupne imovine

Poslednja stopa iz ovog skupa, iz skupa indikatora, koji govore o aktivnosti u domenu imovine, je stopa obrta celokupne imovine. Do nje se dolazi deljenjem prodaje sa ukupnim sredstvima preduzeća.

$$\text{Stopa obrta celokupne imovine} = \frac{\text{Neto prodaja}}{\text{Ukupna sredstva}}$$

Za ovu stopu je poželjno da bude što veća, što se postiže izmenama u strukturi i obimu imovine preduzeća i povećanjem prodaje. Drugim rečima preduzeće ima utoliko veću efikasnost ukoliko je ova stopa veća i obrnuto.

Stopa rentabiliteta - profitabilnosti

Dobit (profit) je rezultat mnogih odluka i opšteg funkcionisanja preduzeća. Sve aktivnosti u preduzeću utiču na visinu ovih stopa, stoga stopa profitabilnosti pokazuje kombinovani efekat svih predhodno objašnjenih stopa, pa je i njeno sagledavanje nužno izvršiti sa više aspekata, jer ni jedan od njih sam za sebe ne može zadovoljiti sve potrebe i interese.

Stopa rentabiliteta - pokazatelj povraćaja investiranog kapitala

Opšte stope rentabiliteta

$$\text{Opšta stopa rentabiliteta} = \frac{\text{Bruto rezultat poslovanja}}{\text{Ukupna aktiva}}$$

Da bi se razumeo smisao ovog pokazatelja rentabiliteta treba tačno definisati kategorije koje ga čine. Bruto rezultat poslovanja, prema računovodstvenoj šemi bilansa uspeha, predstavlja *bruto dobitak bez oporezivanja, koji sačinjavaju*:

1. poslovni dobitak;
2. dobitak (iz) finansiranja;
3. neposlovni i vanredni dobitak i
4. revalorizacioni dobitak.

Često se bruto dobitak izjednačuje sa neto prilivom gotovine. Međutim, Međunarodni računovodstveni standard je u ovu oblast uneo više svetla i jasnoće. Osnovno je da se mora razlikovati tok rezultata i gotovinski tok. Da bi se to razumelo mora se uvažavati razlika između prihoda i primitaka. Revalorizacioni prihod, na primer, nije nikakav priliv gotovina, dok na drugoj strani trošak amortizacije, na primer, nije nikakav izdatak.

Prema već pomenutom MRS može se koristiti indirektni metod za iskazivanje gotovinskih tokova. Reč je o metodu koji polazi od neto dobitka i s obzirom na to, da je on tok rezultata, a ne gotovinski tok, mora se korigovati u sledećem smislu:

- neto dobitak mora se umanjiti za sve prihode koji nisu gotovinski prilivi;

- neto dobitak se mora uvećati za sve rashode (koje su uticali da on bude manji), a koji nisu izdaci.

Pored toga, u bilansu gotovinskih tokova, tj. u tzv. cash flow analizi mora se uzeti u obzir sa pozitivnim predznakom sve smanjenje zaliha i potraživanja od kupaca, a sa negativnim predznakom sve smanjenje obaveza prema dobavljačima i drugih obaveza, i obrnuto. Zatim, u cash flow analizi moraju se uzeti u obzir i novčani tokovi iz aktivnosti investiranja (ne samo u realnu nego i u finansijsku aktivu) i novčani tokovi u segmentu finansiranja (povećanje i smanje kredita, kupovina i prodaja i kupovina hartija od vrednosti i drugih oblika finansijske imovine).

Prema tome, pokazatelj rentabilnosti je pokazatelj rezultata, obračuna prema računovodstvenim propisima o sastavljanju, bilansiranju pozicija imovine i obaveza i posebno o sastavljanju bilansa uspeha, i ne treba ga izjednačavati sa bilansom gotovinskih tokova.

Pokazatelj rentabilnosti, kao odnos bruto rezultata sa ukupnom aktivom, govori dovoljno i sam za sebe (da li je pozitivan ili negativan), ali njegova visina govori još više. Ne samo kroz činjenicu da se stopa rentabiliteta do 5% empirijski smatra slabom, između 5 i 15% empirijski zadovoljavajućom, a preko 15% veoma dobrom, nego još više kroz indikaciju za koliko vremena bi se uložena sredstva mogla vratiti.

U konkretnijem formulisanju pokazatelje rentabiliteta iskristalisali su se:

$$\text{Evropska varijanta stopa rentabiliteta} = \frac{\text{neto dobitak (bez poreza na dobitak)} + \text{kamate na dugor. i srednjor. kredite}}{\text{stalni kapital (sopstveni + dugoročni i srednjoročni krediti)}}$$

Nasuprot tome stoji jednostavnija i po svemu sudeći logičnija američka varijanta pokazatelja rentabiliteta:

$$\text{Američka varijanta pokazatelja rentabiliteta} = \frac{\text{dobitak (bez poreza na dobitak)} + \text{kamata na sve kredite}}{\text{ukupna aktiva}}$$

U ovoj varijanti stopa rentabiliteta pokazuje stopu zarađivačke sposobnosti ukupne aktive, bez obzira iz kojih izvora sredstava je ona finansirana.

Konačno, nasuprot tome, treba ukazati i na veoma često korišćen *pokazatelj rentabiliteta samo sopstvenog kapitala* koji se ogleda u sledećoj stopi:

$$\text{Stopa rentabil. sopstvenog kapitala} = \frac{\text{dobitak}}{\text{sopstveni kapital (neto aktiva)}}$$

Posebne (specifične) stope rentabiliteta

Nasuprot opštim stopama rentabiliteta, pa makar i u različitim varijantama koriste se i različite specifične stope, koje o rentabilitetu govore iz specifičnih uglova. U tom smislu navešćemo samo nekoliko racia.

a. Granica profita (dobitka)

Granica dobitka pokazuje nivo ostvarenog neto prihoda koji stoji na raspolaganju (koji se raspoređuje) običnim akcionarima (vlasnicima običnih, neprioritetnih, upravljačkih akcija) u odnosu na nivo ostvarene prodaje:

$$\text{Granica profita} = \frac{\text{Neto prihod na raspolaganju običnim akcionarima}}{\text{Neto prodaja}}$$

Stopa ispod proseka grane ukazuje na to da je nivo prodaje suviše nizak ili su troškovi visoki, ili i jedno i drugo.

b. Snaga zaradjivanja

Ova stopa iskazuje se na sledeći način:

$$\text{Snaga zaradjivanja} = \frac{\text{Dobitak pre kamata i poreza}}{\text{Ukupna imovina}}$$

Stopa pokazuje nivo dobitka pre oporezivanja u odnosu na nivo ukupne imovine, odnosno sposobnost preduzeća da pri odredjenom nivou ukupne imovine ostvari što veću zaradu. S obzirom, da se uzima kategorija zarade pre kamate i oporezivanja, ovaj pokazatelj je pogodan i za uporedjivanje preduzeća sa različitim finansijskim leveridžom i nivoom poreza.

Indikator finansijske strukture i finansiranja

U analizi finansijske strukture i izbora optimalnog načina finansiranja preduzeća, treba najpre precizirati kakvo se preduzeće ima u vidu. S obzirom, da čitavu analizu baziramo na postulatima tržišne ekonomije, tj. na posmatranju preduzeća koje ne samo

što posluje u ambijentu tržišne ekonomije nego i svojom konstitucijom čini da privredni sistem bude tržišni, ovde ostajemo kod premisa koje tome najviše odgovaraju.

Postuliramo, dakle, da je reč o preduzećima tipa akcionarskih društava, društava u koja su fizička i pravna lica uložila svoj kapital u akcionarskom obliku s ciljem da to preduzeće maksimira profit (dobitak) i da na taj način:

- prvo, njihove akcije u tom preduzeću dobro kotiraju, da imaju visoku cenu na tržištu kapitala, za slučaj da ih akcionar želi prodati i doći do likvidnih sredstava i
- drugo, (što je uslov i za prvo) da preduzeće ostvaruje visok nivo dobitka bilo da ga, zatim, po izmirenju poreza na dobitak, raspodeljuje akcionarima u obliku dividendi ili da ga unosi u svoje rezerve (koje, su istina, nominirane na vlasnike akcija, ali im pripadaju i u toku životnog veka na taj način što utiču da njihove akcije imaju višu cenu i u slučaju prestanka preduzeća).

Da bi ostvarilo ove ciljeve preduzeće preduzima različite mere u svim segmentima poslovanja, pa i u samom finansiranju. Prvo, preduzeće teži da ostvari optimalnu strukturu sopstvenog kapitala i duga (tuđeg kapitala) i drugo, angažovanjem dodatnih tuđih sredstava u obliku koji postojećim akcionarima najbolje odgovara.

Pokazatelji iz ove oblasti su:

- stopa duga, odnosno stopa samofinansiranja;
- sposobnost otplate kamate;
- pokriće fiksnih isplata.

Stopa duga i stopa samofinansiranja

Stopa duga meri nivo imovine koji se finansira iz tuđih izvora, odnosno pokazuje procenat fondova obezbedjenih od strane kreditora.

$$\text{Stopa duga} = \frac{\text{Ukupan dug}}{\text{Ukupna imovina}}$$

Komplementarni pokazatelj stope duga (stope zaduženosti) je *stopa samofinansiranja*:

Ukupna imovina (ukupna aktiva ili što je
mora biti jednako ukupna pasiva)

$$\text{Stopa samofinansiranja} = \frac{\text{Ukupna imovina (ukupna aktiva ili što je mora biti jednako ukupna pasiva)}}{\text{Sopstveni (trajni) kapital}}$$

Ukoliko preduzeće već ima visok stepen samofinansiranja, logično je da ono neće ići linijom povećanja akcionarskog kapitala i proširivanjem broja akcionara, već će nastojati da iskoristi tzv. finansijski leveridž. Ako kažemo da u bukvalnom prevodu pojam, američki pojam, leverage znači poluga, onda to može i da se svrsta u kategoriji fizike. Osnovni (akcionarski) kapital može da ostvari veću prinosnu snagu uz korišćenje odgovarajuće (i odmerene) kreditne poluge, nego što bi mogao da ostvari sam, bez korišćenja te poluge.

Razume se, i preduzeće i potencijalni kreditori pažljivo analiziraju u kojoj meri ta poluga zaista može povećati prinosnu snagu preduzeća. Potencijalni kreditori, prilikom donošenja odluke o eventualnom kreditiranju, posebnu pažnju posvećuju ovoj stopi zbog efekta finansijskog leveridža, koji preduzeće može u nepovoljnim uslovima dovesti u stanje da ne može da izvršava svoje obaveze. Iako je preduzeće zainteresovano za nova zaduženja, ako je njegova stopa duga veća od proseka u grani, teško može očekivati da će kreditori biti spremni za nove pozajmice.

Sposobnost otplate kamate

Ova stopa se dobija stavljanjem u odnos dobitka pre oporezivanja uvećanog za kamatu sa visinom kamate.

$$\text{Sposobnost otplate kamate} = \frac{\text{Dobitak pre oporezivanja + kamate}}{\text{Kamata}}$$

Sposobnost otplate kamate pokazuje koliko puta je dobitak pre oporezivanja uvećan za kamatu veći od same kamate. Jasno je da se preduzeću neće isplatiti uzimanje kredita ukoliko se ovaj pokazatelj pogoršava, jer to onda znači da taj kredit nema zadovoljavajući leverage, da dovoljno ne doprinosi povećanju dobitka.

Pokriće fiksnih isplata

Pokriće fiksnih isplata slično je predhodnoj stopi, s tim što se ona koriguje nivoom periodičnih plaćanja po dugoročnom dugu i dugoročnog lizinga (ukoliko on postoji).

Formula za izračunavanje ove stope je sledeća:

$$\text{PFI} = \frac{\text{Zpkp} + \text{Lp}}{\text{K} + \text{Lp} + \text{Fpp} / (1 - \text{ps})}$$

pri čemu je PFI pokriće fiksnih isplata, Zpkp zarada pre kamate i poreza, Lp lizing plaćanja, K kamata, Fpp fond za periodična plaćanja po dugoročnom dugu, ps stopa poreza.

Zaključak

Razume se, finansijska analiza kojom treba da se stekne prava slika ne samo o finansijama preduzeća nego, preko njenih izraza i kategorija, i kompleksnija slika o sveukupnim performansama (o uspešnosti ostvarivanja svih funkcija) preduzeća, ne može se koristiti samo sistemom elementarnih pokazatelja (racia), već mora primeniti i složeniju analitičku aparaturu.

U ovom tekstu je obuhvaćeno nekoliko paralelnih pokazatelja i indikatora značajnih za finansijsku analizu i to pokazatelji likvidnosti, indikator aktovnosti (upravljanje imovinom i dugom), stopa rentabiliteta – profitabilnosti i indikatori finansijske strukture i finansiranja.

Ovo je samo jedan od brojnih finansijsko – analitičkih pokazatelja koji se mogu prilaziti u zavisnosti od aspekta koji se obrađuje i predstavljaju lični prikaz autora. Ukoliko bude prilike, ova materija se može prikazati iz drugih aspekata u zavisnosti od toga, šta se želi sagledati ili postići.

Literatura

- [1] Krasulja, D. (1992) Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Beograd
- [2] Perović-Jovanović, M (1994) Ekonomika Preduzeća, Savremena administracija, Beograd
- [3] Ranković, J. (1992) Upravljanje finansijama, Ekonomski fakultet, Beograd
- [4] Rodić, J. (1991) Poslovne finansije, IP Ekonomika, Beograd
- [5] Slović, D. (1991) Savremeni finansijski menadžment, IP Ekonomika, Beograd

Primljeno: 14.06.2012.

Odobreno: 21.06.2012.