

PREDAVANJE XII - АНАЛИЗА ФИНАНСИЈСКОГ ПОЛОЖАЈА

(Основа за израду теоријског дела овог поглавља представља књига: Родић и сар. 2007, стр. 270-307)

- АНАЛИЗА ФИНАНСИЈСКЕ РАВНОТЕЖЕ
- АНАЛИЗА ЛИКВИДНОСТИ
- АНАЛИЗА ЗАДУЖЕНОСТИ И СОЛВЕНТНОСТИ
- АНАЛИЗА ОДРЖАВАЊА РЕАЛНЕ ВРЕДНОСТИ КАПИТАЛА
- АНАЛИЗА РЕПРОДУКЦИОНЕ СПОСОБНОСТИ

У литератури постоје одређене разлике у схватању појма и садржине „**финансијског положаја**“ предузећа. Поједини аутори користе различите термине дефинишући при том финансијски положај у нешто ширем или ужем смислу. Користе се још и термини: „финансијска ситуација“, „финансијско стање“, „финансијска конституција“, финансијска структура“. Не ради се о битним разликама, с обзиром да је суштина углавном иста, само се приоритет даје појединим аспектима односно параметрима финансијског положаја.¹ При томе се сви слажу и наглашавају значај анализе финансијског положаја за сагледавање **финансијских перформанси** и укупне пословне способности предузећа, односно његовог **бонитета**. Неки аутори не говоре о финансијском положају као заокруженом **сету показатеља** већ користе његове појединачне параметре као самосталне индикаторе, најчешће у оквиру хоризонталне и вертикалне **рацио анализе биланса**².

Финансијски положај предузећа одређен је превасходно стањем:

- 1) финансијске равнотеже,
- 2) ликвидности,
- 3) задужености и солвентности,
- 4) одржавањем реалне вредности капитала и
- 5) репродукционе способности.

При томе, треба разликовати **добар**, **прихватљив** и **лош** финансијски положај. Наведени фактори могу бити у опречности, тј. једни добри а други лоши, што отежава коначну оцену финансијског положаја. Овај проблем се олакшава временским и просторним поређењем добијених показатеља, чиме се омогућава уочавање развоја финансијског положаја, односно његово одређивање у односу на конкуренцију.

Предузеће има **добар** финансијски положај ако:

- финансијска равнотежа обезбеђује сигурност у одржавању ликвидности;
- задуженост омогућава пуну независност предузећа и добру сигурност његових поверилаца;
- солвентност није доведена у питање;

¹ Детаљније о овоме погледати, на пример: Дувњак Коста „Финансијски положај и проблеми финансирања пољопривреде друштвеног сектора“, Економика пољопривреде, Београд, 1989, стр. 10-11.

² Вукоје Вељко: „Финансијски положај предузећа из области пољопривреде и прехрамбене индустрије Војводине“, пољопривредни факултет Носи Сад, 2015, стр. 114.

- при стабилној новчаној јединици из финансијског резултата значајније увећава сопствени капитал, а да у условима инфлације из ефекта ревалоризације и финансијског резултата увећава реалну вредност сопственог капитала;
- из сопствених средстава финансира просту и део проширене репродукције.

Лош финансијски положај имају предузећа која не могу да обезбеде ништа од наведеног, док **прихватљив** положај имају привредни субјекти који су негде између.

Приликом анализе финансијског положаја предузећа потребно је изабрати адекватно упоредно предузеће да би се утврдило како оно стоји у односу на конкуренцију. Наравно, овде се јавља проблем утврђивања упоредног предузећа, о чему смо писали у лекцији 09. Такође, потребно је укључити и временски фактор како би анализа била потпуна. При том је од посебне важности искуство аналитичара, односно добро познавање пословних активности и специфичности које важе у анализираном предузећу.

Финансијски резултат и финансијски положај тесно су повезани. Посматрано у дужем року, не може финансијски резултат предузећа бити лош, а финансијски положај добар, и обрнуто.

1) АНАЛИЗА ФИНАНСИЈСКЕ РАВНОТЕЖЕ

1.1. ПОЈАМ ФИНАНСИЈСКЕ РАВНОТЕЖЕ

Анализа финансијске равнотеже је најбитнија карика у анализи финансијског положаја предузећа. Финансијска равнотежа подразумева да средства по обиму и времену за које су везана (неуновчива, имобилисана) одговарају обиму и времену расположивости извора финансирања. Пошто време везивања није исто за сва средства, нити су рокови расположивости једнаки за све изворе, из тога произлази да у билансу стања постоји низ једначина које би могле исказати финансијску равнотежу. Међутим, успостављање тако великог броја једначина било би нерационално, па се финансијска равнотежа се у пракси најчешће утврђује кроз две једнакости:

- 1) краткорочну финансијску равнотежу (КФР) и
- 2) дугорочну финансијску равнотежу (ДФР).

Практично, ради се о две једначине финансијске равнотеже: краткорочне, где се лева страна састоји од ликвидних и краткорочно везаних средстава а десна обухвата доспеле обавезе и обавезе које доспевају у кратком року; и дугорочне финансијске равнотеже, где лева страна обухвата средства која су дугорочно везана а десна страна трајне и дугорочне изворе финансирања.

Једначине финансијске равнотеже произилазе из основних правила финансирања:

- краткорочна - „acid test“ - однос готовине, вредносних папира који се котирају на берзи и краткорочних потраживања према краткорочним обавезама треба да буде 1:1.
- дугорочна - „златно билансно правило“ - дугорочно везана средства треба да буду једнака трајним и дугорочним изворима финансирања.

Краткорочна финансијска равнотежа практично представља контролу ликвидности, а дугорочна контролу услова за одржавање ликвидности. У условима постојања

дугорочне финансијске равнотеже, да ли ће ликвидност перманентно бити и одржавана то од паралелности рокова мобилизације краткорочно везаних средстава и рокова доспећа краткорочних обавеза.

Дугорочна и краткорочна финансијска равнотежа међусобно су чврсто повезане, односно условљене. Ако постоји дугорочна равнотежа, онда постоји и краткорочна, јер је увек АКТИВА = ПАСИВА. Приликом анализе односа средстава и извора и утврђивања финансијске равнотеже могуће је констатовати **три** случаја.

У **првом** случају постоји једнакост између краткорочно везаних средстава (КВС) и краткорочних извора финансирања (КИФ) са једне стране, и једнакост између дугорочно везаних средстава (ДВС) и дугорочних извора финансирања (ДИФ) са друге стране (**шема 1**).

АКТИВА	ПАСИВА
КВС	КИФ
ДВС	ДИФ

Шема 1. Постојање финансијске равнотеже

Овде је тачно постигнута финансијска равнотежа и постоје услови за одржавање ликвидности. У пракси је оваква идеални ситуација је **ретка, скоро немогућа**.

У **другом** случају су дугорочно везана средства мања од дугорочних извора финансирања и тада је, са становишта дугорочног финансирања, створена сигурност за перманентно одржавање ликвидности (**шема 2**). Ово значи да су, у висини разлике између ДИФ и ДВС, краткорочно везана средства финансирана из дугорочних извора финансирања. Ако би у тим условима постојала паралелност између рокова мобилизације КВС и рокова доспећа краткорочних обавеза, разлика између дугорочних извора финансирања и дугорочно везаних средстава била би увек у новчаном облику. Управо та новчана средства представљају сигурност за одржавање перманентне ликвидности.

АКТИВА	ПАСИВА
КВС	КИФ
ДВС	ДИФ

Шема 2. Равнотежа померена у корист ДИФ

Овде је приметно да су трајни и дугорочни извори финансирања већи од дугорочно везаних средстава и аутоматски су, због једнакости активе и пасиве, краткорочни извори финансирања мањи од ликвидних и краткорочно везаних средстава. Разлика између дугорочних извора финансирања и дугорочно везаних средстава (*и графички део*) употребљена је за финансирање КВС и представља **сигурност** у одржавању ликвидности. Ово је **најбоља** ситуација за привредне субјекте.

У **трећем** случају су дугорочно везана средства већа од дугорочних извора финансирања и тада, са становишта дугорочног финансирања, **не постоје** услови за одржавање ликвидности (**шема 3**). Ово зато што су, у висини разлике, дугорочно везана средства финансирана из краткорочних извора финансирања. Ипак, и у овом случају у изузетним околностима, ликвидност се може одржати уз услов да се мобилизација краткорочно везаних средстава врши брже него што доспевају краткорочне обавезе. То убрзање би морало бити такво да мобилисана средства увек одговарају доспелим краткорочним обавезама.

АКТИВА		ПАСИВА	
КВС		КИФ	
ДВС		ДИФ	

Шема 3. Равнотежа померена у корист ДВС

Ова шема показује да су дугорочно везана средства већа од трајних и дугорочних извора финансирања и аутоматски су и краткорочни извори финансирања већи од ликвидних и краткорочно везаних средстава. Разлика између дугорочно везаних средстава и дугорочних извора финансирања (*шрафирани део*) финансирана је из КИФ и управо она угрожава ликвидност. Ово је најнеповољнија ситуација за предузећа.

* * *

Финансијска равнотежа представља један од **најважнијих и најексплицитнијих** параметара финансијског положаја. Уколико је финансијска равнотежа у значајнијој мери поремећена, тј. померена ка краткорочним обавезама, тешко је очекивати да остали показатељи (бар не већина њих) буду на прихватљивом нивоу.

Финансијска равнотежа анализира се углавном на основу података из **биланса стања**. За потребе ове неопходно је претходно реструктурирати званичну шему биланса стања, односно извршити сажимање и груписање средстава и извора према рочности.

Приликом разврставања на „краткорочне“ или „дугорочне“, неке позиције активе и пасиве могу бити **спорне**, а најзначајније су **„сталне залихе“** и „дугорочне хартије од вредности које се котирају на берзи“, тј. оне које нису разврстане на конту 236 – *Финансијска средства која се вреднују по фер вредности*.

Разликујемо **сталне** и **сезонске (повремене)** залихе, код предузећа са сезонском производњом и продајом, каква су и пољопривредна. Сталне залихе су дугорочна средства (јер су стално присутне), а повремене **краткорочна**.

Ниво залиха у пољопривреди значајно варира у појединим периодима током године, крећући се између минимума и максимума. На пример, претпоставимо да су минималне залихе у неком предузећу **300.000** хиљада дин, максималне **750.000** хиљада динара, а просечне залихе **435.000** хиљада динара. Ниво залиха никада не пада испод минималних залиха (300.000 хиљада дин), што значи да су оне увек присутне у предузећу. Ове залихе практично представљају стално везана средства (тј. „сталне залихе“), па се у одређеним

анализама тако и третирају, иако припадају обртној имовини (материјални облик обртних средстава: материјал, производња у току, роба, готови производи, полупроизводи). Залихе у распону од 300.000 хиљада дин до 750.000 хиљада динара јављају се повремено у предузећу, у одређеним периодима током године, и представљају „повремене залихе“. Ово је посебно изражено у пољопривреди где су осцилације у залихама по правилу велике у току године.

За потребе анализе финансијске равнотеже (и неких других анализа) неопходно је **утврдити ниво сталних залиха**, односно раздвојити билансне залихе (*тј. залихе на дан 31.12. које су исказане у БС*) на сталне и повремене. Раздвајање билансних (билансираних) залиха на сталне и повремене може се извршити на више начина. Ако је билансирање извршено у моменту **када није била сезона**, онда се билансне залихе сматрају сталним залихама. Ако се биланс саставља **у сезони**, онда је раздвајање могуће извршити на три начина:

- 1) Да се за сталне узму залихе из месеца када су биле **најниже**, што је и **најприхватљивије**, уз услов да је у том месецу обим производње и продаје био нормалан за вансезонске услове.
- 2) Да се за сталне залихе узму **просечне** залихе. Недостатак је што су на овај начин сталне залихе **прецењене**, јер су просечне по правилу веће од сталних.
- 3) Да се сталне залихе утврде **ванкњиговодственим** путем.

У нашим анализама и примерима **билансне залихе** узимамо као сталне, јер располажемо само билансним подацима, мада то за пољопривреду не одговара увек. Другим речима, ми смо у позицији екстерног аналитичара. Раздвајање неким од поменутих метода могуће је вршити само у конкретном предузећу, јер постоје неопходни подаци.

Залихе у пољопривреди на дан билансирања (**31.12.**) су релативно **блиске минималним**, што значи да се са довољном поузданошћу билансне залихе могу користити као сталне.³ Претходна констатација се односи генерално на пољопривреду, али могу постојати велике разлике у зависности од структуре пољопривредне производње у сваком конкретном предузећу. Кретање залиха умногоме зависи од тога да ли се предузеће бави само биљном производњом, а у оквиру тога да ли је ратарство или и воћарство. Код сточарства је сасвим другачије кретање залиха, са опет великим разликама у производњи млека, или тову свиња, бројлера итд.

Наравно, код несезонских предузећа, која имају континуиран процес производње и продаје, билансне залихе се изједначавају са сталним.

Хартије од вредности са дугим роком доспећа, ако се котирају на берзи, **треба укључити** у краткорочно везана средства. Јер, у случају недостатка готовине, оне ће вероватно бити продате. Ми то не раздвајамо због једноставности, а и немамо податке за то.

1.2. КРАТКОРОЧНА ФИНАНСИЈСКА РАВНОТЕЖА

Краткорочна финансијска равнотежа утврђује се односом краткорочних извора финансирања (обавеза), с једне, и ликвидних и краткорочно везаних средстава, с друге стране. Краткорочна финансијска равнотежа постоји ако су ове две величине једнаке,

³ Вукоје Вељко: исто, стр. 117.

односно ако је њихов однос 1:1. При том, сталне залихе не спадају у краткорочну већ у трајно имобилисану имовину, иако су наравно обртна средства.

Анализа краткорочне финансијске равнотеже заснива се на **билансу стања**, тачније на подбилансу краткорочних средстава и извора. За потребе ове анализе извршено је **прилагођавање** (сажимање) позиција из званичне шеме БС (**таб. 1**).

Табела 1. Анализа краткорочне финансијске равнотеже (у 000 РСД)

Група рачуна, рачун	П О З И Ц И Ј А	АОП	ПРЕДУЗЕЋЕ "ПАНОНИЈА"		ПРЕДУЗЕЋЕ "СРЕМ"	
			2018	2019	2018	2019
24	1. Готовина и готовински еквиваленти	0068	25.616	18.173	23.054	16.174
20, 21, 22 и 236	2. Краткорочна потраживања	0051+0059+0060+0061	1.399.208	1.087.353	1.193.740	768.335
23 осим 236 и 237	3. Краткорочни финансијски пласмани	0062	151.007	362.829	227.277	272.765
27, 28 осим 288	4. АВР, ПДВ и остало	0042+0069+0070	389.809	396.621	292.227	296.879
	I. ЛИКВИДНА И КРАТКОРОЧНО ВЕЗАНА СРЕДСТВА (1 до 4)		1.965.640	1.864.976	1.736.299	1.354.152
43	9. Обавезе из посл. и примљени аванси	0450+0451	641.367	688.871	600.516	386.008
42	10. Краткорочне финансијске обавезе	0443	1.109.075	746.292	1.045.436	932.897
44 до 49	11. ПВР, ПДВ и остале обавезе	0441+0459+0460+0461/2	66.927	31.674	87.130	49.054
	II. КРАТКОРОЧНИ ИЗВОРИ ФИНАНСИРАЊА (9 до 11)		1.817.369	1.466.837	1.733.083	1.367.959
	Краткорочна равнотежа (II / I)		0,925	0,787	0,998	1,010

На основу података приказаних у табели јасно је да у 2019. години **постоји** краткорочна финансијска равнотежа код предузећа „Панонија“⁴, тј. она је знатно померена ка ликвидним и краткорочно везаним средствима (коэф: **0,787**). На сваких **100** динара краткорочно везаних средстава отпада **78,7** динара краткорочних обавеза, што указује да предузеће не би требало имати проблема са ликвидношћу, односно плаћањем својих обавеза у моменту доспећа. Ако се вратимо на три могуће ситуације у којима се могу наћи предузећа при анализи финансијске равнотеже, јасно је да је ово онај други случај, односно најповољнији (**шема 2**). У претходној години је овај однос био. такође, померен у корист КВС (коэф: 0,925).

Са друге стране, код конкурентског предузећа „Срем“ је **обрнута ситуација**. Краткорочна финансијска равнотежа не постоји, јер је незнатно (али ипак) померена ка краткорочним изворима финансирања (коэф: **1,010**). Дошло је дакле до погоршања, јер је претходне године постојала равнотежа (коэф: 0,998). При оваквом стању финансијске равнотеже предузеће може одржавати ликвидност ако успе да краткорочна средства мобилише брже него што доспевају краткорочне обавезе. Другим речима, неопходно је да рокови

⁴ Акценат анализе ја на предузећу „Панонија“, и то на последњој години посматрања (2019), док претходна година (2018) служи за временско поређење. Подаци за претпостављено конкурентско предузеће „Срем“ служе да би се могло вршити просторно поређење.

доспевања краткорочних обавеза буду дужи у просеку за 1,01 пута (за 1%) од рокова везивања краткорочних средстава. Ради се о малој разлици, али је ипак питање да ли је то и колико реално у пракси, зависи од пословања сваког конкретног предузећа.

Треба, дакле, констатовати да је код посматраног предузећа „Панонија“ краткорочна финансијска равнотежа повољна у обе године, односно значајно померена ка краткорочно везаним средствима. Ипак, **ово још увек не значи** да ће предузеће бити ликвидно током целе године, јер се ради коефицијентима израчунатим на бази билансних података на дан 31.12. Као што је већ поменуто, ликвидност зависи и од **усклађености рокова доспећа краткорочних обавеза, са једне стране, и рокова мобилизације краткорочних средстава, са друге стране.**

1.3. ДУГОРОЧНА ФИНАНСИЈСКА РАВНОТЕЖА

Дугорочна финансијска равнотежа (ДФР) може се анализирати на основу:

- дугорочно везаних средстава (класичан начин) и
- обртног фонда.

1.3.1. Анализа ДФР на основу дугорочно везаних средстава.

Ова анализа се заснива на поређењу дугорочно везаних средстава, с једне, и трајних и дугорочних извора, с друге стране (таб. 2). Дугорочна финансијска равнотежа постоји ако су ове две величине једнаке, односно ако је њихов однос 1:1.

Табела 2. Анализа дугорочне финансијске равнотеже – класичан начин (у 000 РСД)

Група рачуна, рачун	П О З И Ц И Ј А	АОП	"ПАНОНИЈА"		"СРЕМ"	
			2018	2019	2018	2019
Класа 1	5. Залихе – сталне	0044	543.320	542.157	476.072	438.995
04 осим 047 и 05	6. Дугорочни фин. пласмани и потр.	0024+ 0034	986	1.000	1.322	2.184
00 и 01	7. Нематеријална имовина и уписани а неуплаћени капитал	0003+ 0001	6.486	5.189	5.837	4.670
02 и 03	8. Основна средства	0010+ 0019	2.420.901	2.399.862	1.719.123	1.845.753
	I. ДУГОРОЧНО ВЕЗАНА СРЕДСТВА (5 до 8)		2.971.693	2.948.208	2.202.355	2.291.602
41	12. Дугорочне обавезе	0432	936.336	1.067.782	767.467	782.327
40	13. Дугорочна резервисања	0425	6.744	7.371	10.116	5.160
Класа 3	14. Капитал	0401	2.176.884	2.271.194	1.427.988	1.490.309
	15. Губитак изнад висине капитала *	0463	0	0	0	0
	II. ДУГОРОЧНИ ИЗВОРИ ФИНАНСИРАЊА (12+13+14-15)		3.119.964	3.346.347	2.205.571	2.277.795
	Дугорочна равнотежа (II / I)		1,050	1,135	1,001	0,994
	Мањак /вишак дугорочних извора (II-I)		148.271	398.139	3.216	-13.807

* „Губитак изнад висине капитала“ се до 2014. године (стара билансна шема) исказивао на страни активе и вештачки је увећавао збир биланса. Од 2014. године се у билансу исказује на страни пасиве као одбитна ставка. У суштини, предузећа која остваре „губитак изнад висине капитала“ имају обавезе веће од имовине што, свакако, није одрживо. Ова позиција

се у табели приказује, превасходно, када се анализира грана у целини (пољопривреда, прехранбена индустрија, итд). У овом случају, када се анализа ради на основу збирних биланса, јасно је да нека предузећа послују „добро“, а нека „лоше“ а има и оних која имају веће обавезе од имовине („губитак изнад висине капитала“). Због тога је неопходно унети и овај податак у табелу како би се могао утврдити нето капитал гране. Студенти **нису у обавези** да, приликом анализе (*на писменом*), уносе „губитак изнад висине капитала“ у табелу, пошто ће он код појединачних случајева увек бити нула. Ово применити и код свих осталих табела које се дају у наставку.

Дугорочна и краткорочна финансијска равнотежа су непосредно повезане (јер збир активе и пасиве је увек исти). Због тога је логично да у нашем примеру дугорочна равнотежа буде померена ка дугорочно изворима финансирања (коэф: **1,135**), тј. такође **повољна**. У 2019. години, сваких 100 динара дугорочно везаних средстава било је покривено са **113,5** динара дугорочних извора финансирања. Ово значи да је за финансирање краткорочно везаних средстава коришћено **13,5%** (113,5-100) дугорочних извора финансирања. Другим речима, предузеће има вишак дугорочних извора у износу од 398.139 хиљада динара. Овим је у створена сигурност за одржавање ликвидности, зато што ће се део КВС пре мобилисати (претворити у новац) него што ће доспети за плаћање дугорочне обавезе, из којих је тај део краткорочних средстава покривен.

У предузећу „Срем“ у 2019. години недостајало је **0,6%** (100-99,4) или 13.807 хиљада динара (2.291.602 - 2.277.795) дугорочних извора финансирања. Управо за тај износ су дугорочно везана средства била финансирана из краткорочних извора (тј. обавеза). Ово, наравно, није добро, јер краткорочне обавезе доспевају за враћање пре него што се дугорочна средства ослобађају (тј. претварају у новац).

Дугорочна финансијска равнотежа често се изражава **коефицијентом финансијске стабилности**, који се рачуна из следећег односа:

$$\text{Коефицијент фин. стабилности} = \frac{\text{ДВС}}{\text{ДИФ}}$$

Из формуле је јасно да се овај коефицијент рачуна инверзијом бројиоца и имениоца у формули код израчунавања коефицијента дугорочне финансијске равнотеже (*види **табелу 2***). Практично показује исту ствар као и дугорочна финансијска равнотежа, само треба прилагодити коментар приликом тумачења овог показатеља.

1.3.2. Анализа ДФР на основу обртног фонда

Анализа дугорочне финансијске равнотеже се, поред класичног начина (*тј. на основу дугорочно везаних средстава*), може вршити и на основу **обртног фонда**. Овај метод се чешће користи, јер је једноставнији и за анализу разумљивији.

Обртни фонд (синоними: **нето обртни фонд**, **нето обртна средства**, **стални обртни фонд**) представља део дугорочних извора (сопствени капитал, дугорочна резервисања и дугорочне обавезе) који се употребљава за финансирање обртних средстава.

Обртни фонд се утврђује на основу биланса стања на два начина:

1. ОБРТНИ ФОНД = ДИФ – ДВС без сталних залиха⁵, или
2. ОБРТНИ ФОНД = ОБРТНА СРЕДСТВА – КРАТКОРОЧНЕ ОБАВЕЗЕ.

Оба начина израчунавања обртног фонда, наравно, морају дати исти резултат. Први начин рачунања обртног фонда утврђује део дугорочних извора финансирања који је употребљен за финансирање обртних средстава. Други начин квантификације обртног фонда утврђује део обртних средстава који је финансиран из дугорочних извора финансирања.

Провера финансијске равнотеже заснива се на **поређењу** обртног фонда са сталним залихама. Равнотежа постоји ако је обртни фонд једнак сталним залихама, тј. ако су сталне залихе 100% покривене из обртног фонда. У овом случају постоје услови за одржавање ликвидности у области дугорочног финансирања. Ако је обртни фонд већи од станих залиха, значи да постоји одређена сигурност за одржавање ликвидности у области дугорочног финансирања, што је најповољнија ситуација за предузеће. У супротном случају, када је обртни фонд мањи од станих залиха, значи да је у области дугорочног финансирања угрожено одржавање ликвидности.

Табела 3. Анализа дугорочне финансијске равнотеже – обртним фондом (у 000 РСД)

Група рачуна , рачун	П О З И Ц И Ј А	АОП	"ПАНОНИЈА"		ПРЕДУЗЕЋЕ "СРЕМ"	
			2018	2019	2018	2019
Класа 3	1. Капитал	0401	2.176.884	2.271.194	1.427.988	1.490.309
40	2. Дугорочна резервисања	0425	6.744	7.371	10.116	5.160
41	3. Дугорочне обавезе	0432	936.336	1.067.782	767.467	782.327
	4. Губитак изнад висине капитала	0463	0	0	0	0
	I. ДУГОРОЧНИ ИЗВОРИ ФИНАНСИ- РАЊА (1+2+3-4)		3.119.964	3.346.347	2.205.571	2.277.795
00 и 01	5. Неуплаћени уписани капитал и нематеријална имовина	0001+ 0003	6.486	5.189	5.837	4.670
02 и 03	6. Основна средства	0010+ 0019	2.420.901	2.399.862	1.719.123	1.845.753
04 и 05 осим 047	7. Дугорочни фин. пласмани и потраж.	0024+ 0034	986	1.000	1.322	2.184
	II. ДУГОРОЧНО ВЕЗАНА СРЕДСТВА (без залиха) (5 до 7)		2.428.373	2.406.051	1.726.283	1.852.607
	8. Обртни фонд (I-II)		691.591	940.296	479.288	425.189
Класа 1	9. Сталне залихе	0044	543.320	542.157	476.072	438.995
	10. Проценат покрића сталних залиха обртним фондом (8 / 9 x 100)		127,3%	173,4%	100,7%	96,9%

Као рачунска категорија, обртни фонд може бити и негативна величина. Разумљиво је да су тада сталне залихе у целини финансиране из краткорочних обавеза, односно да је у таквим околностима тешко говорити о одржавању ликвидности

Предузеће „Панонија“ је у 2019. години сталне залихе у потпуности финансирало из обртног фонда. Обртни фонд је био већи од сталних залиха за 73,4% (173,4-100), што у апсолутном

⁵ Када се од дугорочно везаних средстава одузме вредност сталних залиха добијемо сталну имовину (класа 0). Тако да формула, у ствари, гласи: ДИФ – Стална имовина.

износу чини **398.139** хиљада динара (940.296 - 542.157). Претходне године је ситуација била лошија имајући у виду да је обртни фонд био већи од сталних залиха за „само“ 27,3% (**таб. 3**).

„Панонија“ је у много бољем положају у односу на конкуренцију „Срем“ која је у текућој години финансирала залиха из обртног фонда са 96,9%, што значи да је 3,1% сталних залиха финансирано из краткорочних извора. У апсолутном износу ово чини 13.807 хиљада динара (438.995 - 425.189), што је наравно исти износ који смо утврдили при анализи дугорочне финансијске равнотеже на основу дугорочно везаних средстава (**таб. 2**).

У литератури се среће и појам **сопственог** обртног фонда и **туђег** обртног фонда. Сопствени обртни фонд је једнак разлици између сопственог капитала и сталне имовине, а туђи обртни фонд је разлика између обртног фонда и сопственог обртног фонда. У нашем примеру, сопствени обртни фонд предузећа „Панонија“ у 2019. години је негативан: -134.857 хиљада динара (2.271.194 - 2.406.051), док је туђи обртни фонд 1.075.173 хиљада динара (940.296 - (-134.857)). Ово нам говори да се сталне залихе у потпуности финансирају из туђег обртног фонда, док се и део сталне имовине, такође, покрива из туђег обртног фонда (у апсолутном износу од 134.857 хиљада динара).

$$\begin{aligned} \text{ТУЋИ ОБРТНИ ФОНД} &= \text{ОБРТНИ ФОНД} - \text{СОПСТВЕНИ ОБРТНИ ФОНД} \\ \text{ТУЋИ ОБРТНИ ФОНД} &= (\text{Капитал} + \text{Дугорочне обавезе и резервисања} - \text{Стална имовина}) - (\text{Капитал} - \text{Стална имовина}) \end{aligned}$$

2) АНАЛИЗА ЛИКВИДНОСТИ

Ликвидност представља способност предузећа да плати обавезе у **року њиховог доспећа**, односно у законском или уговореном року плаћања. Због честог бркања појма солвентности и ликвидности, треба нагласити **солвентност** означава способност предузећа да плати све обавезе не у року њиховог доспећа већ „кад тад“, макар и из стечајне масе.

Ликвидност је, дакле, много **оштрији захтев**, односно ургентнији проблем који се поставља пред пословање предузећа. Посматрано у кратком року, ликвидност је **независна** од солвентности. Предузећа може бити и **солвентно и рентабилно**, а да истовремено западне у проблеме са неликвидношћу, па чак да због тога над њим буде покренут и стечајни поступак.

Анализа **краткорочне** финансијске равнотеже такође говори о ликвидности предузећа. Међутим, ликвидност је много динамичнија и краткорочнија категорија, практично дневна, док краткорочна финансијска равнотежа говори о збирној једнакости краткорочне имовине и краткорочних обавеза на одређени дан (најчешће на крају године). Ликвидност зависи од **текуће усклађености новчаних прилива и доспећа обавеза**. Уз то, увек постоји и проблем мањег или већег ризика наплате потраживања и хартија од вредности, док обавезе по правилу сигурно стижу за плаћање. Због тога је неопходно конструисати **већи број једначина** које сучељавају хомогеније групе обртне имовине и краткорочних обавеза. Ово се постиже путем коефицијената ликвидности, који наведени проблем **донекле ублажавају**, о чему се у наставку више говори. Претходно

излагање не треба схватити као оспоравање или потпуно негирање значаја краткорочне финансијске равнотеже са аспекта оцене ликвидности. Она је врло важна, говори о финансијској структури, односно постојању базичних претпоставки за одржавање ликвидности. При томе треба имати у виду да у нормалним условима пословања предузећа имају могућност коришћења отворених кредитних линија за подршку текућој ликвидности под врло повољним условима⁶.

Ликвидност се најчешће изражава коефицијентима, који могу бити различити, у зависности од циља анализе. У наставку се приказују основни коефицијенти ликвидности који се у пракси најчешће сусрећу.

а) Коефицијент тренутне ликвидности (ред. бр. 6; таб. 3), рачуна се из односа готовине и тренутно уновчивих хартија од вредности, према доспелим обавезама. Он показује да ли је предузеће ликвидно на одређени дан, и треба да **буде ≥ 1** . Овај коефицијент представља најоштрији захтев за ликвидношћу јер подразумева тренутно измирење доспелих обавеза. Овај захтев је наравно најтеже испунити, и због тога се још зове „*коефицијент првог степена*“.

$$\text{Коефицијент тренутне ликвидности} = \frac{G + HV}{O}$$

G – готовина у благајни и на депозитима по виђењу,

HV – хартије од вредности које се могу **истог дана** уновчити,

O – доспеле обавезе.

Јасно је да се овај коефицијент не може утврдити само на основу билансних података, већ су неопходни и књиговодствени подаци. У билансу нису исказане хартије од вредности по данима уновчивости, као ни обавезе по данима доспећа за плаћање. Да би приказали израчунавање и овога коефицијента, претпоставили смо да су доспеле обавезе **10% од краткорочних**, а у бројилац су стављене само готовина и готовински еквиваленти (исто поступити и на писменом). Интерни аналитичари, наравно, располажу прецизним подацима за његово израчунавање.

Оба посматрана предузећа су остварила изразито ниске коефицијенте тренутне ликвидности (0,12), што указује на то да имају проблема са ликвидношћу (**таб. 3**). Наравно, ове коефицијенте треба узети са резервом због горе поменутих разлога. Нешто комплетнија и поузданија слика се може добити када се утврде остала два коефицијента.

б) Коефицијент убрзане ликвидности (ред. бр. 7; таб. 3) представља однос између збира готовине, хартија од вредности уновчивих **до 1 године** и краткорочних потраживања са роком наплате до 1 године, према краткорочним обавезама са роком доспећа до 1 године. Треба да **буде ≥ 1** . У литератури се још назива и коефицијентом „*редуковане*“ или „*монетарне*“ ликвидности. Коефицијент убрзане ликвидности повезан је са правилом финансирања 1:1 (“acid-test” - “*љути тест*”).

⁶ Вукоје Вељко: исто, стр. 118.

$$\text{Коефицијент убрзане ликвидности} = \frac{G + HV + PK}{OK}$$

G – готовина у благајни и на депозитима по виђењу,

HV – хартије од вредности уновчиве у року од годину дана,

PK – краткорочна потраживања са роком наплате до годину дана и

OK – краткорочне обавезе са роком доспећа до годину дана.

Табела 3. Анализа ликвидности

(у 000 РСД)

Рачуни, групе	П О З И Ц И Ј А	АОП	"ПАНОНИЈА"		"СРЕМ"	
			2018	2019	2018	2019
24	1. Готовина и готовински еквиваленти	0068	25.616	18.173	23.054	16.174
20 до 23 без 237	2. Краткорочна потражи. и пласмани	0051+0059 /60/61/ 62	1.940.024	1.846.803	1.713.244	1.337.978
Кл. 1 и 2	3. Обртна средства	0043	2.508.960	2.407.133	2.212.371	1.793.148
	4. Дospelе обавезе (10% од краткорочних)	0451	181.737	146.684	173.308	136.796
42 до 49 без 498	5. Краткорочне обавезе	0441+0442	1.817.369	1.466.837	1.733.083	1.367.959
	6. Тренутна ликвидност (1 / 4)		0,14	0,12	0,13	0,12
	7. Убрзана ликвидност [(1+2) / 5]		1,08	1,27	1,00	0,99
	8. Општа (текућа) ликвидност (3 / 5)		1,38	1,64	1,28	1,31

* Да би приказали рачунање и коефицијента тренутне ликвидности, претпоставили смо да су доспеле обавезе 10% од краткорочних. Исто поступити и на писменом.

Коефицијент убрзане ликвидности показује, дакле, покривеност обавеза монетарним облицима обртне (текуће) имовине. Искључење залиха је логично, с обзиром да оне у највећој мери представљају трајно имобилисану обртну имовину. У суштини се ради о истом показатељу као код краткорочне финансијске равнотеже. Коефицијент убрзане ликвидности добија се по обрнутој формули у односу на коефицијент краткорочне финансијске равнотеже, односно представља његову реципрочну вредност.

Ако је коефицијент убрзане ликвидности 1, уз услов да предузеће нема сезонске залихе онда су ликвидна и краткорочно везана средства једнака краткорочним обавезама (краткорочна финансијска равнотежа) и истовремено су и дугорочно везана средства једнака дугорочним изворима финансирања (дугорочна финансијска равнотежа, такође, постоји). Отуда и уверење да ће предузеће бити ликвидно.

Предузеће „Панонија“ има коефицијент убрзане ликвидности 1,27 у 2019. години, што указује на добру ликвидност овог предузећа. Наравно, до истих закључака смо дошли и путем анализе краткорочне финансијске равнотеже - коефицијент 0,787 (1 : 0,787= 1,27). Конкурентском предузећу „Срем“ са коефицијентом 0,77 ликвидност је угрожена.

Ако посматрамо кретање у времену, приметно је да посматрано предузеће има бољи коефицијент убрзане ликвидности у односу на претходну годину (1,27 у односу на 1,08), док је код конкуренције супротан случај (0,99 у односу на 1,00).

в) Коефицијент опште (текуће) ликвидности (ред. бр. 8; таб. 3) представља однос између обртних средстава и краткорочних обавеза. Обично се захтева да буде најмање 2, што одговара правилу финансирања **2:1 („current-ratio“)**.

Сматра се да вредност коефицијента 2 представља **оријентациону нормалу (стандард)** за тумачење стања ликвидности предузећа. Ово становиште је последица уважавања доста строгог правила финансирања које представља наслеђе из **америчке банкарске праксе**, према коме однос између обртне имовине и краткорочних обавеза треба да буде 2:1. Данас се може рећи да је ово правило **доста релаксирано** тиме што банке дозвољавају да овај однос може бити и нижи, нарочито ако је профитабилност предузећа на завидном нивоу⁷.

Овај коефицијент је непоуздан, јер се полази од претпоставке да тачно половину обртних средстава чине **трајна обртна средства (сталне залихе)**, што најчешће није случај. У пракси конкретних предузећа сталне залихе су веће или мање у односу на половину укупних обртних средстава (у пољопривредним предузећима су најчешће мање).

$$\text{Коефицијент опште ликвидности} = \frac{\text{Обртна средства}}{\text{Краткорочне обавезе}}$$

Код предузећа „Панонија“ су **на крају 2019. године** сталне залихе чиниле **22,5%** обртних средстава (претходне 21,7%), што указује да је ликвидност знатно боља него што то показују коефицијенти текуће ликвидности (1,64; односно 1,38). Судећи по овим коефицијентима предузеће је високо неликвидно, што према краткорочној финансијској равнотежи и коефицијенту убрзане ликвидности, објективно није тачно.

Коефицијенти текуће ликвидности код конкуренције били су 1,31 у текућој и 1,28 у претходној години, што су изразито ниске вредности у поређењу са референтном вредношћу овог коефицијента (2,0). Међутим, имајући у виду учешће сталних залиха у обртним средствима (24,5%; односно 21,5%) јасно је да је ликвидност овог предузећа, такође, знатно боља него што то показују коефицијенти.

Треба нагласити да ни наведени коефицијенти ликвидности, ни финансијска равнотежа, не могу дати потпуно поуздану слику да ли ће предузеће бити ликвидно у наредној години. Јер, ради се о билансним подацима на тачно одређени дан (31.12.), а ликвидност у току године зависи од **паралелности** рокова мобилизације средстава и доспећа обавеза. Изузетак је тренутна ликвидност, која важи само за тај дан када је коефицијент утврђен. Због тога је, за поуздану процену будуће ликвидности, неопходно направити **план прилива и одлива готовине**, и то оперативно разрађен за краће временске периоде.

Ово наравно не значи да коефицијенти немају одговарајућу вредност. Јер, ако су коефицијенти изразито неповољни онда се са великом вероватноћом може предвидети да ће предузеће имати великих проблема са одржавањем ликвидности. Али и даље остаје питање колико су ти проблеми заиста велики, и на који начин предузећа могу да их превазиђу. Важи и супротно, предузеће може имати коефицијенте ликвидности веће од тражене норме, али то не значи да нема проблема са ликвидношћу. Изузетак је тренутна ликвидност, која важи само за тај дан када је коефицијент утврђен.

⁷ Малинић Д., Милићевић, В., Стевановић, Н.: *Управљачко рачуноводство*, Економски факултет, Београд, 2012, стр. 87).

3) АНАЛИЗА ЗАДУЖЕНОСТИ И СОЛВЕНТНОСТИ

Задуженост се оцењује на бази **власничке структуре** извора финансирања, односно пасиве. Са становишта власништва разликујемо сопствене изворе (**капитал**) и туђе изворе (**обавезе**). Обавезе су према критеријуму рочности разврставају на дугорочне и краткорочне. Задуженост се у литератури често разматра као један од најважнијих **фактора солвентности** односно дугорочне финансијске сигурности, што она у суштини и јесте.

Структура пасиве, односно задуженост, утиче на сигурност, рентабилност и аутономију дужника.

Сигурност се може посматрати са аспекта повериоца и са аспекта дужника. Са аспекта повериоца сигурност у смислу наплате њихових потраживања, не о року, него кад-тад, макар из ликвидационе масе, утолико је већа што је структура пасиве више померена ка сопственом капиталу дужника. У овом случају, повољнији је однос средстава и дугова, већа је **гарантна супстанца** (сопствени капитал), а отуда и мања вероватноћа да ће губици дужника бити већи од сопственог капитала. Све док су губици мањи од сопственог капитала повериоци могу наплатити своја потраживања, али када губици пређу ниво сопственог капитала, дужник је изгубио сва своја средства и део туђих средстава, због чега не може у целини да отплати дугове. Са становишта дужника, што је структура пасиве више померена ка сопственом капиталу (тј. мања задуженост), већа је сигурност да ће се остварити позитиван финансијски резултат, односно мањи је ризик **остварења губитка**. Јер, на позајмљени капитал (тј. обавезе) плаћа се камата, која је расход финансирања и у билансу успеха непосредно утиче на смањење финансијског резултата.

Ако је каматна стопа виша од стопе нето приноса на укупан капитал, значи да се из позајмљеног капитала остварује негативан финансијски резултат што смањује нето добитак. У таквој ситуацији **рентабилност** сопственог капитала је утолико мања што је структура пасиве више померена ка позајмљеном капиталу. Ово значи да је интерес дужника да је структура пасиве што више померена ка сопственом капиталу.

Аутономија дужника, у смислу независности вођења пословне политике, угрожава се тим више што је структура пасиве више померена ка позајмљеном капиталу. Ово зато што је тада ризик повериоца већи у смислу наплате њихових потраживања који они, наравно, желе смањити **утичући на пословну политику дужника**, усмеравајући је у правцу који смањује њихове разлике.

Не постоји универзално правило колики однос између сопственог и позајмљеног капитала који би био прихватљив за све привредне субјекте и у свим условима пословања. Обично се полази од традиционалног правила финансирања које захтева да овај **однос буде 1:1**. Сматра се да 50% учешће сопственог капитала обезбеђује довољну сигурност повериоцима да ће наплатити своја потраживања. У том случају **сваки динар обавеза је покривен са два динара имовине**. Наравно да овај однос не може и не мора бити исти у предузећима која се баве пољопривредом, бродоградњом, производњом намештаја, софтвера или трговином.

Капитално интензивније привредне гране (у које спада и **пољопривреда**) захтевају померање овог односа у корист сопствених извора. Већи удео фиксне имовине повећава ризик остварења негативног финансијског резултата (због високих **фиксних трошкова**), као и ризик **уновчавања** имовине (због високог удела дугорочно везане имовине), што све заједно повећава ризик поверилаца у погледу наплате потраживања.

У **пољопривреди** постоје и додатни разлози због којих је пожељно да удео сопствених извора буде већи (**55% - 60%**), а то су превасходно биолошки карактер производње што повећава природне/климатске **ризике**, мали коефицијент обрта и релативно ниска акумулативност прихода, што повећава ризике остварења позитивног финансијског резултата, односно одржавања ликвидности.

Са друге стране, постоје технолошки развијена и високо профитабилна предузећа, која без проблема функционишу и са учешћем позајмљеног капитала од преко **70%**.

Нема сумње да је за поуздану оцену степена задужености, поред односа сопственог и позајмљеног капитала (50% : 50%), неопходно узети у обзир и низ допунских фактора. *Родић и сар (2007)* сматра да поред овог правила, за поуздану оцену задужености неопходно је узети у обзир и следеће критеријуме:

- **органски** састав средстава и стопу **инфлације**, као примарне, и
- **рентабилност** и **ликвидност**, као секундарне.

Органски састав средстава представља удео основних средстава у збиру основних и обртних средстава:

$$\text{Органски састав средстава} = \frac{\text{Основна средства}}{\text{Основна средства} + \text{Обртна средства}}$$

У условима када је висок органски састав средстава нужно је померање структуре пасиве ка сопственим изворима из два разлога:

- **прво**, основна средства су везана на дуги рок због чега је мобилизације ових средстава спорија а тиме и неизвеснија, што повећава **ризик улагања** па повериоци нерадо прихватају њихово финансирање; и
- **друго**, високо улагање у основна средства изазива и високе **фиксне трошкове** амортизације чиме се повећава ризик остварења позитивног финансијског резултата.

Висока **инфлација** захтева померање структуре пасиве ка сопственим изворима финансирања, јер су у таквим условима **каматне стопе** на позајмљени капитал врло високе, а то утиче на смањење финансијског резултата.

Висока **рентабилност** и перманентна **ликвидност** дозвољавају померање структуре капитала ка позајмљеним изворима, јер то значи да дужник остварује позитиван финансијски резултат, и да благовремено измирује своје обавезе.

Степен задужености може се изразити различитим показатељима, у зависности од врсте и намене анализе. То су превасходно:

- **„стопа задужености“** (однос туђих и укупних извора финансирања), затим
- **„стопа самофинансирања“** (однос сопствених и укупних извора финансирања), или
- **„финансијски левериџ“** (однос дугова и капитала; *користи се углавном у америчкој теорији и пракси*).

Сва три наведена индикатора показују у суштини исту ствар, само посматрану са различитих аспеката. Може се извести и низ других парцијалних показатеља за утврђивање задужености, као што су:

- дугорочна задуженост,
- краткорочна задуженост,
- однос капитала и дугорочних обавеза,
- покриће камата зарадом предузећа и др.).

У оквиру овога предмета ми степен задужености изражавамо превасходно преко „**стопе задужености**“, укључујући и парцијалне стопе краткорочне и дугорочне задужености. У наставку се приказује израчунавање појединих показатеља.

Табела 4. Анализа задужености

(у 000 РСД)

Рачуни , групе	П О З И Ц И Ј А	АОП	"ПАНОНИЈА"		"СРЕМ"	
			2018	2019	2018	2019
Класа 3	1. Капитал - укупан	0401	2.176.884	2.271.194	1.427.988	1.490.309
	2. Губитак изнад висине капитала	0463	0	0	0	0
	3. Нето капитал (1-2)		2.176.884	2.271.194	1.427.988	1.490.309
40 и 41	4. Дугорочне обавезе и резервисања	0424	943.080	1.075.153	777.583	787.487
42 до 49 без 498	5. Краткорочне обавезе	0441+ 0442	1.817.369	1.466.837	1.733.083	1.367.959
	I. УКУПНА ПАСИВА (3 до 5)	0464	4.937.333	4.813.184	3.938.653	3.645.754
	6. Стопа укупне задужености $[(4+5) / I \times 100]$		55,9	52,8	63,7	59,1
	7. Стопа дугорочне задужености $(4 / I \times 100)$		19,1	22,3	19,7	21,6
	8. Стопа краткорочне задуженос. $(5 / I \times 100)$		36,8	30,5	44,0	37,5
	9. Органски састав средстава		49,1	49,9	43,7	50,7
	10. Стопа самофинансирања $(3 / I \times 100)$		44,1	47,2	36,3	40,9
	11. Финансијски левериџ $[(4+5) / 3]$		1,268	1,119	1,758	1,446

* У литератури се могу наћи и такво решење да се, приликом анализе задужености, из укупне пасиве искључују дугорочна резервисања, пасивна временска разграничења и одложене пореске обавезе. Такав поступак је нешто прецизнији, али ми то овде нисмо радили с обзиром да ни код укупне имовине нисмо искључивали активна временска разграничења и одложена пореска средства. Овакав поступак је једноставнији за студенте, а осим тога, поменуте позиције, по правилу, нису значајне у пасиви пољопривредних предузећа (нашем примеру мање од 0,8%).

Предузеће „Панонија“ има стопу укупне задужености **52,8%** у текућој години, што је нешто изнад „златног правила“ (50% : 50%). Стопа самофинансирања је **47,2%** ($100\% - 52,8\% = 47,2\%$). Ово је, опак, осетно нижи степен задужености у односу на **просек гране** (тј. свих пољопривредних предузећа са подручја АПВ), која су у просеку задужена са **53,5%**. Велики проценат дугова отпада на краткорочну задуженост (**30,5%**; просек гране: **40,1%**), што је неповољна чињеница (иако очекивана), с обзиром да краткорочне обавезе пре доспевају на наплату и, по правилу, имају више каматне стопе. Треба размотрити и остале релевантне

факторе за оцену задужености. Органски састав средстава (49,9%) није висок и креће се у границама очекиваног за ову врсту делатности (просек гране: око 54,4%). Стопа инфлације је доста ниска (1,9%; таб. 6) и стабилна последњих година. Ако се овоме додају и чињенице да је рентабилност на задовољавајућем нивоу (5,28% ; просек гране: 3,86%), и да предузеће „Панонија“ вероватно нема проблема са ликвидношћу (коэф. 1,27 ; просек гране: 0,61), може се констатовати да у оваквим околностима није проблематично незнатно померање структуре пасиве ка позајмљеним изворима (52,8%). Другим речима, степен задужености се може оценити као прихватљив.

Конкурвенција „Срем“ има значајно вишу стопу укупне задужености (59,1%) и краткорочне задужености (37,5%), као и неповољније остале релевантне факторе за оцену задужености.

СОЛВЕНТНОСТ означава способност предузећа да плати све обавезе не у року њиховог доспећа већ уопште, макар то било из стечајне (ликвидационе) масе. Подсећамо да је ликвидност способност плаћања обавеза у моменту њиховог доспећа.

Солвентност се мери односом нето имовине предузећа (укупна актива) и укупних дугова (обавеза).

$$\text{Коефицијент солвентности} = \frac{\text{Имовина (Актива)}}{\text{Укупне обавезе}}$$

Нема правила колики тај однос треба да буде, али је сигурно да мора бити значајно већи од један. Јер, у случају ликвидације тешко је очекивати да се имовина прода по књиговодственој вредности, већ вероватно по знатно нижој. У нормалним околностима солвентност се и не проверава јер се подразумева да је нето имовина већа од дугова. Колика ова разлика треба да буде зависи превасходно од врсте имовине, односно могућности њеног уновчавања. Дobar део имовине пољопривредних предузећа може се релативно добро и лако уновчити на тржишту, а пре свега пољопривредно земљиште, вишегодишњи засади, основно стадо, значајан део пољопривредне опреме, све врсте залиха итд.).

У литератури се могу пронаћи и други показатељи за изражавање солвентности. То су углавном различити односи (рација) између појединих делова активе и пасиве, односно унутар саме пасиве. Ради се, дакле, о индикаторима парцијалног су карактера, који су мање или више значајни за оцену стања и перспектива солвентности. Међу њима су свакако најважнији показатељи задужености (укупне, дугорочне и краткорочне), јер је повећање степена задужености непосредно повезано са смањењем солвентности предузећа.

Табела 5. Анализа солвентности

(у 000 РСД)

Група рачуна, рачун	ПОЗИЦИЈА	АОП	ПРЕДУЗЕЋЕ "ПАНОНИЈА"		ПРЕДУЗЕЋЕ "СРЕМ"	
			2018	2019	2018	2019
	1. Пословна имовина	0071	4.937.333	4.813.184	3.938.653	3.645.754
Класа 4	2. Обавезе	0424+0442	2.760.449	2.541.990	2.510.666	2.155.446

	3. Солвентност (1 / 2)		1,79	1,89	1,57	1,69
--	------------------------	--	------	------	------	------

На основу података из **табеле 5** (ред. бр.3) јасно је да солвентност није угрожена ни код „Паноније“ (коеф: 1,89 ; односно 1,79), ни код „Срема“ (коеф: 1,69; односно 1,57).

4) АНАЛИЗА ОДРЖАВАЊА РЕАЛНЕ ВРЕДНОСТИ КАПИТАЛА

Одржавање реалне вредности сопственог капитала у условима инфлације нужно је са становишта несмањеног физичког обима пословања, одржавања задужености на прихватљивом нивоу као и финансирања бар просте репродукције из сопствених средстава. Ако се смањује реална вредност сопственог капитала, предузеће из сопственог капитала, не може купити исту количину предмета рада и средстава за рад, као што је могло пре смањења реалне вредности сопственог капитала. У таквим околностима предузеће је пред алтернативом:

- или смањити физички обим пословања или, пак,
- повећати задуженост.

Ако се смањи обим производње, услед негативног дејства фиксних трошкова, има за последицу остварење лошијег финансијског резултата. Повећањем задужености расту расходи финансирања, што опет подразумева смањење финансијског резултата, а такође се угрожава и аутономија дужника. Наравно, ни једна алтернатива није прихватљива. Најзад, смањење реалне вредности сопственог капитала онемогућава финансирање просте репродукције из сопствених средстава, чиме се доводи у питање и кредитна способност предузећа⁸.

Реална вредност сопственог капитала одржава се по основу:

- 1) приписивања ефеката **ревалоризације**,
- 2) **акумулације**,
- 3) **нето улагања** капитала (разлика између свих улагања и повлачења капитала),
- 4) по основу поновне **процене** вредности капитала итд.

Ако би билансирање у условима инфлације за најважнији циљ имало одржавање реалне вредности капитала ефекти ревалоризације би увећавали нето капитал тачно до нивоа стопе инфлације (као што је то углавном код нас), тј. одржавали би његову реалну вредност, а остали напред поменути начини, представљали би реално повећање.

Оцена одржавања реалне вредности капитала заснива се на упоређењу индекса нето сопственог капитала и индекса раста цена на мало.

⁸ Родић Ј. и сарадници, исто, стр. 299-300.

$$\text{Индекс нето капитала} = \frac{\text{Нето капитал на крају године (текућа)}}{\text{Нето капитал на почетку године (претходна)}} \times 100$$

$$\text{Индекс цена на мало} = 100 + \text{стопа инфлације}$$

Нето сопствени капитал (класа 3 у билансу стања) представља сопствени извор финансирања. Приликом анализе одржавања реалне вредности капитала нето капитал се утврђује као разлика између укупног сопственог капитала и евентуалног губитка изнад висине капитала (таб. 6). Евентуални губитак до висине капитала (текуће и претходних година - група 35; АОП 0421) већ је одузет од износа капитала исказаног у пасиви БС (АОП 0401), тј. представља одбитну ставку. Појава позиције „губитка изнад висине капитала“ мало је вероватна код појединачних предузећа, јер би то значило да предузеће има негативан капитал, односно да је изгубило сав сопствени капитал и још део позајмљеног (туђег) капитала. У нормалним условима пословања се то тешко може десити, јер би менаџмент, власници, банке и други повериоци, вероватно нешто предузели пре тога, макар то био и стечај. Може да се појави у нерегулисаним и неконтролисаним условима пословања (нпр. ратним, транзиционим, велике економске кризе и сл.), када предузеће за релативно кратко време практично банкротира. Губитка изнад висине капитала се може појавити код анализе збирних биланса (нпр. за сва пољопривредна предузећа Војводине, јер међу њима можда има и предузећа са негативним капиталом), али код појединачних је врло ретко. У нашим примерима (као и оним на вежбама и тестовима) ова позиција се неће појављивати, а у табели је остављен празан ред због комплетности приказа.

Просечан раст цена на мало на годишњем нивоу (децембар текуће према децембру претходне године) изражава се „индексом раста цена на мало“, као општеприхваћеним мерилем инфлације. На пример, ако је индекс раста цена на мало у 2019. години **105,6** то значи да је „стопа раста цена на мало“ била **5,6%** ($105,6 - 100$). Ово је истовремено и „стопа инфлације“ за 2019. годину. Или на пример, ако знамо да је стопа инфлације у 2018. години била 3,8% онда то значи да је индекс раста цена на мало био 103,8. Дакле, индекс раста цена и стопа инфлације показују исту ствар, односно представљају исте показатеље, само различито изражене⁹. Индекс раста цена на мало представља, у ствари, просечан раст малопродајних цена производа и услуга за годину дана.

Табела 6. Анализа одржавања реалне вредности капитала

(у 000 РСД)

Рачун, група	ПОЗИЦИЈА	АОП	ПРЕДУЗЕЋЕ "ПАНОНИЈА"		ПРЕДУЗЕЋЕ "СРЕМ"	
			2018	2019	2018	2019
Класа 3	1. Капитал – укупан	0401	2.176.884	2.271.194	1.427.988	1.490.309

⁹ Погрешно је рећи (што студенти неретко чине) „индекс стопа инфлације“ или „индекс раста инфлације“.

Инфлација се мери по тачно одређеној методологији Републичког завода за статистичку, која се заснива на праћењу кретања малопродајних цена одређеног броја одабраних производа и услуга (**око 500**). Инфлација се може мерити и растом **свих цена** (на велико и на мало), као и растом цена **индустријских** производа и сл. Постоје разлике у одређеним земљама, али је наведени начин преко „раста цена на мало“ најчешћи.

2. Губитак изнад висине капитала	0463	0	0	0	0
3. Нето капитал (1-2)		2.176.884	2.271.194	1.427.988	1.490.309
4. Индекс нето капитала		97,6	104,3	96,2	104,4
5. Индекс цена на мало (100 + стопа инфлације)		102,0	101,9	102,0	101,9

Преузеће „Панонија“ је у 2019. години успело да одржи и **повећа** реалну вредност капитала за **2,4** индексних поена (104,3-101,9). Ово је један од разлога што је предузеће повећало стопу самофинансирања, односно смањило стопу задужености за 3,1% у текућој у односу на претходну годину (**таб. 4**). У 2018. години забележено је смањење реалне вредности капитала за **4,44% (102,0 -97,6)**.

Конкурвенција, такође, бележи раст реалне вредности капитала у текућој години (за 2,5%), док је у претходној години она смањена за 5,8% (102,0 – 96,2).

5) АНАЛИЗА РЕПРОДУКЦИОНЕ СПОСОБНОСТИ

Репродукциона способност предузећа је способност да се из **сопствених** средстава финансира репродукција, при чему се разликује **проста** и **проширена** репродукција.

Ако предузеће из средстава за репродукцију може најпре да успостави дугорочну финансијску равнотежу, а потом из остатка да финансира обнављање сталних залиха на непромењеном нивоу и замени дотрајала основна средства (при чему је опрема најзначајнија, јер по правилу најпре доспева за замену), сматра се способним да из сопствених средстава финансира **просту** репродукцију. Финансијска равнотежа мора прво да се успостави, јер би се претходним улагањем нето средстава за репродукцију у набавку основних средстава још више погоршала финансијска равнотежа. Тиме би се додатно угрозила ликвидност, која је ипак приоритетна.

Проширена репродукција подразумева не само обнављање основних средстава и сталних залиха на непромењеном физичком обиму већ и набавку нових основних средстава и сталних залиха што повећава физички обим пословања. Репродукциона способност предузећа условљена је:

- висином финансијског резултата,
- структуром основних средстава са становишта рока трајања,
- дужином амортизационог периода основних средстава,
- рационалности управљања залихама,
- висином оснивачког сопственог капитала и
- одржавањем реалне вредности сопственог капитала у условима инфлације¹⁰.

¹⁰ Родић Ј. и сарадници, исто, стр. 301.

Репродукциона способност **стопом средстава за репродукцију**, која се добија из односа расположивих новчаних средстава за финансирање репродукције и просечно коришћених укупних средстава (укупне активе) (**таб. 7**). Анализа репродукционе способности заснована искључиво на билансним подацима има озбиљна ограничења у погледу могућности обезбеђивања неопходних података. У литератури се обично разликују бруто и нето средства за репродукцију:

- **Бруто средства** - за репродукцију у основи чини збир: акумулација (део нето добити који остаје у предузећу), трошкова амортизације и дугорочних резервисања, и износ наплаћене главнице дугорочних пласмана.
- **Нето средства** - за репродукцију добију се ако се бруто средства умање за износ отплаћених дугорочних зајмова и евентуално откупљених сопствених акција.

Овако дефинисана нето средства за репродукцију представљају нето новчани прилив из пословања (**Cash Flow**). Као што је већ истакнуто, нето средства за репродукцију слободна су за улагање у основна средства и сталне залихе уз услов да постоји дугорочна финансијска равнотежа.

Средства за репродукцију (посебно у нето износу) није могуће прецизно квантификовати само на основу билансних података. Прво, не може се тачно утврдити који део нето добитка ће остати у предузећу као акумулација за увећање сопственог капитала, јер органи управљања одлуку о томе доносе након предаје биланса. Друго, из биланса се не види тачан наплаћене главнице дугорочних финансијских пласмана, односно отплаћене главнице дугорочних обавеза. Због ових ограничења, као и због једноставности рачунања, ми смо средства за репродукцију рачунали као збир само добити/губитка и трошкова амортизације и резервисања (**на писменом урадити исто**). У овом случају је износ бруто и нето средстава за репродукцију исти (**таб. 7**).

Приликом оцене репродукционе способности, треба имати у виду да један део амортизације има карактер допунске акумулације који се може користити за трајна улагања исто као и редовна акумулација. Ипак, висина и расположивост овог вида акумулације зависи од доста фактора односно услова (да су вредновање основних средстава и обрачун амортизације реално постављени, да нема пропуштене амортизације у условима инфлације, да се замена основних средстава врши сукцесивно и равномерно итд.) (**о овоме је било речи у лекцији 07**).

Табела 7. Анализа репродукционе способности

(у 000 РСД)

Рачун и, групе	П О З И Ц И Ј А	АОП	"ПАНОНИЈА"		"СРЕМ"	
			2018	2019	2018	2019

	1. Нето добитак (губитак)	1064 /65	277.705	135.520	130.699	-77.286
54	2. Трошкови амортизације и резервисања	1027/ 28	124.188	130.498	112.006	171.227
	3. Бруто средства за репродукцију (1 до 4)		401.893	266.018	242.705	93.941
	4. Просечна укупна средства*		5.233.573	4.875.259	4.174.973	3.792.204
	5. Стопа средстава за репродукцију [(5 / 9) x 100]		7,68	5,46	5,81	2,48
	Дугорочна финансијска равнотежа		1,050	1,135	1,001	0,994
	Стопа отписаности опреме		57,5%	59,9%	58,3%	61,1%

* Утврђују се као проста аритметичка средина укупне имовине (тј. укупне активе) две узастопне године. За 2019. годину: $(4.937.333 + 4.813.184) / 2 = 4.875.259$ динара.

Код оцене репродукционе способности превасходно треба водити рачуна о могућности обнављања **дотрајале опреме**, јер она доспева за замену много брже него грађевински објекти, док биолошка средства имају свој природни циклус обнављања. Из биланса није могуће утврдити проценат отписаности опреме, а поготову не тачну вредност опреме која следеће године треба заменити. У *Статистичком анексу* постоје само збирни подаци о проценту отписаности за укупне „*Некретнине, постројења и опрему*“, али не појединачан податак само за опрему. Интерни аналитичари наравно располажу свим неопходним подацима.

У имениоцу формуле за израчунавање репродукционе способности налази се вредност свих основних средстава, а то значи и пољопривредног **земљишта** које се не амортизује, тј. де доприноси укупном збиру расположивих средстава за репродукцију. Истовремено, земљиште не губи вредност и не мора се замењивати. С обзиром да земљиште, по правилу, представља значајан сегменту имовине пољопривредних предузећа, то значи да битно умањује стопе репродукционе способности у пољопривреди. У нашем примеру, пољопривредно земљиште чини 14,9% укупне имовине (активе) предузећа „**Панонија**“, што снижава стопу репродукционе способности за око 1%. Заједно са грађевинским објектима земљиште чини 29,7% укупне активе, док опрема вреди тек 543.403 хиљ. дина, или 11,45 укупне активе. Ово указује да приликом оцене не треба гледати само добијену стопу репродукционе способности, већ и друге факторе од којих то зависи.

Предузеће „**Панонија**“ је остварило **релативно скромне** стопе бруто средстава за репродукцију у обе посматране године, уз тенденцију смањења (**5,46%** ; односно 7,68%). За одговор на питање: „*да ли ово предузеће способно да самостално финансира репродукцију?*“, неопходно је размотрити и друге релевантне факторе, односно услове. Дугорочна финансијска равнотежа је врло повољна (тј. значајно померена ка дугорочним изворима финансирања, предузеће има 398.139 хиљ. дин вишка дугорочних извора), што је јако важно, јер расположива средства за репродукцију (266.018 дин) не мора трошити на успостављање равнотеже. Остаје да видимо да ли предузеће може заменити дотрајала основна средства, пре свега опрему.

Оно што забрињава јесте релативно висока стопа отписаности опреме у обе године (59,9%; односно 57,5%), али је битнији податак колико је тачно опреме стигло за замену следеће године. У билансима тај податак не постоји, али претпоставимо да се замена врши углавном континуирано, сваке године око 10% вредности опреме. За те намене је у следећој години

потребно: вредност опреме $543.403 : 0,599 = 907.184$ хиљ. дин - је набавна вредност нове опреме; 10% од ове вредности је 90.718 дин што представља износ коју треба уложити у замену дотрајале опреме. Преосталих 175.300 хиљ. дин средстава за репродукцију ($266.018 - 90.718 = 175.300$) може искористити за замену других основних средстава. У конкретном случају, то је више него довољно да се замени око 20% основног стада и вишегодишњих засада (потребно око 25.000 хиљ. дин) и око 10% грађевинских објеката (потребно око 142.000 хиљ. дин, ако је просечна отписаност 50%). Након свега предузећу ће преостати још око 8.300 хиљ. дин за евентуалну отплату главнице дугорочних обавеза које евентуално стижу следеће године.

Претходни обрачун важи уз претпоставку да „Панонија“ у следећој години има неутралан нето новчани ток (Cash Flow) по основу наплате главнице дугорочних финансијских пласмана наспрам отплате главнице доспелих дугорочних обавеза. Ови подаци не постоје у билансу (па смо претпоставили неутралан утицај), али их интерни аналитичари свакако узети у обзир, јер могу бити врло важни за коначну оцену репродукционе способности. Судећи према билансим подацима за претходну годину, који показују да има 1.322 хиљ. дин. дугорочних пласмана, према 623.893 хиљ. дин дугорочних кредита, реално је очекивати негативан однос (новчани ток). Може се реално претпоставити да то неће угрозити репродукциону способност предузећа, јер поред наведене резерве од 8.300 хиљ. дин, извесно је да и код грађевинских објеката постоји значајна резерва, јер је мало вероватно да ће предузеће следеће године мењати 10% вредности објеката.

На основу претходних аналитичких разматрања, може се рећи да је предузеће „Панонија“ ипак **способно** да самостално финансира сопствену репродукцију. Цео претходни обрачун се заснива на приближним односно процењеним вредностима, са намером да се покаже методологија анализе, док само интерни аналитичари у предузећу имају тачне податке и могу извести прецизне обрачуне, односно дати поуздану оцену репродукционе способности.

Предузеће „Срем“ има врло ниску стопу бруто средстава за репродукцију у текућој години 2,48% , што уз поремећеност финансијске равнотеже (која није велика, али постоји) и високу стопу отписаности опреме (61,1%) указује на потенцијалне проблеме овог предузећа. Наиме, недостајући дугорочни извори финансирања нису велики (13.807 хиљада динара) и може се очекивати да ће предузеће успети да успостави финансијску равнотежу, али тешко да ће успети да замени дотрајалу опрему и друга основна средства.

Нето средства за репродукцију могу да буду и **негативна**, што се јавља у случају када је губитак већи од амортизације и осталих прилива средстава за репродукцију. То је јасан показатељ да предузеће сигурно није способно да из сопствених средстава финансира ни просту репродукцију.

* * *

Извршена анализа показује **различит квалитет** појединих показатеља финансијског положаја посматраног предузећа „Панонија“. Оцене се крећу у распону од **прихватљив/задовољавајући до добар**. Нема индикатора који су „лоши“, али ни оних који су „јако добри“. Финансијска равнотежа, као један од кључних фактора финансијског положаја је добра, док се за остале може рећи да су на прихватљивом нивоу. Генерално, финансијског положаја овог предузећа може се оценити као **прихватљив**.

Конкурентско предузеће „Срем“ има знатно веће проблеме са финансијским положајем (висока стопа задужености, ниска стопа репродукционе способности). При том, угрожена

репродукциона способност (као најважнији индикатор, јер обједињује већину других показатеља) представља најслабију тачку. Због тога се финансијски положај конкуренције генерално може оценити **умерено лошим**, са приметном тенденцијом побољшања.

Претходном анализом дата је дијагноза стања и кретања најважнијих параметара финансијског положаја, и изведена сумарна оцена финансијског положаја у целини. Тиме посао аналитичара не завршава, следећи корак је да се размотре **решења и дају алтернативни предлози за побољшање финансијског положаја** (о томе више на *мастер/докторским студијама*).