

UDK 005.334:[336.71+658.153

PRETHODNO SAOPŠTENJE

DOI: 10.7251/FIN1603007M

Đoko Malešević*

Održivost i konkurentnost likvidnosti novčanog toka

Sustainability and competitiveness of liquidity of the cash flow

Rezime

Motiv i cilj ove rasprave je da se skrene pažnja na značaj analize održivosti i konkurentnosti likvidnosti novčanog toka. Malo je studija o analizi novčanog toka, za razliku od analize profitabilnosti odnosno rentabilnosti, iako se slobodan novčani tok klasifikuje glavnom determinantom finansijske fleksibilnosti i pravcem razvoja kompanije. Veza između novčanog toka i održivosti je jaka i, stoga, jak stalan novčani tok je bitna strategijska snaga u pozicioniranju kompanije na tržištu.

Za celishodnu analizu izloženi su određeni koncepti likvidnosti i novčanog toka. Shodno njihovom određenju i razumevanju prikazani su instrumenti i metode (metode i alati) za racionalnu analizu likvidnosti i novčanog toka. Pri tome se ima u vidu da analiza likvidnosti i novčanog toka, u smislu održivosti, ne može, sama po sebi, biti dovoljna za potpuno razumevanje konkurentske pozicije kompanije. Međutim, značajno može tome doprineti i podići značaj i ulogu opšte poslovne analize na viši nivo.

Ključne reči: održivost, konkurentnost, likvidnost, novčani tok, analiza.

Abstract

The motive and the purpose of this discussion is to draw attention to the importance of analysis of sustainability and competitiveness of liquidity of cash flow. There are only few studies on the analysis of cash flow, opposed to the analysis of the profitability, although free cash flow is classified as the main determinant of financial flexibility and direction of company's development. The relationship between cash flow and sustainability is strong and therefore, a strong steady cash flow is an important force in the strategic positioning of the company on the market.

For meaningful analysis certain concepts of liquidity and cash flow are considered. According to their definition and understanding instruments and methods (methods and tools) are shown in order to obtain rational analysis of liquidity and cash flow. At the same time, one must bear in mind that the analysis of liquidity and cash flow, in terms of sustainability cannot per se, be sufficient to fully understand the competitive position of the company. But it can significantly contribute to raise the importance and the role of the general business analysis to a higher level.

Keywords: sustainability, competitiveness, liquidity, cash flow analysis.

UVOD U RASPRAVU

Opstanak, rast i razvoj preduzeća, pa i domicilne ekonomije uopšte, u tržišnoj ekonomiji turbulentnih promena i izrazito zaoštrene konkurencije – poseban je izazov menadžerskog upravljanja u ekonomijama tranzicije. U suštini tog izazova, pored ostalog, stoji profitabilnost i upravljanje njenim tokovima poslovnih aktivnosti, i likvidnost novčanih tokova kao mera održivosti finansijskih tokova i determinanta fleksibilnosti promena.

Sledstveno tome, profitabilnost poslovanja odnosno rentabilnost ulaganja kapitala se uzima za paradigmu i racionalnu efektivnu meru performansi rasta i razvoja preduzeća.

Naspram toga, novčani tok se definiše kao “krvni sistem” poslovanja preduzeća, a likvidnost kao “mera pulsa tog krvotoka”.

U čemu se iskazuje suštinska razlika?

To je moguće razumeti ako se uključi kriterijum održivosti tekućeg i projektovanog stanja profitabilnosti i likvidnosti i tome doda sposobnost odbrane od konkurentskog napada.

Nesporno je da je profit racionalna mera uspešnosti i mogućeg rasta i razvoja preduzeća. Međutim, uzimajući profit za racionalnu meru performansi, nije u potpunosti pouzdana u proceni održivosti, jer sam koncept obračuna ne daje potpunu izvesnost kad će obračunati profit – dobit biti raspoloživ u novčanom iznosu.

* Redovni profesor Ekonomskog fakulteta u Subotici, Univerziteta u Novom Sadu, u penziji, e-mail: erikamalesevic@yahoo.com

Naspram toga, preferira se likvidnost kao mera odnosno performansa održivosti finansijskih tokova, a novčani tok kao osnovna mera održivosti i odrednica operativne fleksibilnosti – mogućnosti da se pronađu nove inicijative i da se firma odbrani od konkurentskih napada (Fleisher, S. G.; Bensoussan, E. B., 2009).

Teorijsko-metodološko i praktično uporište koje se preferira u analizi rentabilnosti odnosno profitabilnosti, te likvidnosti novčanog toka, poduprto je saznanjem da se:

- tržište učinaka – roba i usluga, konačni verifikator prihvatljivosti/neprihvatljivosti od strane kupaca i ostvarivanja/neostvarivanja profita – što konačno efektira uspešnost/neuspešnost poslovanja preduzeća i njegovu konkurentsku poziciju;
- poslovno partnerstvo na tržištu novca i kapitala prihvata se ili odbacuje na održivosti likvidnosti i fleksibilnosti novčanog toka.

Otuda u razvijenim zemljama sa dugom tradicijom razvoja tržišne ekonomije dominiraju, bolje reći, imaju centralno mesto: a) analiza tokova profitabilnosti i dodate vrednosti, b) analize likvidnosti i novčanog toka u odnosu na veliki broj studija o analizi profita. To je razumljivo, finansijski izveštaj o novčanom toku je poslednji koji je u ranim 90-im priključen setu obaveznih javnih finansijskih izveštaja. Iniciran je velikom finansijskom recesijom koja je izazvala bankrot velikog broja korporacija. Ovaj finansijski izveštaj je bio odgovor na uzroke propadanja ovih kompanija, iako su po kreativnom računovodstvu sačinjenim finansijskim izveštajima bile uspešne i vredne. Odgovor je u tome što je finansijski izveštaj o novčanom toku baziran na vremenskom razgraničenju priliva i odliva novca – umesto obračunske osnove, i podeli na: a) novčane tokove operativne aktivnosti, b) novčane tokove investicione aktivnosti, i c) novčane tokove finansijske aktivnosti. Utemeljeno na postulatu uklapanja priliva i odliva gotovine: sve što dospeva za naplatu može i treba da se naplati, a sve što je dospelo za naplatu može i treba da se plati. Ako bi to bez prekida funkcionisalo, ne bi bilo problema u tokovima finansiranja. Ako pak nastupe prekidi ili nestanak novčanih resursa, tada menadžment gubi samostalnost odlučivanja, investitorima preči rizik gubitka investicija, firma klizi u bankrot. O njenoj sudbini odlučuju poverioci. Finansijski izveštaj o novčanim tokovima i njegova analiza su odgovor na manipulativne mogućnosti servisiranja pogrešnih – naduvanih informacija o uspešnosti, održivosti i konkurentskoj fleksibilnosti preduzeća.

1. ANALIZA LIKVIDNOSTI KAO PERFORMANSE OPSTANKA ILI NESTANKA KOMPANIJE

1.1. Shvatanje i značaj likvidnosti

Ako je tržište učinaka verifikator prosperiteta ili kraha proizvodne odnosno poslovne orijentacije preduzeća, onda je *likvidnost probni kamen finansijskog poslovnog partnerstva* na osnovu koga jača poslovno poverenje ili se ono napušta. Dakle, u fokusu likvidnosti je *operativno pulsiranje internih i eksternih finansijskih odnosa*. Drugim rečima, u pitanju je najvidljiviji sloj složenih finansijskih odnosa koji su rezultat dinamike i međuzavisnosti promena kratkoročne i dugoročne finansijske ravnoteže u odvijanju poslovnih aktivnosti preduzeća.

Splet finansijskih odnosa u preduzeću je složen i njihovo ispitivanje u finansijskoj analizi nije jednostavno, pogotovo ako se finansijska analiza odvija „bez kompasa” odnosno bez unapred usmerene orijentacije. Tu se, po prirodi stvari, postavlja pitanje koji je to splet

finansijskih odnosa koji permanentno pulsira i izkazuje finansijsko i finansijsko-operativno zdravlje kompanije?

Već u samom definisanju predmeta (ili sadržaja) finansijske analize razgraničenja od predmeta (ili sadržaja) finansijske politike, apostrofirana je *likvidnost kao konačni svodni efekat finansijskih odnosa preduzeća*. Reč je o permanentnoj sposobnosti preduzeća da svoje ukupne finansijske napore orijentiše i vodi tako da su krunisani sposobnošću kompanije da iz priliva novčanih sredstava (kratkoročno unovčivih ekvivalenata i naplate kratkoročnih potraživanja) redovno izmiruje dospele kratkoročne obaveze. Koliko je značajan ovaj aspekt analize finansija kompanije potvrđuje činjenica da duži prekidi ili pak nemogućnost nesmetanog odvijanja ovih finansijskih odnosa *dovode preduzeća u poziciju stečaja*.

Zašto je to tako?

Jednostavno rečeno: tržište roba i usluga je kriterijum i selektor njihove prihvatljivosti ili neprihvatljivosti od kupaca. Od toga zavisi opstanak ili nestanak preduzeća na tržištu. Sa finansijskog stanovišta:

likvidnost/nelikvidnost je kriterijum za prihvatljivost ili neprihvatljivost preduzeća u poslovnom partnerstvu poverilaca, na tržištu novca i kapitala.

Razlog je jasan: na relaciji finansijskih odnosa, naplata potraživanja – isplata dospelih obaveza kristališe se i jača poverenje u finansijsku sposobnost preduzeća odnosno nepoverenje u finansijsku sigurnost i izmirenje obaveza, što kompaniju briše iz spiska poslovnih partnera. To je, između ostalog, i zbog toga što se na toj relaciji finansijskih odnosa prepliću i kao u žiži fokusiraju interni i eksterni finansijski odnosi kompanije. Iz ovog ne treba zaključiti da je likvidnost dovoljna za ispitivanje i ocene finansija preduzeća. Ona se ispoljava *kao konačni – vidljivi dnevni puls finansija* – njihov tekući konačni rezultat, determinisan uslovima:

- da je raspoloživa likvidnosna imovina dovoljna za permanentno izmirivanje kratkoročnih obaveza;
 - obrtna (likvidna) imovina: novčani ekvivalenti, kratkoročna potraživanja i obrtna imovina u zalihama, da se konvertuju u novčani oblik, o roku i visini dospeća za plaćanje kratkoročnih obaveza;
 - krakoročnih izvora finansiranja odnosno krakoročnih obaveza u smislu roka dospeća za naplatu.

Iz datog poimanja i elemenata koji determinišu likvidnost, finansijska analiza se koristi određenim instrumentarijumom i metodološkim postupcima koji čine okvir “sistema analize likvidnosti”. Data metodologija se fokusira na:

1. kvantitativni aspekt odnosa veličina koje determinišu pokazatelje likvidnosti, vrednujući validnost datih koeficijenata u odnosu na prihvaćene standarde (veličine – koeficijente);
2. kvalitativni aspekt ispitivanja i ocene likvidnosti konvertovanja likvidne imovine u novčani oblik i dospećem kratkoročnih obaveza – te njihovog usklađivanja. To se čini korišćenjem novčanog toka odnosno *gotovinskog ciklusa i njegovih pokazatelja*.

Tek racionalnim povezivanjem i primenom ovog “sistema analize” može se računati na relevantnu (jezgrovitu) produkciju korisnih informacija za odlučivanje o likvidnosti.

1.2. Instrumenti i tok analize likvidnosti

A. Racio analiza likvidnosti i rangiranje likvidne imovine. Shvatanje i pojmovno definisanje likvidnosti kompanije iskazuje se opštim pokazateljem ili odnosom: *likvidna imovina prema kratkoročne obaveze*.

Dati analitičko-matematički pokazatelj odnosno merilo izražava definisani opšti pojam likvidnosti. Za analizu likvidnosti jeste dati odnos polazište u smislu definisanog pojma likvidnosti. Njegova temeljnija analiza podrazumeva dekomponovanje datog odnosa – pokazatelja na više izvedenih pokazatelja likvidnosti koji će omogućiti temeljniju i validnu analizu likvidnosti. Naime, reč je o opšteprihvaćenom pokazatelju likvidnosti definisanim opštim odnosom tekuća imovina prema tekućim dugovima. Ovaj pokazatelj se označava i kao pokazatelj konkurentnosti. Za kreditore je posebno važan. Razlog je što je izvesna verovatnoća da će se tekuća sredstva smanjiti jer nije uvek moguće naplatiti sve prispele račune za naplatu ili zbog gubitaka na materijalnim sredstvima. Naspram toga ostaće dugovanja ista. Uz to, treba imati u vidu da se obrtna imovina – zalihe povećava proširenjem i rastom poslovanja. Iz tog razloga kreditori i poverioci traže da je likvidna – tekuća imovina veća dva puta od dugova – kratkoročnih obaveza, što im uliva poverenje da će dužnik moći o roku da servisira i vrati dugove. Tako je i prihvaćen standard za opštu – tekuću likvidnost 2: 1. Dokazana primenljivost ovog pokazatelja likvidnosti nametnula je analitičarima diferenciranje na određena merila pokazatelje koji korespondiraju u kontekstu da:

Prilaz i izbor diferenciranih nivoa analize likvidnosti i njihovih pokazatelja apriori zahteva:

- a) diferenciranje likvidne imovine po stepenu njene unovčivosti, i
- b) diferenciranje kratkoročnih izvora (obaveza) po roku dospeća plaćanja.

Likvidnu imovinu sačinjavaju:

- gotovina u blagajni i na depozitnim računima po viđenju i oročnim depozitima do godinu dana, u domicilnoj novčanoj jedinici;
- valute – inostrana novčana sredstva;
- hartije od vrednosti unovčive do godinu dana;
- kratkoročna (promptna) potraživanja sa rokom naplate do godinu dana;
- zalihe;
- aktivna vremenska razgraničenja i povraćaj poreza na dodatu vrednost.

Kratkoročni izvori finansiranja ili, bolje rečeno, kratkoročne obaveze koje dospevaju za naplatu do godine dana su:

- obaveze prema dobavljačima,
- obaveze prema državi – porezi i drugo,
- obaveze prema radnicima, plate – zarade,
- obaveze po dospelim otplatama kratkoročnih dugova – kredita,
- pasivna vremenska razgraničenja i plaćanje poreza na dodatu vrednost.

gotovina + novčani kratkoročni ekvivalenti + kratkoročna potraživanja

kratkoročne obaveze

Ubrzana likvidnost postoji ako je dati pokazatelj jednak 1, odnosno ako je iznad 1. Naime, kompanija pri ovim odnosima date likvidne imovine i kratkoročnih obaveza ima *optimalnu likvidnost*, ako je raspoloživa likvidna imovina jednaka kratkoročnim obavezama dospelim za plaćanje, a iznad 1 samo za neophodnu likvidnu rezervu novčanih sredstava. U protivnom, znatno iznad 1 preduzeće ima likvidnost, ali reč je o *preteranoj likvidnosti*; zapravo, ovakva

Stepeni gradiranja likvidne imovine su određeni brzinom (sposobnošću) njihovog konvertovanja u novčani oblik. Ta gradiranja su:

- prvi stepen likvidne imovine čine: novčana sredstva (gotovina plus valute), i hartije od vrednosti odmah unovčive;
- drugi stepen likvidne imovine kumulativno izražen čine: novčana sredstva, hartije od vrednosti, plus kratkoročna potraživanja (bez sumnjivih i spornih);
- treći stepen likvidne imovine čine kumulativno sva obrtna sredstva (bez sumnjivih i spornih) ili: novčana sredstva plus hartije od vrednosti plus kratkoročna potraživanja plus zalihe (kurentne).

Kratkoročni izvori finansiranja ili kratkoročne obaveze dospele za plaćanje se primeravaju odgovarajućim oblicima raspoložive likvidne imovine kojom se te obaveze mogu izmiriti, po obimu i roku dospeća.

Data podela, odnosno gradiranje likvidne imovine je prihvaćeno u teoriji i praksi analize likvidnosti. Međutim, gradiranje likvidne imovine se čini i na više nivoa njene unovčivosti (četiri ili pet), što zavisi od samih analitičara i svrhe likvidnosti.

Za razumevanje brzine ili sposobnosti pojedinih oblika likvidne imovine da se konvertuju u novčani oblik ovo je dovoljno. Međutim, za izbor i građenje pokazatelja likvidnosti, njihovo razumevanje i tumačenje mora se imati u vidu jasan odnos zaliha prema dospelim kratkoročnim obavezama. Nije sporno da su zalihe obrtna – likvidna imovina i da se njome mogu plaćati kratkoročne obaveze u iznosu u kome su se zalihe konvertovale u novčani oblik u momentu dospeća plaćanja kratkoročnih obaveza. Zbog toga se trajne zalihe ne finansiraju iz kratkoročnih izvora, već iz dugoročnih izvora i kapitala. Stoga, opšti pokazatelj likvidnosti nije u kratkoročnoj finansijskoj ravnoteži, jer je kratkoročno vezana sredstva (obrotna imovina umanjena za zalihe) na relaciji roka dospeća kratkoročnih izvora finansiranja, odnosno kratkoročne finansijske ravnoteže, dok zalihe (ako su optimalne) vezuju kapital i dugoročne dugove iz kojih se finansiraju na dugi rok i sastavni su deo operativne imovine (fiksne zalihe) koja je na relaciji dugoročne finansijske ravnoteže, koja je uslov održanja kratkoročne finansijske ravnoteže – likvidnosti.

Merenje i ispitivanje stepena likvidnosti se iskazuje i analizira pomoću primarnih pokazatelja:

1. *efektivne (ubrzane) likvidnosti i*
2. *perspektivne (potencijalne), odnosno opšte (tekuće) likvidnosti.*

Pokazatelji efektivne (ubrzane) likvidnosti se temelje na ispitivanju srazmere odnosa na relaciji: kratkoročno raspoloživa likvidna imovina – dospele kratkoročne obaveze. Dati odnos srazmere je utemeljen na pravilu „acid test”, odnosno 1:1, što odgovara poimanju kratkoročne finansijske ravnoteže. Iz likvidne imovine se isključuju zalihe, pa se po tome ovaj odnos iskazivanja likvidnosti naziva i „redukovana likvidnost“. Taj odnos se u razvijenom obliku izražava:

likvidnost imobilije izdvojena novčana sredstva koja ne cirkulišu, što je u suprotnosti sa principom rentabilnosti. Norma za koeficijent efektivne (ubrzane) likvidnosti ili *test likvidnosti* kreće se od 1:1 do 0,7:1 srazmere likvidne imovine i kratkoročnih dospelih obaveza.

Ako je koeficijent datog pokazatelja manji od 1, onda imamo situaciju *nelikvidnosti* koja može biti:

a) trenutna i

b) trajna.

Trenutna likvidnost podrazumeva mogućnost dužnika da izmiri svoje dospele obaveze u kraćem vremenskom roku – prihvatljivom za poverioca.

Trajna nelikvidnost je prisutna kada dužnik nije u mogućnosti na vreme da pribavi potrebnu likvidnu imovinu (sredstva) kojom bi izmirio svoje dospele obaveze. U tom slučaju se, po pravilu, pokreće stečajni postupak dužnika (odnosno kompanije).

gotovina + trenutne unovčive hartije od vrednosti

dospele kratkoročne obaveze

U principu se smatra da je standardno pravilo da se vrednost ovog pokazatelja kreće do visine 0,5 koeficijenta trenutne likvidnosti. To znači da se 50% pokrivenosti kratkoročnih obaveza, dospelih za plaćanje, izmiruje gotovinom i novčanim ekvivalentima, a 50% iz naplate potraživanja. Ni ovo pravilo trenutne likvidnosti nije bez rezerve, ako se imaju u vidu uvođenja kreditnih linija i „stand by“ aranžmana kao zamene za novčanu ravnotežu u likvidnosti.

Pokazatelj optimalne likvidnosti. Nije dovoljno imati saznanje o likvidnosti ili nelikvidnosti iskazanoj pokazateljima ubrzane likvidnosti, niti je pak dovoljno upotpuniti to saznanje o likvidnosti pokazateljem trenutne likvidnosti.

Kratkoročna raspoloživa likvidna imovina u pokazatelju efektivne likvidnosti ima svoje karakteristike i specifičnosti perioda unovčenja. Tako se gotovina u blagajni i na depozitnim računima po

Pokazatelj trenutne likvidnosti. Gotovina i novčani ekvivalenti odmah unovčivi imaju sami po sebi visok stepen likvidnosti. Njihovo učešće u kratkoročno raspoloživoj likvidnoj imovini pruža višu i bržu likvidnost. Ne može se očekivati da će kompanije težiti raspolaganju kratkoročnom likvidnom imovinom u gotovini i novčanim ekvivalentima (odmah unovčivim) da izmiruje potpuno dospele kratkoročne obaveze; čak i ako se ima u vidu savremena tehnologija plaćanja, gde je sve manje prisutan gotov novac. Otuda će pokazatelj trenutne likvidnosti biti po pravilu manji od jedan:

viđenju uvećava za iznos oročenih depozita koji će biti oslobođeni vezanosti, u periodu merenja i iskazivanja efektivne likvidnosti. Hartije od vrednosti su po svom dospeću unovčivosti – unovčive odmah i u periodu za koji se utvrđuje i stepen ubrzane likvidnosti. Potraživanja od kupca i druga potraživanja, sa rokom naplate u periodu utvrđivanja i ispitivanja efektivne likvidnosti, računaju se sa izvešnošću naplate (unovčenja potraživanja).

Praksa, međutim, neretko pokazuje prisutnost izvesnog rizika unovčenja hartija od vrednosti o roku i u nominalnom iznosu na koji glase. Isto tako je još izraženiji rizik naplate od kupaca o roku i u visini iznosa potraživanja. Prisutnost tih rizika izvesno umanjuje kratkoročnu likvidnu imovinu i u budućem periodu, za koji se predviđa ubrzana likvidnost, čini je neizvesnom. Stoga se koristi dodatno uključivanje još i korektivnog pokazatelja optimalne likvidnosti:

100

*100 - procenat rizika unovčenja hartija od vrednosti i
naplate kratkoročnih potraživanja*

Pokazatelj optimalne likvidnosti je korektivna mera, odnosno standard za pokazatelj efektivne likvidnosti. Zapravo, koeficijent optimalne likvidnosti pokazuje koliki bi morao biti koeficijent ubrzane likvidnosti proračunat za određeni budući (predviđeni) vremenski period. Proračun ili kvantifikovanje ovog pokazatelja je sledeće:

Prvo, izračunava se pokazatelj (koeficijent) ubrzane likvidnosti projektovan na određeni period.

Drugo, procenjuje se moguće nastupanje rizika unovčenja određenih hartija od vrednosti i određenih unovčavanja (naplate) potraživanja izraženo u procentima.

Treće, za te procentualne vrednosti umanjuju se hartije od vrednosti i kratkoročna potraživanja.

Četvrto, dobijene umanjene apsolutne vrednosti definisane likvidne imovine uvećavaju se sa raspoloživom gotovinom i depozitima na računima, čime se dobija raspoloživa kratkoročna likvidna imovina za plaćanje dospelih kratkoročnih obaveza u predviđenom periodu.

Ako je koeficijent optimalne likvidnosti iznad ili na nivou koeficijenta ubrzane likvidnosti – predviđena likvidnost je izvesno ostvarljiva. Ako je pak koeficijent optimalne likvidnosti ispod koeficijenta predviđene ubrzane likvidnosti – tada je likvidnost pod rizikom neostvarenja.

Analiza likvidnosti se u ovom delu proširuje dopunjujući primarne pokazatelje ubrzane i tekuće likvidnosti – dodatnim pokazateljima:

– obrta kupaca, odnosno perioda naplate kratkoročnih potraživanja;

- obrta dobavljača, odnosno perioda plaćanja kratkoročnih obaveza;
- strukture i visine zaliha;
- obrta pojedinih pozicija zaliha odnosno vremena vezivanja – konvertovanja u novčani oblik.

Data analiza likvidnosti se kompletira sa još dva pokazatelja:

- (1) odnos duga prema neto vrednosti i
- (2) odnos materijalnih sredstava prema prodaji.

Prvi pokazatelj se meri odnosom ukupnog duga prema deoničarskom kapitalu ili vlasništvu. Sa stanovišta novčanog toka, ovim pokazateljem se pokazuje koliko su novca uložili u preduzeće vlasnici u odnosu na uloženi novac od strane kreditora. Banke preferiraju da to ne prelazi 50% vrednosti vlasništva za održavanje likvidnosti.

Drugi pokazatelj se meri odnosom poslovni prihodi prema poslovnim sredstvima. Reč je o merilu koeficijenta obrta imovine ili brzine pretvaranja poslovnih sredstava u novčani oblik.

Materijalna – poslovna sredstva su po pravilu velike investicije za preduzeće. Prisutan je rizik gubljenja vrednosti, naročito kod fiksne imovine. Visoka vrednost ovih sredstava zahteva visoku amortizaciju tokom prenošenja vrednosti; zatim tokom poslovne aktivnosti se zahteva gotovina za plaćanje troškova rukovanja, održavanja, smeštaja i osiguranja. Ako se tome doda brzo zastarevanje i pad cena, eventualne prodaje su elementi ugrožavanja mogućnosti održavanja likvidnosti.

Osnovna sredstva povećavaju kapacitet produkcije učinaka, ali to zahteva i povećanje obrtnih sredstava, kao i troškova njihovog skladištenja i održavanja.

Smisao povezanosti korišćenja u analizi likvidnosti datih pokazatelja zasniva se na uzročno-posledičnom odnosu.

Ovaj aspekt racio analize likvidnosti se označava kao statički, ali i polazni, jer pruža jasan uvid u postojanje/nepostojanje likvidnosti u analitičkom periodu i momentu izbalansiranih i izračunatih odnosa likvidne imovine i kratkoročnih obaveza.

Ilustracije radi, na bazi podataka iz bilansa stanja preduzeća „X“ izračunati su sledeći koeficijenti primarnih pokazatelja likvidnosti:

- Ubrzana likvidnost $1,07 > 1$
- Trenutna likvidnost $0,42 < 0,5 < 1$
- Optimalna likvidnost $100/100 - 17,34 = 1,21 - 1,07 = 0,14$
- Ukupni rizici 17,34%
- Rizik unovčenja kratkoročnih novčanih ekvivalenata (hartija od vrednosti) 10%
- Rizik naplate potraživanja od kupaca 20%
- Tekuća likvidnost $1,84 > 1,5 < 2$, sa uključenjem AVR i PVR u pokazatelj $1,88 > 1,5 < 2$.

Preduzeće, prema ovim koeficijentima, ima ubranu likvidnost ($1,07 > 1$), ostvaruje čak i novčanu rezervu od 7 n. j. na 100 n. j. ($107 - 100 = 7$). Međutim, ako je procena objektivno izvesna da je rizik unovčenja kratkoročnih hartija od vrednosti 10%, a naplata kratkoročnih hartija od vrednosti 10%, a naplata potraživanja od kupaca 20%, onda je izvesno smanjenje ubrane likvidnosti sa 1,07 na 0,93 ($1,07 - 0,14 = 0,93$). To znači da će nedostajati 7 n. j. na 100 n. j. likvidnih sredstava ($100 - 93 = 7$) za izmirenje dospelih kratkoročnih obaveza ($93/100$).

Trenutna likvidnost $0,42 < 0,5 < 1$ pokazuje da preduzeće ne raspolaže dovoljnom gotovinom i trenutno unovčivim hartijama od vrednosti da izmiruje dospelu kratkoročnu obavezu. Nedostaje 58 n. j. na 100 n. j. dospelih kratkoročnih obaveza ($100 - 42 = 58$). Otuda je održanje likvidnosti usmereno na naplatu potraživanja i smanjenje rizika.

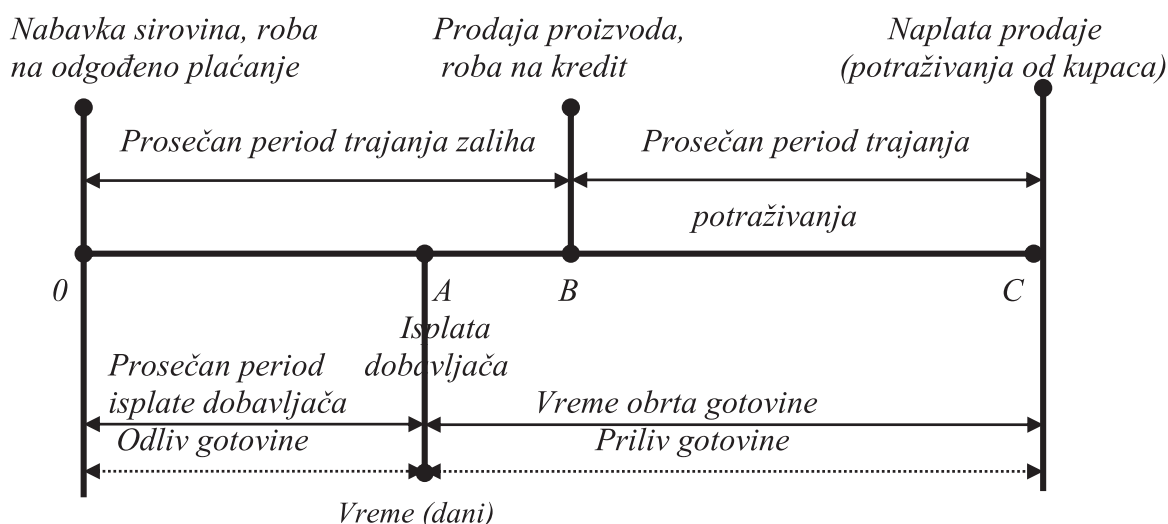
Tekuća likvidnost $1,84$ ili $1,88 < 2 < 1,5$ ukazuje na nedostatak obrtne imovine i, posebno, potrebu za ispitivanjem mogućnosti većeg obrta (konvertovanja) zaliha, jer rizici prete klizanju ubrane likvidnosti u nelikvidnost.

B. Dinamička analiza likvidnosti novčanog toka. Informacije o tokovima gotovine sadrže podatke iz bilansa novčanih tokova (cash flow) o prilivima i odlivima gotovine, ukazujući na uticaj poslovnih, investicionih i finansijskih odluka na finansijsku poziciju preduzeća.

Na osnovu informacija o tokovima gotovine, posebna pažnja se usmerava na:

- 1) sposobnost generisanja gotovine i
- 2) slobodan gotovinski tok (free cash flow), tj. gotovinu koja se ne koristi.

Slobodan neto gotovinski tok ili neto gotovinski tok iz redovnog poslovanja umanjeno za dividende i iznose za kupovinu nefinansijske imovine, a uvećano za prodaju nefinansijske imovine. Novčani tok (cash flow) je: neto vrednost iz poslovanja, odnosno dobitak posle oporezivanja (neto dobit), uvećano za amortizaciju, korigovano za promenu dugoročnih rezervisanja i drugih nenovčanih obračunskih elemenata, te umanjeno za neto nova investiciona ulaganja i korigovano za dispozicije kapitala, koji slobodnom pozitivnom novčanom toku daje značaj finansijske fleksibilnosti. Razlog tome je sledeći: iznos gotovinskih tokova, koji nastaju iz operativnih aktivnosti, ključni je indikator obima do koga su operacije preduzeća proizvele dovoljno gotovinskih tokova da se isplate zajmovi, održi operativna stabilnost preduzeća, isplate dividende i učine nova ulaganja, bez pribegavanja smanjenim izvorima finansiranja. Za dinamičku analizu likvidnosti značajan je gotovinski ciklus koji prikazujemo slikom 1.



Slika 1. Model vremenske dimenzije kružnog toka gotovine – gotovinski ciklus

Pokazatelji (indikatori) za analizu gotovinskog ciklusa:

1. *Prosečna dužina trajanja gotovinskog ciklusa = prosečan period trajanja zaliha + prosečan period trajanja potraživanja od kupaca – prosečan period isplate dobavljača*
2. *Koeficijent obrta gotovine = 360 dana / prosečna dužina trajanja gotovinskog ciklusa (dana)*
3. *Prosečni saldo gotovine = ukupni godišnji izdaci gotovine / koeficijent obrta gotovine*

4. *Oportunitetni troškovi držanja gotovine = prosečni saldo gotovine x oportunitetni troškovi ili moguća stopa ukamaćenja gotovine.*

Radi ilustracije i uputa u ovaj segment analize likvidnosti, pretpostavimo sledeći hipotetički primer neke trgovinske kompanije koja ima sledeću situaciju u gotovinskom ciklusu:

- a) iznos kupovine od dobavljača je u vrednosti od 100.000 n. j. dnevno;
- b) isplata dobavljača je u roku od 20 dana;

- c) prosečna vrednost robe prodane kupcima iznosi 150.000 n. j. dnevno;
- d) kupci plaćaju robu u proseku za 40 dana;
- e) prosečno trajanje zaliha je 30 dana.

Utvrđiti i analizirati:

1. Koliko traje ciklus gotovine?
2. Koliko je prosečni iznos ulaganja u tekuća (operativna – obrtna) sredstva?

Ad 1)

Prosečna dužina trajanja gotovinskog ciklusa = $30+40-20=50$ dana, što je period u kojem preduzeće finansira operativnu imovinu (obrotna sredstva) da bi održalo poslovnu aktivnost na istom nivou.

Ad 2)

Za održavanje datog gotovinskog ciklusa preduzeća je potrebno prosečno 5.000.000 n. j. ($100.000 \text{ n. j.} \times 50$). Sedamdesetog dana se izjednačavaju odlivi i prilivi, jer sukcesivna kupovina od 100.000 n. j. traje 70 dana ($30+40$), a otplata počinje dvadesetog dana i traje do završetka gotovinskog ciklusa.

Sa kolikim prosečnim saldovom gotovine preduzeće može da izvrši plaćanja u iznosu od 5.000.000 n. j. godišnje? Analizom se došlo do sledećih podataka:

- a) koeficijent obrta zaliha je 8;
- b) koeficijent obrta kupaca je 10;
- c) koeficijent obrta dobavljača je 9;
- d) oportunitetni troškovi držanja gotovine su u visini kamate 10% na godišnjem nivou.

Proračun na bazi datih podataka:

- 1) prosečna starost zaliha = $360/8 = 45$ dana;
- 2) prosečna starost potraživanja od kupaca = $360/10 = 36$ dana;
- 3) prosečna starost dobavljača = $360/9 = 40$ dana;
- 4) prosečna dužina gotovinskog ciklusa = $45+36-40 = 41$ dan;
- 5) koeficijent obrta gotovine = $360/41 = 8,78$;
- 6) prosečni saldo držanja gotovine = $5.000.000/8,78 = 569.476$ n. j.;
- 7) oportunitetni troškovi držanja gotovine = $(569.476 \times 10)/100 = 56.948$ n. j.

Preduzeće će u toku godine moći da izvrši plaćanja u godišnjem iznosu od 5.000.000 n. j., sa prosečnim saldovom gotovine od 569.476 n. j., koeficijentom obrta gotovine od 8,78 godišnje i ciklusom gotovine u trajanju od 41 dan. Oportunitetni troškovi držanja salda gotovine u datoj visini iznosa kamate su 56.948 n. j. pri stopi ukamaćivanja od 10% na godišnjem nivou.

Konačno, može se zaključiti da u celini prezentovana analiza likvidnosti pruža informativnu osnovu o održivosti likvidnosti.

Dakle, sasvim je jasan zahtev za kontrolu i održanje likvidnosti. Poremećaj bilo kojeg od izračunatih parametara direktno utiče na poremećaj gotovinskog ciklusa i održanje likvidnosti. A to je u dinamici poslovne aktivnosti kompanije prisutno i nužno zahteva permanentnu analizu novčanog toka.

2. ANALIZA NOVČANOG TOKA

2.1. Novčani tok – geneza shvatanja i iskazivanje

U poslovnom naporu da se održi rast i razvoj poslovanja preduzeća, profit se označava kao racionalna mera performansi, a novčani tok se upoređuje sa „krvnim sistemom“ poslovanja. Pokazalo se da preduzeće ostvaruje profit, ali ne raspolaže dovoljnim novčanim resursima i zbog toga nelikvidnost klizi u bankrot, i obrnuto, preduzeće ostvaruje gubitak, ali još uvek raspolaže novčanim resursima i likvidno je.

To se loše odražava na opšte iskazivanje održivosti. Naspram toga, novčani tok se kvalifikuje i ističe kao „osnovna mera održivosti i odrednica operativne fleksibilnosti – mogućnosti da se pronađu nove investicije i da se firma odbrani od konkurentnog napada“ (C. G. Fleisher; B. E. Bensoussan, 2009, str. 433).

Najčešća definicija koja se uzima za određenje novčanog toka jeste zarada pre oporezivanja i zarada pre odbitka kamata, poreza, amortizacije i otpisa. Studija o analizi konkurentnosti gde je dato mesto i analizi konkurentnosti novčanog toka, koju su uradili i objavili predhodno navedeni autori, ukazuje na genezu shvatanja i razlika u pojmovnom određenju novčanog toka, na koju ukazujemo nastavku.

Inicijativu za istraživanje je podstaklo usvajanje posebnog izveštaja, „Novčanog toka“, koji se dodao završnom računu u ranim 90-im. Suština je u naglašavanju razlike između profitnog i novčanog toka, za razliku od obračunskog koncepta dobitka (profita) u bilansu uspeha. Bilans ostvarenih prihoda i nastalih troškova se sačinjava po konceptu vremenskih razgraničenja da bi se omogućio jasan uporedivi pregled ostvarenih prihoda i nastalih rashoda i identifikovao ostvareni novčani tok.

Jedino pravilo koje se strogo poštuje u ovom finansijskom izveštaju je da se svaki put kada kompanija nešto plati dešava novčani odliv, a kada nešto naplati dešava se novčani priliv. Dosledno primeni ovog pravila, isključuje se mogućnost manipulacije prikazivanja boljeg stanja poslovanja nego što jeste i prikrivanje pretnji od skorog bankrotstva. Dosledno tome, izveštaj o novčanom toku je podeljen tako da pruža odvojeno informacije o novčanim tokovima iz operativnih, finansijskih i investicionih aktivnosti.

Rani pokušaji analize novčanog toka bili su bazirani na izveštajima obračunskog računovodstva. Suština analize održivosti, pored profita, temeljena je na pokazatelju tekuće likvidnosti, tj. na usklađenosti tekućih sredstava i tekućih obaveza. Još 1919. godine Aleksandar Val (Alexandar Wall) je potvrdio da je tekući racio nestalan i da nije najbolji parametar za predviđanje održivosti odnosno propasti preduzeća. On je ukazao na druge faktore koji uzrokuju promene u poslovnoj aktivnosti preduzeća pre nego što se ta mogućnost uoči i predvidi bankrot.

Vinaker (Winaker) i Šmit (Smith) ističu da se analiza novčanog toka ne može napraviti izolovano za jedno preduzeće bez njenog dovođenja u neposredno poslovno okruženje sektora kojem ona pripada, koji se mora odrediti i razumeti.

Godine 1966. Vilijam Bever (William Beaver) fokusirao se na analizu novčanog toka na osnovu jedinstvenog okvira koji je vezan za knjigovodstvene pokazatelje.

Investitori kao Vareren Bufe (Warren Buffet) preferiraju novčanog toka objašnjavaju na sledeći način: „Dugoročno naglašavanje knjigovodstvenih izveštaja u odnosu na ekonomsku supstancu donosi veoma male rezultate u obe oblasti.“ „Preference naših akvizicija idu u cilju poslovanja koje stvara gotov novac odnosno dobit, a ne one koje ga troše... kako god bili aktivni brojevi koji pokazuju

zaradu, ostajemo nepoverljivi prema poslovima koji ne mogu da iskažu poslovanje odnosno dobit u gotovini.”

Godine 2001. McKinsey and Co. objavili su procenu kompanija koje prikazuju preko interneta (tzv. dot-kom kompanije), a koja je usledila kao rezultat kolapsa procenjenih kompanija, koje zapravo ništa ne vrede.

U tom kontekstu, investicione banke koriste metodu analize diskontovanog novčanog toka, jer su usmerene da utvrde da li će dužnik izvesno moći da zaradi dovoljno slobodnih novčanih sredstava kako bi mogao redovno da servisira dug.

2.2. Operativno i strategijsko objašnjenje i implikacije novčanog toka

Analiza novčanog toka je orijentisana na:

- (1) operativnu – tekuću analizu novčanog toka, ili istorijsku analizu odnosno analizu ex-post i
- (2) strategijsku analizu novčanog toka ili buduću – ex-ante analizu.

Polazna premisa u celini analize novčanih tokova jeste identifikacija slabosti i ograničenja odnosno mogućih snaga i prednosti koje su osnova procene održivosti i konkurentne pozicije preduzeća. Naravno, samo analizom likvidnosti i novčanog toka ne može se spoznati i odrediti u potpunosti održivost i konkurentnost preduzeća. Međutim, ovom analizom se doprinosi validnost opšte poslovne analize.

Tekuća – operativna – istorijska analiza novčanog toka je primarno orijentisana ka čitanju izveštaja o novčanim tokovima: operativnim, investicionim i finansijskim, identifikujući prilive i odlive novčanih resursa.

Svrha je da se ima u vidu kompletna alokacija izvora i korišćenja novčanih fondova. Utvrđivanjem neto novčanog toka na osnovu razlike krajnjeg i početnog stanja gotovine pri čemu se izdvaja dugoročna i kratkoročna analiza izvora i korišćenja-upotrebe novčanog fonda sadržanog u “rezervoaru” kroz koji fluktuiraju novčani tokovi.

Strategijska – buduća – *ex-ante* analiza novčanog toka se fokusira na buduću – projektovano održavanje i postojanje – konkurentnost preduzeća. Reč je o analizi i projektovanju modela novčanog toka na relaciji okruženje – preduzeće, u kome preduzeće preferira ostvarivanje viškova ili manjkova novčanih resursa u budućim godinama poslovne aktivnosti. Viškovi ostvarivanja novčanih sredstava su strategijski novčani tok koji menadžmentu daje mogućnost ulaska u nove investicije, povrat akcionarima ili smanjivanje troškova.

Analiza novčanog toka nije samo povezana sa održivošću poslovanja i postojanja preduzeća, već ima i šire implikacije:

Prvo, slobodan novčani tok je glavna determinanta fleksibilnosti, omogućuje preduzeću ulazak u nove investicije ili da preuzima nove strateške pravce razvoja preduzeća.

Drugo, slobodan novčani tok je glavna strateška snaga – poluga za podsticanje i prenos strategija i na druge delove istog preduzeća.

Treće, novčani tok, njegova stabilnost i održanje naglašava stilove i ciljeve menadžmenta.

Po mišljenju Varda (Ward), sposobnost zadržavanja stabilnosti novčanog toka postiže se finansijsko zdravlje i stabilnost.

Foster i Vard (Foster and Ward) tvrde da ispitivanje interakcija između operativnog, investicionog i finansijskog novčanog toka ukazuje na nivo finansijskog stresa u kojem se nalazi preduzeće i obezbeđuje informacije za korekciju.

Održiva stopa rasta i njena projekcija je finija varijanta analize novčanog toka.

Ovaj koncept analize je definisao i uveo u praksu analize Robert Higin (Robert Higgins) 1977. godine. Suština je u utvrđivanju odnosno projektovanju mere koliko preduzeće može da poveća svoju prodaju – prihod, a da ne povećava, odnosno da ne probije prihvatljivu i održivu meru koeficijenta zaduženosti. Ovu stopu rasta određuju:

- (a) potreban nivo sredstava za podršku prodaji,
- (b) prodajna marža – profit,
- (c) koliko je profita izašlo iz preduzeća u formi dividendi i
- (d) nivo zaposlenosti.

Za projektovanje novčanog toka u budućem dužem periodu koriste se analiza osetljivosti i analiza scenarija radi izbora opcija – alternativnih rešenja.

Polazna osnova je temeljna ex-ante analiza novčanog toka i šire – opšta analiza preduzeća – okruženje. Primena ovih metoda analize temelji se na pretpostavkama analize osetljivosti – “šta ako”, a više “šta ako” daje metod analize scenarija. Veština i znanje analitičara i pouzdanost polaznih pretpostavki daju validnost konačno projektovanom višegodišnjem toku gotovine.

Računovodstvo i finansijski izveštaji jesu nezaobilazni polazni izvor podataka i informacija. Međutim, opreznost računovođe – analitičara poverenje u finansijske izveštaje ne isključuje opreznost prema mogućim manipulacijama u okviru kreativnog računovodstva, na koje analiza novčanog toka ne ukazuje.

Konačno, za poslovnu analizu uopšte, pa i analizu održivosti i konkurentnosti poslovanja i novčanog toka preduzeća, nisu dovoljni samo izveštaji. Kompleksnija analiza zahteva poznavanje drugih alata za celishodnu i validnu analizu svakog segmenta i u celini poslovanja preduzeća. Neke od povezanih alata i tehnika analize novčanog toka čine: (a) analiza konkurenata, (b) kost-benefit analiza, (c) finansijska analiza, (d) istorijska analiza tendova, (e) analiza sektora, (f) predviđanje tržišta, (g) održiva stopa rasta.

3. ISTORIJSKA I BUDUĆA ANALIZA NOVČANOG TOKA

Za istorijsku (*ex-post*) i za buduću (*ex-ante*) analizu novčanog toka ključna je održivost; to jest da li novčani tok može održati plaćanje obaveza i/ili rast kapitala. Stoga se za validnost ovih analiza preporučuju sledeći saveti (C. S. Plezsher; B. E. Bensussan, str. 441–442).

A. Preporuke za istorijsku analizu gotovinskog toka

1. Da li su brojevi racionalni? Ako se veruje da su brojevi manipulirani, nema smisla raditi analizu. Dovoljan je letimičan pogled da se vidi da li postoje takve cifre koje mnogo odstupaju, ili koje ukazuju na moguće netačno iskazivanje.

2. Koji je glavni izvor toka gotovine i koliko je bio stabilan proteklih nekoliko godina? Za start-up (start-up) poslovanja se očekuje da imaju gubitak u ranim godinama u poslovanju, tako da je jedini izvor novčanog toka ubrizgivanje kapitala. Međutim, kada je poslovanje stalo na svoje noge, očekuje se da glavni izvor novčanog toka bude iz operativnog poslovanja.

3. Postoji zabrinutost u vezi sa korišćenjem rizičnih izvora finansiranja.

4. Takođe, postoji zabrinutost ako se strategija proširenja bazira na zaduženju. Mora postojati bilans između dugovanja i kapitala, kako

bi se održala stopa zaduženosti. Zaduživanje je opasnije ukoliko postoje velike dividende, tako da se preveliki iznos sredstava odliva putem isplate zarade akcionarima.

B. Preporuke za buduću analizu novčanog toka

1. Opet je ključna reč održivost. Da li je novčani tok došao iz stalnih i tekućih operacija ili potiče iz nastalih povremenih poslova?
2. Ako se buduća analiza novčanog toka prikaže kao predviđanje, opet se mora testirati da li je to predviđanje korektno izračunato, pre nego što se krene u detaljniju analizu. Pregledati da li postoje veliki brojevi koji su neobično veliki ili menjaju trend u posmatranom periodu.
3. Da li su svi elementi uključeni u predviđanje? Opšta greška je da se izostave efekti rasta na potrebe obrtnog kapitala.
4. Sledeće, da li su pretpostavke u vezi sa predviđanjem budućeg gotovinskog toka racionalne? Projekcije uvek dobro izgledaju na papiru, ali koliko će kompanija prikazati da predviđa pad poslovanja ili negativni gotovinski tok? Međutim, da li su pretpostavke povezane sa tekućim pokazateljima i šta se može očekivati u budućem poslovanju?

Da bi se procenila racionalnost pretpostavki, analitičar mora da razume industriju odnosno sektor, konkurenciju i samo poslovanje. Predviđanja budućeg novčanog toka ne treba napamet dati i raditi, već na osnovu potrebne analize svih važnih pokazatelja.

5. Najzad, prava snaga predviđanja tokova gotovine je njena osetljivost i scenario analiza.

3.1. Temeljni elementi u procesu korišćenja tehnika analize

Analiza novčanog toka, kako je već konstatovano, radi se retko i netemeljno. Razlog tome je što analiza novčanog toka zahteva od računovođa jasan pristup i problemsku orijentisanost analize sa jasnim metodološkim određenjem toka analize. Kako je ova analiza kompleksna i teška, bez postojanja opšteprihvatljivog –

standardizovanog modela analize, na koji su računovođe naviknuti da im se ponudi, uz rizik pojave brojnih grešaka, može se razumeti zapostavljenost, ako ne i izbegavanje ovog vida analize. Naspram toga, studije analize novčanog toka koje nudi naučna literatura i najbolja praksa analize novčanog toka u razvijenim tržišnim privredama, upućuju na objektivnu nužnost ove analize i nude određene koncepte polaznih elemenata koje treba poznavati i razumeti.

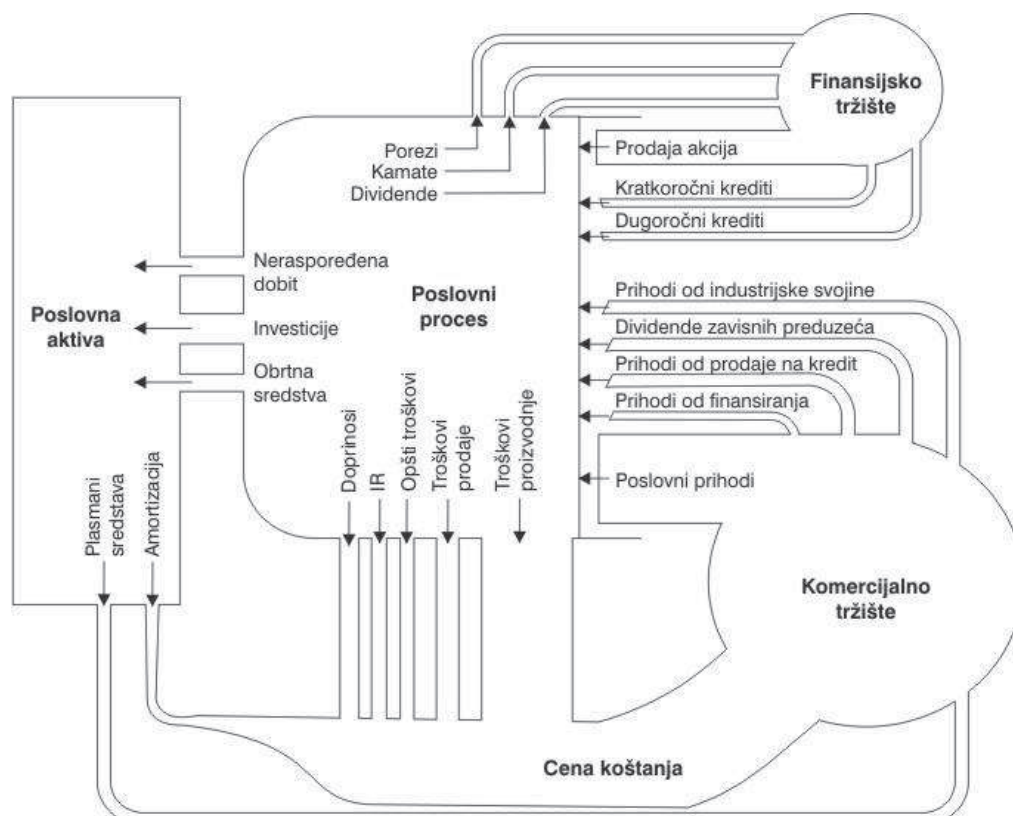
Za analizu novčanog toka od strane računovođa – analitičara neophodno je znanje i veština primene sledećih temeljnih elemenata i orijentacije ove analize:

1. jasna predstava novčanog toka kao “krvotoka preduzeća” kojim se prenosi vrednost unutar procesa preduzeća i transakcije na tržištu;
2. upodobljavanju novčanog toka sa ključnim komponentama operativnih i neoperativnih tokova gotova gotovine;
3. oslonac i korišćenje prilagođenog finansijskog izveštaja, standardizovanog za analizu novčanih tokova;
4. koncipirani bilans novčanih tokova i identifikacija izvora i korišćenje izvora novčanog toka.

Reč je o elementima neophodnim za analizu novčanog toka, ali i alatima analize koji ohrabruju računovođe – analitičare na preduzimljivu aktivnost u ovom domenu analize.

Novčani tok: “krvotok preduzeća”. U fokusu je složenije iskazivanje priliva i odliva novčanih tokova. Pored identifikacije novčanih tokova unutar procesa samog preduzeća, njime se prezentuje uvid i u novčane tokove na relaciji preduzeće–tržište.

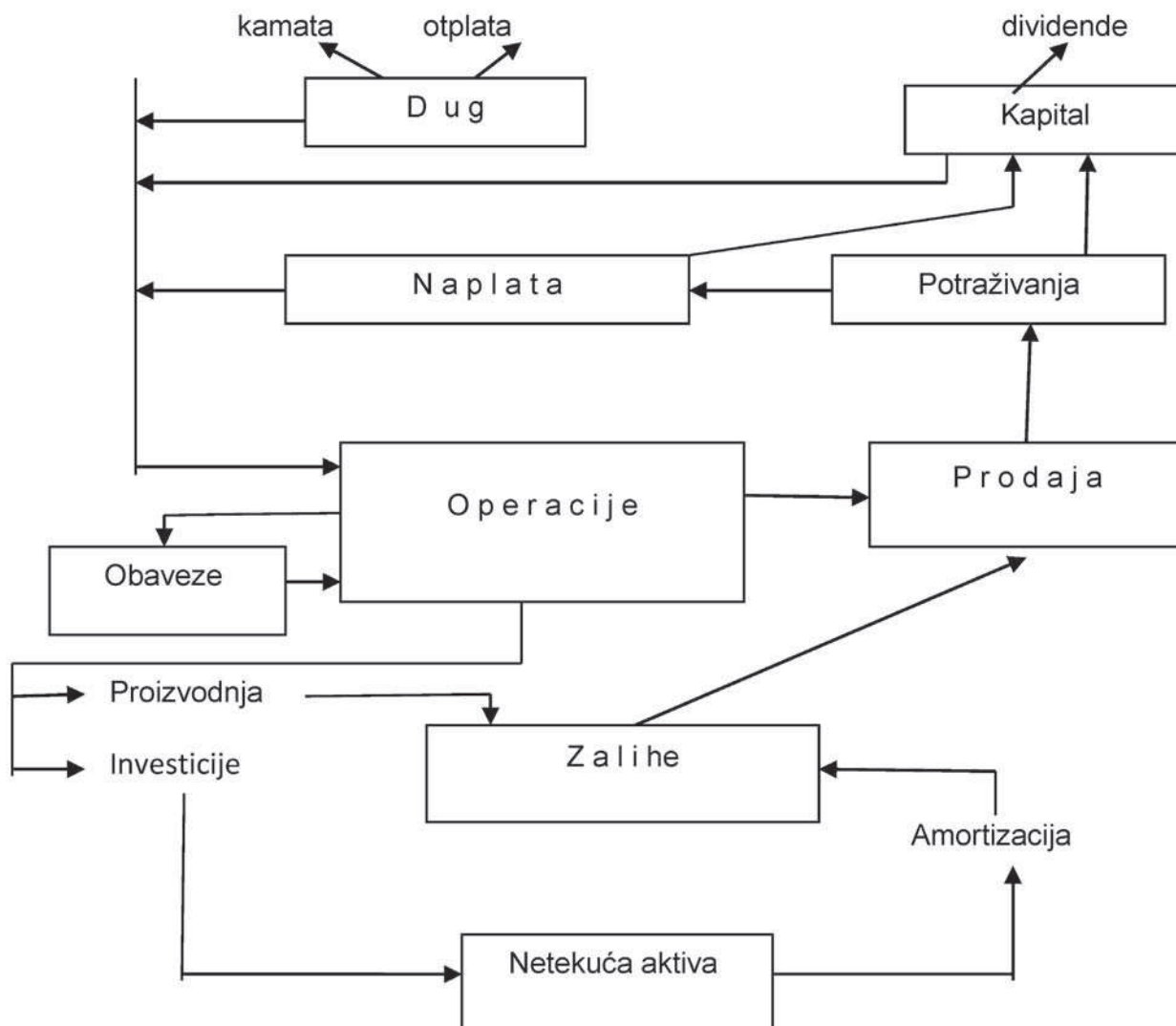
Naravno, u pitanju je komercijalno tržište sa kojim preduzeće ima transakcije novčanih tokova iz operativne aktivnosti po osnovu prodaje roba i usluga. Potom, sa finansijskim tržištem sa kojim preduzeće ima transakcije neoperativnih aktivnosti. To dovoljno ilustruje slika 2.



Slika 2. Novčani tok kao “krvotok” preduzeća

Prethodno prezentovanje novčanog toka nije dovoljno za razumevanje novčanog toka za analizu. U tu svrhu je ponuđen novčani tok koji "operacije" koje ga određuju predstavlja u finansijskim

izveštajima kao prihode – odnosno finansijske performanse. Slika 3. ilustruje komponente novčanog toka.



Slika 3. Novčani tok za praktičnu analizu – identifikacija komponenata

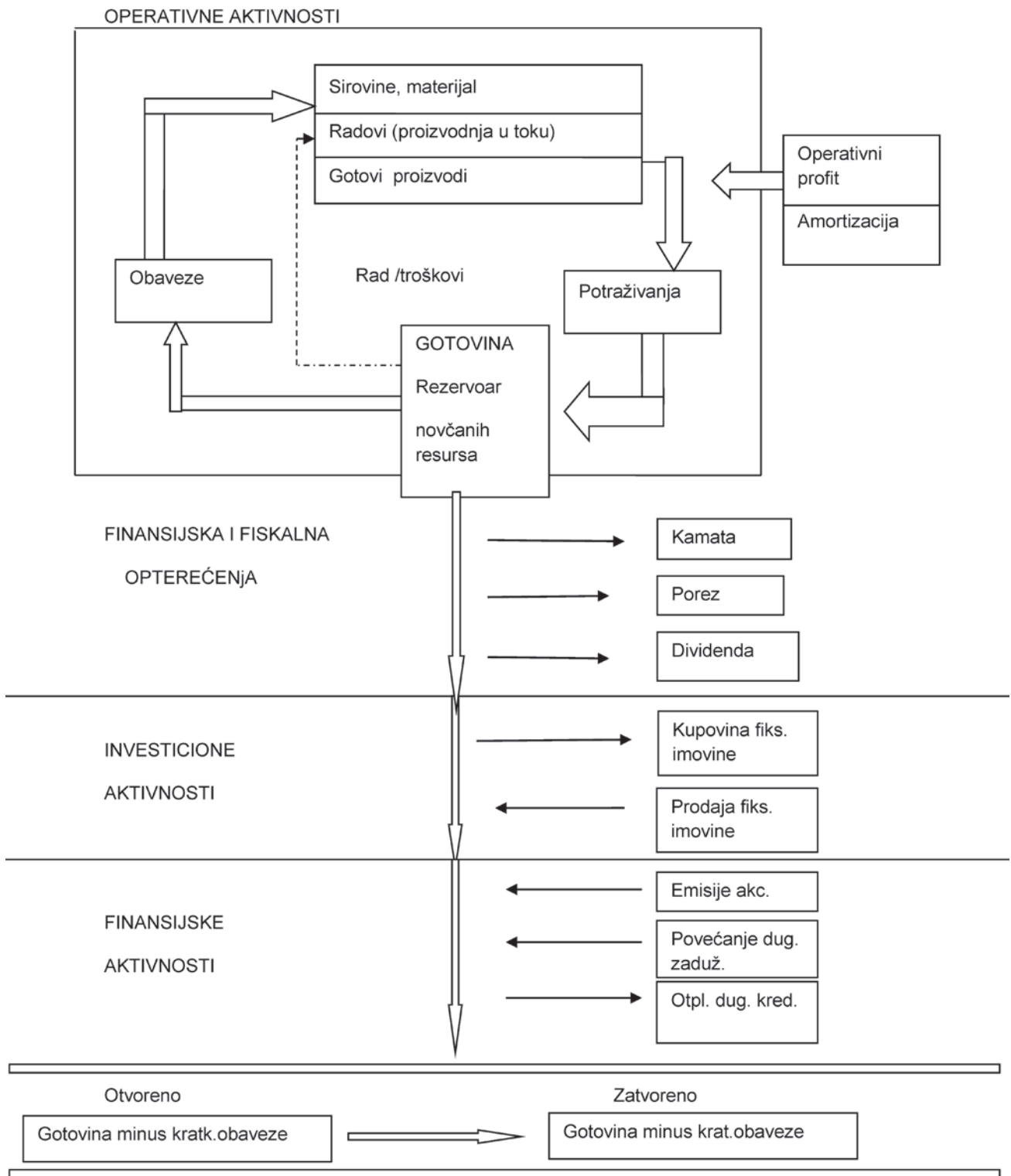
Elementi prezentovanog novčanog toka iskazuju finansijsku poziciju preduzeća.

Za potrebe analize novčanog toka, koja produkuje dovoljnu informativnu podršku investitorima i bankarima, Bord finansijskih i računovodstvenih standarda (FASB) iz nekoliko razvijenih zemalja preporučio je standardizovani finansijski izveštaj. Standardom se reguliše identifikovanje posebnih komponenti novčanog toka i nji-

hovah ekvivalenata: (1) operativne aktivnosti, (2) finansijske i porezi, (3) investicione aktivnosti, (4) finansijske aktivnosti.

Glavne tokove izveštaja novčanog toka prezentuje slika 4. (Key management ratios, str. 151):

Slika 4. prikazuje glavne tokove izveštaja novčanog toka u preduzeću.



Slika 4. Glavni tokovi izveštaja novčanog toka

Prihvatanje i razumevanje prezentovanog standardizovanog izveštaja za analizu novčanih tokova zahteva izvesna detaljnija objašnjenja. Očigledno da je u osnovi izveštaj o novčanim tokovima koncipiran sa jasnom podelom na:

- novčane tokove gotovine iz operativnih aktivnosti kao ključni zaokruženi novčani tok – koga upotpunjavaju i efektuiraju operativni profit – neto dobit i amortizacija;
- novčani tokovi finansijskih i fiskalnih opterećenja koji u celini umanjuju značajan profita – dobiti;
- iz investicionih aktivnosti koje dugoročno umanjuju i uvećavaju profit – dobit, finansijskih aktivnosti koje čine finansijske tokove

po osnovu dugoročnih priliva i odliva – po osnovu povećavanja dugoročne zaduženosti; i

- konačno, rezultira razlikom početnog i krajnjeg tekućeg novčanog toka, kojim e preduzeće raspolaže ili mu nedostaje.

Sušтина je u usmeravanju analičara ne samo da razume date pozicije novčanog toka nego i da locira gde su uzroci dobrog i lošeg korišćenja izvora novčanog toka.

Usmerenost datog izveštaja za analizu novčanog toka je u planiranju iskazivanja tokova profita – dobiti i njegovog iskazivanja u konceptu bilansiranja novčanih tokova.

Shvatanje novčanog toka iz poslovnih aktivnosti se može razumeti prenošenjem vrednosti, počev od obaveza kojim se obezbeđuju materijali i sirovine kako bi one prešle u proces stvaranja gotovih učinaka – proizvoda i usluga roba. U tom procesu gotovina se menja u formi plaćanja dobavljačima, rada i utroška. Gotovi učinci su sledeća arterija valorizacije vrednosti na tržištu prihvatljive od kupaca – izražene u vidu potraživanja. Naplatom potraživanja se vrednost novčanog toka prenosi u novčani gotovinski “rezervoar” novčanih resursa. Time se zatvara novčani tok iz poslovnih aktivnosti.

Uključivanje profita (dobiti) u operativni novčani tok je razumljivo, jer on rezultira, u suštini, iz tog novčanog toka, samo je razlika u njegovom iskazivanju, odnosno obračunu na osnovu tokova prihoda i rashoda.

Priključivanje amortizacije operativnom novčanom toku proističe iz njegovog definisanja: operativni novčani tok = operativni profit (dobit) + amortizacija.

Amortizacija se u obračunskoj osnovi tretira kao trošak za koji se umanjuje profit – dobit preko rashoda u iskazivanju prihoda, a li ne uzrokuje odliv gotovine. Čini je, zapravo, odloženim plaćanjem do momenta likvidacije fiksne imovine i nabavke nove za zamenu. Amortizacija u obračunu dobitka smanjuje dobit, ali i isključuje odliv gotovine po osnovu poreza na dobit, što povećava održanje gotovine i likvidnost.

Zbog činjenice da je fiksna oprema – imovina sve savršenija i visoke vrednosti, ali brzog zastarevanja zbog tehničkog progresa, mnoge firme imaju visoku amortizaciju, držeći se gesla da, dok je god amortizacija veća od gubitka, novčani tok je pozitivan. Naravno, to je moguće ako država svojim propisima zaštite fiskalnog finansiranja to omogućava.

U analizi neoperativnih aktivnosti, prioritet je na finansijskim i fiskalnim opterećenjima – kamate, porezi i dividende, jer ona, prema istraživanjima, čine 75% umanjenja dobiti.

Istovremeno, upućuju na uzroke zaduživanja, poresku politiku države i politiku plaćanja ili zadržavanja dividendi, što umanjuje ili omogućuje rast i razvoj poslovne aktivnosti preduzeća.

Segment finansijskih aktivnosti upućuje na odliv gotovine kupovinom fiksne imovine. Analitičar treba da ima na umu da amortizacija i gotovina stečeni prodajom likvidirane fiksne imovine nisu dovoljni za kupovinu nove, koja je skuplja i savremenija, pa zahteva dodatno dugoročno zaduživanje i odliv gotovine. Naspram toga, prodaja fiksne imovine je najčešće iz nužde.

Novčani tok finansijskih aktivnosti produkuje povećanje gotovine dugoročno: (a) emisijom akcija, pogotovo kad uspešno kotiraju na berzi novca i kapitala, i (b) po osnovu dugoročnog zaduživanja. Naravno, odlivi se efektiraju u otplati duga. Pri ovom segmentu ne treba zaboraviti i kratoročna zaduživanja koja su smeštena u segment finansijskih i fiskalnih opterećenja.

Praksa i nastojanje banaka jeste da preferiraju kratkoročne pozajmice nad dugoročnim. Razlog je smanjenje rizika povrata duga i sklonosti dužnika da posezanjem za kratkoročnim pozajmicama rešava probleme tekuće likvidnosti. Računovođa ne sme smetnuti sa uma ocenu odnosa prema sklonosti bankara „kada su vremena loša i tržište ne funkcioniše dobro, bankari moraju biti obazrivi, konzervativni i strogi.

Njihov posao se često upoređuje sa čovekom koji je spreman da pozajmi kišobrane kada je lepo vreme, pa ih traži nazad kada počne da pada kiša” (Ser Geoffrey Crowther).

Smisao poznavanja datih elemenata u okviru prezentovanog bilansa novčanih tokova prilagođenog za analizu je orijentacija i sposobnost analitičara da uoči i utvrdi uklapanja i neuklapanja priliva i odliva gotovine, nego otkrije uzroke i predloži mogućnost njihovog održanja na duži rok. Pri tome, analitičar se pridržava temeljnih pravila:

1. Ako se sva potraživanja prispela za naplatu naplate, a sve obaveze prispele za plaćanje plate – poremećaja u novčanom toku nema.
2. Svi odlivi novčanog toka mogu da budu i prilivi novčanog toka. Tako povećavanje troškova povećava odlive gotovine, a smanjenje troškova povećanje priliva gotovine. Ili, zaduženje povećava gotovinu ali otplate kamata i glavnice duga smanjuje gotovinu. Odlaganje poreza povećava gotovinu, prispeće za naplatu smanjuje porez na rate.

Analiza novčanog toka primenom bilansnog metoda je ispitivanje i ocena alokacije izvora i upotrebe odnosno korišćenja novčanih fondova (Key management ratios, str. 136–148). Svrha je da se ključnom menadžmentu racio analizom daju filtrirane informacije o važnijim izvorima i upotrebi novčanih fondova u tekućem i predhodnom bilansnom periodu. Na osnovu te analize menadžeri će donositi odluke o racionalnom upravljanju dugoročnim i kratkoročnim tokovima gotovine i održanju njene stabilnosti.

3.2. Studija slučaja – važniji segmenti analize novčanog toka

Analiza novčanog toka nije sama sebi cilj, već je dobro oruđe da se kombinuje sa nekoliko drugih analitičkih tehnika i da bude kontrolna baza za druge tehnike, kako bi rezultirala relevantnim i pouzdanim informacijama korisnim za upravljanje održivošću i konkurentnošću novčanog toka. Za potpuni uvid izlaže se kompletna studija slučaja. Implementaciju datog modela analize novčanog toka i shvatanja da finansijski izveštaj o novčanom toku nije samo statistički podatak u setu finansijskih izveštaja, već dragoceni izvor podataka i informacija za analizu likvidnosti i novčanog toka, ključne poluge za ostvarivanje konačnog cilja preduzeća.

To se ilustruje visokoindikativnim segmentima analize.

Analiza izvora i korišćenja fondova novčanog toka – metod bilansa

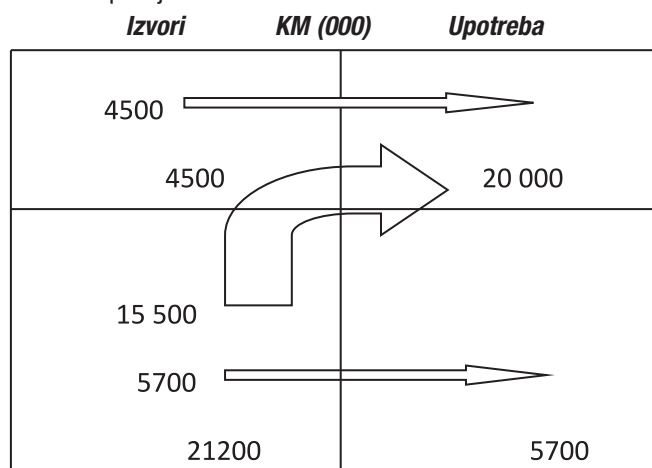
Za analizu novčanog toka je polazni bilans novčanih tokova gde su prikazani izvori i upotreba novčanih fondova.

Bilans stanja (KM 000)	Period		Izvori	Upotreba
	prethodni	tekući		
Sredstva				
Osnovna (fiksna sredstva)	45000	6500		20000
Obrtna sredstva	25000	28700		3700
• Zalihe				
• Potraživanja (kratkor.)	30000	32000		2000
• Novčana sredstva (gotovina)	3500	0	3500	
Ukupna sredstva	103500	125700		
Obaveze				
• Akcijski kapital	36000	3600	2500	
• Rezerve	19000	21500	2000	
• Dugoročni zajmovi	16000	18000		
Tekuće obaveze				
• Kratkoročne obaveze	27500	34000	6500	
• Bankarski krediti (kratkoročni)	0	10200	10200	
• Porezi	5000	6000	1000	
Ukupno obaveza	103500	125700	25700	23700
Bilans novčanog poravnanja				
A Početna novčana pozicija				3500
Odlivi novca				
Osnovna fiksna sredstva	(20000)			
Zalihe	(37000)			
Potraživanja	(2000)			
B Ukupni odlivi nov. sred.	(25700)			
Prilivi novčanih sredstava				
Rezerve	2500			
Dugoročni zajmovi	2000			
Kratkoročne obaveze	6500			
Porezi	1000			
C Ukupni odlivi nov. sred.	12000			
D Neto novčani tok (V-B)				(13700)
Zaključna novčana pozicija (A-G)				(10200)

Preduzeće je ostvarilo negativan novčani tok u visini 10.200.000 KM. Glavni izdatak gotovine je dugoročna upotreba (korišćenje) zbog kupovine osnovnih sredstava u vrednosti od 20.000.000 KM. Tu dugoročnu kupovinu fiksne imovine pratio je iznos od 5.000.000 KM dugoročno primljene gotovine preko rezervi i dugoročnih pozajmica, i znatno je ispod izdatka za kupovinu date fiksne imovine.

Poremećaj u dugoročnoj finansijskoj ravnoteži povlači za sobom poremećaj u kratkoročnoj ravnoteži, jer se deficit u odnosu izvora i upotrebe gotovine u domenu dugoročne ravnoteže izravna preko kratkoročnih izvora, što ugražava likvidnost preduzeća. Najveći deo gotovine se priliva iz potraživanja i bankarskih kredita koji se moraju otplatiti u roku od 12 meseci. Preduzeće je koristilo kratkoročne

obaveze da bi finansiralo dugoročna sredstva. Ovaj vid finansiranja uz evidentno povećanje tekućih obaveza upućuje na rast rizika za održavanje tekućeg racija likvidnosti. To dokazuje plastično i sledeća kocka trenda:



Analizom datog trenda uočava se pojačano kretanje u novčanim fondovima gde je kratkoročno pozajmljeno 15.500.000 KM i dugoročno investirano. Ovakva strategija nosi rizik teškoća izvlačenja novčanih sredstava iz investicija u kratkom roku za koji se kratkoročne pozajmice moraju otplatiti. To će dovesti preduzeće u novo zaduživanje uzimanjem kratkoročnih pozajmica za rešavanje tekuće likvidnosti.

Datom strategijom je poremećen princip uklapanja u finansiranju dugoročnih zaduženja dugoročnim izvorima, a kratkoročnih zaduženja kratkoročnim izvorima. Takođe je poremećen princip "srazmernosti odnosa duga i akcijskog kapitala". Iz odnosa 60%

duga prema 40% akcijskog kapitala je za očekivati da će novčani fondovi pratiti ovu situaciju. U datom primeru analize taj odnos je 90% duga prema 10% akcijskog kapitala, koji čine date fondove novčanog toka (23200 : 5000). U ovom slučaju odnos duga prema akcijskom kapitalu je pomećen sa 47% na 54%, što je loše i za brigu menadžmentu.

Iz istorijske analize novčanog toka, iz sumarno iskazanih vidova trenda ukrštenih delova novčanog toka iz dve tačke operativnih, investicionih, finansijskih aktivnosti, jasno se mogu uočiti slabosti. Taj segment analize ilustruje slučaj preduzeća „Y”

U milionima KM

Godine	2013.	2014.	2015.
Neto iz operativnih aktivnosti	100	50	63
Neto iz investicionih aktivnosti	- 400	- 349	- 117
Neto iz finansiranja	200	136	138

Tabela 1. Elementi novčanog toka preduzeća „Y”

Ukrštanjem trenda neto noćanih tokova analiza upućuje na sledeće:

1. Preduzeće se nalazi u razvoju.
2. Pad neto operativnog novčanog toka (100:63), izrazito negativan neto novčani tok investicija i visoki iznosi neto novčanog toka iz finansiranja upućuju na permanentno zaduživanje kompanije.
3. U celini, preduzeće gubi konkurentsku moć, održivost i fleksibilnost na tržištu. Pretnja od bankrotstva je očigledna.

Strategija preduzeća „Y” se izvesno mora usmeriti na restrukturiranje uz podršku banke, nadajući se da će banka dati prioritet spasu od bankrota da bi spasila svoj kapital koji je značajno uložen u razvoj.

Druga moguća opcija je pripadanje ili prodaja jačem konkurentu.

Buduća analiza novčanog toka je složenija. Validnost ove analize zavisi od poznavanja profila preduzeća, slabosti, mogućnosti, šansi i pretnji u odnosu na konkurentno poslovno okruženje. Potrebno je ekspertsko znanje analitičara, jer formulisanje ostvarivih pretpostavki u prognostici buduće analize to zahteva. Pored toga, analitičar mora znati koristiti instrumente analize osetljivosti i analize scenarija. Ovaj model analize pretpostavlja validnu i temeljnu istorijsku analizu od koje buduća analiza polazi. Za ilustraciju ovog segmenta analize prezentuje se primer iz studije kompanije Pover (Power) iz analize konkurentnosti na tržištu piva.

Godina 1	Godina 2	Godina 3	Godina 4	Godina 5	Godina 6
Pad obima za 10% posle prve godine					
- 40,7 mil. USD	13,3 mil. USD	14,4 mil. USD	14,7 mil. USD	14,6 mil. USD	14,4 mil. USD
Pad obima za 20% posle prve godine					
-40,7 mil. USD	-1,6 mil. USD	-1,7 mil. USD	-1,6 mil. USD	-1,4 mil. USD	-1,3 mil. USD
Pad cena za 10% posle prve godine					
-40,7 mil. USD	12,1 mil. USD	17,3 mil. USD	18,0 mil. USD	18,0 mil. USD	18,0 mil. USD
Pad cena za 20% posle prve godine					
-40,7 mil. USD	-6,5 mil. USD	4,4 mil. USD	4,9 mil. USD	5,5 mil. USD	6,2 mil. USD
Pad cena i obima za 20%, uključujući i obrt kapitala					
-43,3 mil. USD	-28,2 mil. USD	-23,8 mil. USD	-25,2 mil. USD	-26,7 mil. USD	-27,5 mil. USD

Tabela 2. Varijante analize novčanog toka

Očigledno, rast i održivost toka su nemogući, zbog negativnog novčanog toka koji prouzrokuju pad obima, a potom i pad obima i cena. Spas je moguć u zajedničkim ulaganjima sa vodećim konkurentom na tržištima širim od domicilnog.

Studija slučaja buduće analize jeste vrednovanje postavljenog modela sa racionalnim pretpostavkama i testom osetljivosti, i pokazuje da li su date strategije i poslovni plan dobri ili loši.

Objektivnost i pouzdanost date analize se obavezno testira FAROUT kriterijumima (FAROUT – engleski akronim):

F – buduća orijentacija – srednja do visoka. Model novčanog toka je sinteza svih tehnika koje treba posmatrati u budućnosti.

A – Tačnost – srednja do visoka za istorijsku analizu novčanog toka. Tačnija je ili barem pouzdanija nego ostali računovedstveni parametri. Za buduću analizu novčanog toka, tačnost bi bila srednja. Modeli zahtevaju dobro razumevanje poslovanja i njegovog okruženja, kao što često zahtevaju i određene veštine u modeliranju i poslovanju.

R – Efikasnost resursa – niska. Neke informacije se mogu dobiti iz javnih dokumenata, ali mnogi detalji o operativnosti zahtevaju internu analizu poslovanja i mogu zahtevati poznavanje marketinga, tehnike, operacija i opozivanja.

O – Objektivnost – srednja. Kod istorijske analize je prilično visoka. Upotreba nekoliko pretpostavki u predviđanju može biti pod političkim uticajem ili želje da se vidi lepše nego što jeste. Postoje alati za testiranje racionalnosti pretpostavki, kao što su trendovi, tehničke procene (korišćenje kapaciteta) i analiza prelomne tačke.

U – Korisnost – visoka. Dobro postavljeni modeli imaju veliku upotrebu za stratešku i poslovnu procenu, kao i za analizu konkurentne situacije i alternativne strategije.

T – Blagovremenost – niska do visoka. Istorijska analiza novčanog toka se može uraditi veoma brzo iz domena javnog informisanja. Modeli složenog predviđanja mogu zahtevati dosta vremena kako bi se napravili i upotreбили.

Naša teorija i praksa analize se isključivo oslanjaju na podatke koje pruža računovodstvo. Nema sumnje, bez računovodstva nema validne analize, ali računovodstvo nije jedini i dovoljan izvor podataka i informacija za obuhvatniju poslovnu analizu. To potvrđuje i činjenica da su za buduću analizu korišćeni povezani alati i tehnike:

analiza konkurenata, kost-benefit (cost-benefit) analiza, finansijska analiza, istorijska analiza trendova, analiza industrije (sektora), predviđanje tržišta, održivost stope rasta.

2. Likvidnost i novčani tok se osnovano preferiraju determinantom rasta i fleksibilnosti kompanije tržišnim promenama.
3. Analiza održivosti likvidnosti se mora proširiti od tekućih racija i njihovih varijanti ka dinamičkim pokazateljima novčanog toka.
4. Analiza novčanog toka ne svodi se samo na njegovo utvrđivanje, već i na njegovo fluktuiranje u odlivima i prilivima gotovine.
5. Konkurentnost novčanog toka ne određuje konkurentnost preduzeća u celini.
6. Analiza naročito budućeg novčanog toka ukazuje na održivost rasta preduzeća ili pretnju bankrota (u razmatranom slučaju).

U celini, ovaj rad treba da podstakne računovođe-analitičare u praksi naših preduzeća da cene i koriste analizu finansijskih izveštaja o novčanom toku.

IZVORI

1. Blazek, A., Deyhle, A., Eiselmayer, K. (2014), *Controlling system*, Menadžment centar, Beograd.
2. Fleisher, S. G., Bensoussan, E. B. (2009), *Business and Competitive Analysis*, Fourth Printing.
3. Harvey, D., Melany, E., Atrill, P. (2001), *Accounting for Business*, Butterworth Heinemann.
4. Kleinebeckel, H. (1993), *Penzügyi és likviditás irányítás*, Saldo.
5. Key management ratios (2002), Prentice Hall, Dablin.
6. Malešević, N. Đ., Starčević, B. V. (2010), *Poslovna analiza*, FPE, Bijeljina.
7. Malešević, N. Đ. (1997), *Cash flow – instrument finansijskog upravljanja*, Finansing broj 12, Novi Sad.
8. Malešević, N. Đ. (2012), *Relevantnost racio analize za odlučivanje o likvidnosti i rentabilnosti*, Zbornih radova, 16. kongres SRRRS, Banja Vrućica.
9. Mikerević, D. (2005), *Finansijski menadžment*, EF, Banja Luka.
10. Mikerević, D. (2005), *Strateški finansijski menadžment*, EF, Banja Luka.
11. Peridon, L., Steiner, M., Rathgeber, A. (2009), *Finanzwirtschaft der Unternehmern*, Verlag Vahlen, München.
12. White, I. G., Sondhi, C. A., Freid, D. (1997), *The Analysis an use of Financial Statements*, John Wiley and Sons.

ZAKLJUČAK

U osnovi, poruke ovog napisa bi se mogle svesti na sledeće ključne konstatacije:

1. Studije o analizi profitabilnosti na dugi rok su bez sumnje značajne, ali ne daju siguran odgovor na opstanak i rast kompanije.