

*Јелена Пољашевић**

УТВРЂИВАЊЕ И ОДРЖАВАЊЕ ПРОФИТАБИЛНОГ НИВОА НЕТО ОБРТНИХ СРЕДСТАВА

DETERMINING AND MAINTAINING THE AMOUNT OF PROFITABILITY OF NET WORKING ASSETS

Резиме

Нето обртна средства представљају значајан показатељ ликвидности предузећа. У одређивању њихове оптималне висине, менаџмент треба водити рачуна да превисоко улагање у нето обртна средства доводи до пада профитабилности предузећа, али исто тако да недостатак ликвидних средстава у дугом року води предузеће у несолвентност. Управљање нето обртним средствима подразумејева одређивање оптималне висине готовине и краткорочних пласмана: залиха и потраживања, на једној страни, и изналагање адекватних извора финансирања обртне имовине, на другој страни. У овом раду анализирани су финансијски извјештаји предузећа која се котирају на службеном тржишту Бањалучке берзе у циљу утврђивања међуусловљености нивоа нето обртних средстава и профитабилности како би се покушала утврдити веза између ове двије промјенљиве. Као што се у литератури увијек и наглашава, висина нето обртних средстава првенствено је условљена привредном дјелатношћу којом се предузеће бави а затим и другим факторима као што су положај на тржишту, услови продаје и дужина производног циклуса. Истраживању су показала да, изузимајући предузећа са негативном стопом приноса у

* Факултет за економију и менаџмент, Слобомир П Универзитет, Добој,
jelena_poljasevic@yahoo.co.uk

цијелом посматраном периоду, висина нето обртних средстава није значајно утицала на стопу приноса на сопствени капитал.

Кључне ријечи: обртна средства, нето обртна средства, ликвидност, профитабилност, управљање нето обртним средствима, нето неготовинска обртна средства.

Summary

Net working assets are an important indicator of a company's liquidity. To determine the optimal amount, the management has to know that over-investing into net working assets can lead to a decline in the company's profitability, but on the other hand, net working assets insufficiency ultimately leads to the company's insolvency. Managing net working assets involves calculating optimal amounts of cash and short-term placements; stocks and claims on one side and finding adequate financing sources for the working capital on the other. This paper analyzes financial reports from the companies in the official Banjaluka stock market to determine the relation of net working assets and profitability, and tries to find a connection between these two variables. As it is always emphasized in literature, the amount of net working assets is foremostly bound to the company's field of work and then to some other factors, such as the market placement, terms of sale and its business cycle. Research has shown that, if we exclude the companies with a negative return rate during the whole period of observation, the amount of net working assets did not significantly affect the rate of return on its capital.

Key words: working assets, net working assets, liquidity, profitability, managing net working assets, net noncash working assets.

Увод

При анализи финансијских извјештаја, у циљу оцјене финансијског здравља предузећа, користе се бројна рација. Уопштено ови показатељи се могу подијелити у двије скупине; на показатеље који се користе за оцјену ликвидности и оне који се користе за оцјену профитабилности предузећа. Један веома значајан показатељ ликвидности су нето обртна средства. Посматрано са стране активе, нето обртна средства представљају разлику између обртних средстава и

краткорочних обавеза. До истог износа долазимо уколико од дуго-
рочних извора одузмемо стална средства. Утврђивање висине и ана-
лиза прилива и одлива нето обртних средстава значајна је како за
кредитора тако и за власнике, односно менаџмент предузећа. Из
перспективе кредитора већи износ нето обртних средстава потврда
је да ће предузеће своје обавезе измирити на вријеме, односно да ће
бити ликвидно. Рациа којима се мјери ликвидност предузећа као
што су рацио текуће ликвидности и рацио редуковане ликвидности¹
имаће веће вриједности уколико предузеће располаже са већим из-
носом нето обртних средстава. Проблем одржавања ликвидности
произилази из чињенице да поједине позиције обртне имовине и
краткорочних обавеза имају различиту ликвидност односно рокове
доспијећа које треба усагласити. Међутим, уколико предузеће распо-
лаже са већим износом обртних средстава у односу на краткорочне
обавезе већа је вјероватноћа да ће се један дио тих средстава конвер-
товати у готовину у вријеме доспијећа једног дијела текућих обавеза
за плаћање. Управо из разлога несинхронизованости прилива и од-
лива готовине из пословне активности постоји потреба за постоја-
њем нето обртних средстава. Док се, међутим, одливи из пословања
могу предвидјети са одређеном прецизношћу на бази склопљених
уговора са добављачима или законских рокова за плаћање обавеза
према држави, очекиване приливе по основу продаје и наплате по-
траживања од купаца много је теже предвидјети. Код предузећа која
врши продају својих производа, робе или услуга за готовину, потреба
за нето обртним капиталом је веома мала као што су комунална
предузећа, предузећа за снабдијевање електричном енергијом, во-
дом, и сл. Насупрот њима, производна предузећа чији је производни
процес дуг захтијевају постојање значајног износа нето обртног ка-
питала. Због тога, из перспективе вредновања капитала и раста
предузећа, нето обртна средства нису једнако важан показатељ за сва
предузећа.

Традиционална анализа нето обртних средстава је одбранбена;
питамо се може ли предузеће одговорити на вријеме доспјелим оба-
везама. Али нето обртна средства нам такође говоре и о оперативној

¹ Рацио редуковане ликвидности се добије из односа монетарне активе и краткороч-
них обавеза. Овај рацио се у литератури често среће и под називом рацио убрзане
ликвидности или ACID test ratio (quick ratio).

ефикасности предузећа која директно утиче на рентабилност. Дужина готовинског циклуса показује колико је обртних средстава везано за текуће операције. Трендови у броју везивања сваког дијела обртне имовине могу предвидјети побољшања или нарушавање здравља предузећа. Овдје треба имати у виду да лоше управљање нето обртним средствима може довести до пада вриједности за акционаре.

У том смислу поставља се питање који је то оптимални ниво нето обртних средстава за предузеће и да ли се може развити модел који узима у обзир све параметре који утичу на нето обртна средства. За свако предузеће одговор зависи од низа фактора. Ипак, могуће је предузећима помоћи у одлучивању анализирајући различите компоненте обртних средстава и њихов свеукупни утицај на профитабилност. С друге стране, висина обртних средстава условљена је начином њиховог финансирања. Управљање обртним средствима и изворима њиховог финансирања је веома важан аспект корпоративних финансија. Често разлика између високо профитабилних предузећа и оних која то нису управо лежи у ефикасном управљању нето обртним средствима.

1. Теоретска разматрања о утицају висине нето обртних средстава на ликвидност и профитабилност предузећа

Висина нето обртних средстава сматра се гарантом ликвидности једног предузећа. Међутим, поједина предузећа могу несметано да послују и одржавају своју ликвидност иако не располажу са нето обртним средствима или су она чак негативна што је случај са предузећима чији је нето новчани прилив током времена стабилан и обиман. Повећање обртних средстава у односу на краткорочне обавезе повећава ликвидност предузећа али истовремено умањује профитабилност. Профитабилност, о којој овдје говоримо, односи се на пословни и нето добитак, док ризик подразумијева ризик од неликвидности предузећа.

Међузависност профитабилности и ризика заснована је на двије важне претпоставке²; прво, да сва пословна средства не дају исти допринос укупној профитабилности; и друга, да постоји разлика у ције-

² Красуља Драган; Иванишевић Милорад: „Пословне финансије”, Центар за издавачку дјелатност Економског факултета у Београду; Београд, 2005. стр. 164.

ни између краткорочних и дугорочних извори из којих су та средства финансирана. Предузећа уобичајено претпостављају да принос на фиксну имовину треба да буде већи од приноса на обртну имовину. Ово се може поткријепити чињеницом да поједине позиције обртних средстава не доприносе стварању прихода а самим тиме ни добитку предузећа. То су првенствено позиције потраживања од купаца и готовина.

Према другој претпоставци трошкови финансирања из краткорочних и дугорочних извора су различити. На један дио краткорочних обавеза предузеће не плаћа камату; као што су обавезе према добављачима, држави и запосленим, те се ови извори и називају спонтаним изворима финансирања. Када је ријеч о каматама на краткорочне и дугорочне кредите, логично је да су камате на краткорочне кредите мање због мањег ризика од наплате њиховог износа.

Приликом успостављања баланса између рентабилности и ризика полази се од релативног учешћа обртних у укупним средствима, односно краткорочних у укупним обавезама, као и од њиховог заједничког утицаја на пословни и нето добитак предузећа, те висину нето обртних средстава.

Повећање нето обртних средства могуће је или повећањем обртних средства, или смањењем краткорочних обавеза. Повећањем обртних средстава у укупним средствима ангажују се средства која мање доприносе остварењу нето добитка. С друге стране, замјена краткорочних извора дугорочним изворима финансирања, значи изналажење скупљих извора финансирања, што, такође, доводи до смањења нето добитка, односно рентабилности. И у једном и у другом случају ризик предузећа од неликвидности је мањи. На рентабилност се може утицати или повећањем прихода, или смањењем расхода. Повећање прихода се може остварити улагањем у ефикаснија средства која доприносе вишем остваривању прихода.

На основу претходног, можемо закључити: што су већа нето обртна средства, ликвидност предузећа је боља и ризик је мањи. Како, међутим, то утиче на рентабилност предузећа, приказаћемо кроз слиједећа рациа:

1. Рацио обрта обртне имовине, који се добије као однос прихода од продаје и просјечне вриједности обртне имовине. При константној продаји повећање обртне имовине доводи до смањења овог рациа, те дужег периода везивања новчаних средстава у обртна средства. Повећање средстава захтијева и проналажење

адекватних извора финансирања. Будући да смо претпоставили да долази до раста нето обртних средстава, извори финансирања су дугорочни.

2. Стопа бруто профитне марже, као однос нето добитка увећаног за трошкове камате и прихода од продаје. Уколико је повећање обртних средстава финансирано из извора на које се плаћа камата, при непромијењеној продаји, долази до пада стопе бруто профитне марже. Смањење ће бити веће уколико се предузеће одлучи за дугорочне у односу на краткорочне кредите.
3. Стопа приноса на укупни капитал, као однос нето добитка увећаног за трошкове камате и просјечне имовине. Повећање обртних средстава доводи до повећања укупне имовине и смањења стопе приноса на укупан капитал.
4. Стопа приноса на сопствени капитал (return on equity - ROE) као производ степена задужености, рачуна обртна имовине, бруто профитне марже и терета дуга. Из претходног се може уочити да смањење рачуна обртне имовине и бруто профитне марже директно утиче на смањење приноса на сопствени капитал.

Од предузећа се захтијева да успостави равнотежу између профитабилности и ликвидности док обавља свакодневне пословне активности. Ликвидност као могућност предузећа да измирује своје обавезе на вријеме, загарантована је само обављањем профитабилних подухвата.

1.1. Утврђивање висине нето неготовинских обртних средстава

Поред нето обртних средстава, у литератури се често среће и појам нето неготовинских обртних средстава. За израчунавање ове величине потребно је обртна средства умањити за готовину, утрживе хартије од вриједности и краткорочне пласмане, а краткорочне обавезе умањити за краткорочне кредите и дио дугорочних кредита који доспијевају за наплату у посматраној години³. Висина нето неготовинских обртних средстава се добије када се од суме залиха и потра-

³ New York University, Leonard N. Stern school of business
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/noncashwc.htm

живања одузму обавезе према добављачима, држави и радницима, те укалкулисане обавезе. Готовина, утрживе хартије од вриједности и краткорочни пласмани се изузимају из разлога што се не држе само због постојања потребе за одређеним износом нето обртних средстава. Ове ставке често остварују корист у облику камате, смањујући свој опортунитетни трошак до нивоа близу нуле, а то се реално не може очекивати од неготовинских обртних средстава. Краткорочни кредити се изузимају јер се њихова висина узима у обзир приликом израчунавања трошка капитала.

Нето неготовинска обртна средства представљају онај дио неготовинских обртних средстава који се не финансира из спонтаних извора, односно који се финансира из обавеза, краткорочних или/и дугорочних, на које се плаћа камата. Приликом процјене генерисања токова готовине неког пројекта, нето неготовинска обртна средства се одузимају од садашње вриједности пројекта. У том смислу нето неготовинска обртна средства и садашња вриједност су зависна једна од друге.

Ако говоримо о оптималном нивоу нето неготовинских обртних средстава, може се рећи да оптимум вјероватно постоји, али да много чинилаца утиче на његово одређивање. Могуће је утврдити гране које користе највиши, односно најнижи износ нето неготовинских обртних средстава. Највиши износ је у предузећима која се баве производњом обуће, текстила, канцеларијског намјештаја, ауто индустрије. Најнижи износ је у предузећима за оглашавање, кабловске телевизије, ресторанима и хотелима.

Значајно је поредити износ нето обртних средстава и нето неготовинских обртних средстава. За предузеће је позитивно уколико су ове двије вриједности приближне. У том случају готовина, увећана за утрживе хартије од вриједности, једнака је износу краткорочних кредита. Уколико су нето неготовинска обртна средства знатно изнад нето обртних средстава, тада се потраживања од купаца и залихе финансирају из извора на које се плаћа камата. Већи износ нето неготовинских обртних средстава значи умањење нето добитка по основу већих финансијских расхода.

За остварење циљног нивоа продаје, односно прихода од продаје, предузеће треба да утврди оптимални износ нето неготовинских обртних средстава. Достигнути оптимум требао би да се током времена одржава на константним нивоу утврђеном као проценат од прихода од продаје. Нето неготовинска обртна средства, стављена у

однос са приходима од продаје, показују учешће оног дијела обртних средстава који се не финансира из спонтаних извора финансирања у остварним приходима од продаје. Повећање овог рачуна указује на чињеницу да предузеће мање ефикасно користи обртна средства, односно да са истом висином обртних средстава остварује мање приходе; или да повећање прихода прати повећање ових средстава. Прикажимо то на слиjedeћем примјеру хипотетичког предузећа „X”.

Табела 1. Учешће нето неготовинских обртних средстава у приходима од продаје

| | 2010. | 2009. |
|--|---------------|---------------|
| 1. Готовина | 2.245 | 708 |
| 2. Потраживања од купаца | 5.069 | 4.621 |
| 3. Залихе | 5.384 | 4.531 |
| 4. Остала обртна средства | 1.224 | 1.000 |
| 5. Укупна обртна средства | 13.922 | 10.860 |
| 6. Обавезе према добављачима | 5.779 | 4.956 |
| 7. Укалкулисане обавезе | 1.937 | 1.670 |
| 8. Дио дугорочних кредита који доспијева за плаћање у текућем периоду | 504 | 863 |
| 9. Укупне текуће обавезе | 8.220 | 7.489 |
| 10. Нето обртна средства (5-9) | 5.702 | 3.371 |
| 11. Неготовинска обртна средства (1+2+3) | 11.677 | 10.152 |
| 12. Некредитне текуће обавезе (6+7) | 7.716 | 6.626 |
| 13. Нето неготовинска обртна средства (11-12) | 3.961 | 3.526 |
| 14. Приходи од продаје | 45.682 | 40.928 |
| 15. Учешће нето неготовинских обртних средстава у приходима од продаје (13/14)*100 | 8,67% | 8,62% |
| 16. Промјена нето неготовинских обртних средстава/промјена у приходима од продаје | 9,15% | |

Уколико претпоставимо да је оптимални износ нето неготовинских обртних средстава за постигнути ниво прихода од продаје у 2009. години постигнут, можемо примјетити да је у 2010. години ово учешће повећано са 8,62% на 8,67%. У 2010. години, предузеће је незнатно смањило ефикасност кориштења нето неготовинских обртних средстава на начин да се већи проценат (мјерен као проценат од прихода од продаје) финансира из обавеза на које се плаћа камата, што у крајњем доводи до умањења прихода од продаје у већем проценту него што је то било у 2009. години. Примјењујући просјечну годишњу каматну стопу коју предузеће плаћа на кредите на нето не-

готовинска обртна средства, можемо добити информацију о трошковима њиховог финансирања.

Надаље, промјена у нето неготовинским обртним средствима у односу на промјену у приходима од продаје говори о томе колико је предузеће повећало нето неготовинских обртних средстава да би се остварило више 100 јединица прихода од продаје. У 2010. години, предузеће је морало повећати нето неготовинских обртних средстава за 9.15 јединица да би остварило 100 јединица прихода од продаје што је лошије него прошле године, када је за исти износ прихода повећавало нето неготовинска обртна средства за 8.62, што је једнако постављеном оптимуму.

2. Управљање нето обртним средствима

Основни циљ управљања нето обртним средствима је управљање обртним средствима и краткорочним обавезама на начин да се обезбиједи одржавање оптималног нивоа нето обртних средстава. У постизању овог циља потребно је ефикасно управљати сваком компонентом обртних средстава и текућих обавеза. Не постоје специфична правила за одређивање оптималне висине нето обртних средстава, јер она зависи од пословне активности предузећа и низа екстерних и интерних фактора. Опште је правило да предузеће не би требало да имају ни премало ни превише нето обртних средстава јер су обје ситуације штетне и непрофитабилне за предузеће. Ипак, недостатак нето обртних средстава је много штетнија ситуација за успјешно пословање.

Прекомјеран износ нето обртних средстава значи улагање у средства који не остварују профит, те онемогућавају остварења захтијеване стопе приноса на инвестиције. У овој ситуацији долази до непотребних набавки и акумулирања залиха што може довести до појаве некурентних, демодираних или застарјелих залиха, те њиховог отуђења. Истовремено, прекомјерне набавке доводе до повећања обавеза према добављачима. Када постоји превелик износ нето обртних средстава, постојећи уговорени услови са банкама и другим финансијским институцијама о кредитним линијама или релволвинг кредитима постају неодрживи. Крајњи исход константно високих нето обртних средстава могу бити и спекулативне трансакције у циљу презентовање бољег стања предузећа него што оно реално јесте. Бу-

дући да је стопа приноса на инвестиције ниска, може доћи и до пада цијена акција.

Опасности од прениског износа нето обртних средстава је ризик од неликвидности. У случајевима кашњења са плаћањем обавеза предузеће губи репутацију и добија лошије кредитне услове од добављача; обрачунавају му се затезне камате, што доводи повећања трошкова финансирања и смањења профитабилности. Стална средства се не користе ефикасно због немогућности кориштења ликвидних извора, па се смањује и поврат на инвестирано. Ствара се пословна неефикасност и предузеће тешко остварује оперативне планове и планирану висину профита.

За успјешно управљање нето обртним средствима, финансијски менаџер треба да:

- процијени потребну висину нето обртних средстава, узимајући у обзир профитабилност, ликвидност и ризик,
- утврди оптималну структуру и ниво обртних средстава,
- утврди оптималне изворе финансирања обртних средстава, и
- анализира и контролише ниво нето обртних средстава.

При управљању менаџери воде рачуна о четири основна принципа управљања нето обртним средствима⁴:

1. Принцип варијације ризика - Циљ управљања нето обртним средствима је успостављање погодног односа између ризика и приноса. Ризик се овдје односи на могућност предузећа да подмири своје обавезе у року њиховог доспијећа. Веће улагање у обртна средства доводи до повећања ликвидности и смањује ризик. Супротна ситуација повећава ризик и профитабилност и редукује ликвидност. Због тога постоји директна веза између ризика и профитабилности и индиректна између ликвидности и ризика.
2. Принцип трошкова капитала – Различити извори финансирања раста обртних средстава доводе до различитих трошкова капитала и степена ризика који је с тиме повезан. Уопштено, већи трошкови подразумевају мањи ризик, мањи ризик везан је са већим трошковима. Управљајући нето обртним средствима потребно је остварити баланс између ове двије величине.

⁴ Sadri, Sorab, Sharukh., „Understanding working capital management”, Rai Business School, Mumbai, March 2006. стр. 361

3. Принцип позиције извора средстава – Овај принцип је везан за планирање укупних улагања у обртна средства. Износ улагања у обртна средства и сваку његову компоненту треба да буде адекватно прилагођен изворима средстава предузећа. Свака марка која је уложена у обртна средствима требало би да доприноси нето вриједности предузећа. Ниво обртних средстава може бити мјерен помоћу два рачица: удио обртних у укупним средствима и удио обртних средстава у приходима од продаје.
4. Принцип доспијећа плаћања – Овај принцип се односи на планирање извора финансирања обртних средстава на начин да се уравнотеже одливе из пословних активности са приливима из ових активности.

Као што је у претходном дијелу објашњено, нето обртна средства утичу на профитабилност, ликвидност и свеопште здравље предузећа. Предузеће треба да утврди оптималан износ нето обртног капитала, водећи рачуна да не угрози ликвидност, која, у крајњој инстанци, може довести до несолвентности, али и да обезбиједи одговарајућу рентабилност.

Ниво нето обртних средстава може бити анализиран из угла готовинских токова, додате економске вриједности (economic value added - EVA), и Ду понтове анализе. Ако би потреба за нето обртним средствима била смањена, дошло би до ослобађања готовине на начин да се повећа салдо готовине. Слободна готовина упућује на износ добијен одузимањем захтијеваног повећања годишњег капитала од нето добитка⁵. Ако су нето обртна средства смањена, захтјеви за повећањем капитала се смањују, а то доводи до повећања слободне готовине. Виши ниво слободне готовине доводи до веће вриједности акција предузећа.

EVA је процијењени економски профит који је једнак разлици између постојећег профита и очекиваног приноса на ангажовани капитал како би се утврдило да ли је предузеће створило додатну вриједност. Смањено улагање у нето обртна средства значи да је укупни ангажовани капитал предузећа мањи а EVA већа. У Ду понтовој анали-

⁵ N. R. Parasuraman: „Working Capital Practices in leading pharmaceutical companies - a view of the credit policy and profitability”, The management accounting; official organ of the institute of cost and works accountants of India, Delhi Office, New Delhi, децембар 2004. стр 998-1006

зи принос на капитал је производ профитабилности, обрта имовине и фактора левериџа. Смањењем нето обртних средстава, па самим тиме и укупних средстава, рачио обрта имовине расте и, у складу с тиме, и принос на укупни капитал.

За утврђивање оптималне висине нето обртних средстава, у литератури се могу наћи три различита приступа која могу бити успјешно примијењена у пракси.

1. Период везивања обртних средстава - процјена потребних нето обртних средстава се утврђује на бази просјечног времена везивања обртних средстава и с њима повезаних трошкова на бази ранијег искуства предузећа. Овај метод се заснива на концепту оперативног циклуса.
2. Рачио продаје - потребан ниво нето обртних средстава се утврђује на основу процијењене промјене обртних средстава у складу са промјеном продаје.
3. Улагање у стална средства – за нормално пословање предузећа улагања у нето обртна средства морају бити усклађена са улагањима у стална средства.

Најчешће кориштени начин утврђивања потребног нивоа нето обртних средстава је период везивања обртних средстава. Међутим, да би предузеће изабрало најприкладнији приступ, потребно је да анализира како слиједећи фактори утичу на његово пословање: варијације у пословању, прецизност предвиђања продаје, трошкови инвестирања и варијабилност продајних цијена. Оперативни циклус, кредитна политика и политика потраживања имају, такође, снажан утицај на утврђивање оптималне висине нето обртних средстава. Једном утврђен потребан ниво нето обртних средстава није стална величина, него је под утицајем промјене пословне активности која захтијева повећање или њено смањење и брзо реаговање менаџмента у сврху обезбјеђења потребног баланса.

Позитиван утицај нето обртних средстава на ликвидност и негативан на профитабилност не мора увијек да постоји у предузећима. Због тога је потребно анализирати како дугорочне и краткорочне одлуке утичу на нето обртна средства. Нето обртна средства, као резултат текућих одлука, под утицајем су:

- ширења предузећа ка потрошачима, што има за резултат раст потраживања од купаца и, у већини случајева, већи апсолутни износ отписа ненаплативих потраживања;

- кашњења испоруке добављача, што утиче на висину залиха и заједно са кашњењем у испорукама купцима доводи до дужег времена везивања обртних средстава;
- повећаних набавки што резултира повећањем обавеза према добављачима.

С друге стране, управљање нето обртним средствима је важан проблем стратешке контроле корпоративног раста. Ово управљање увезује доношење одлука на кратак и дуги рок, и може генерисати значајан стратешки утицај, нарочито у малим предузећима.

Уколико предузеће слиједи, на примјер, високу стопу раста, може доћи до раста нето обртних средстава (нарочито залиха и потраживања) изнад бруто профитне марже. Када је мјесечни раст нето обртних средстава већи од бруто оперативне марже, компанија остварује негативне готовинске токове, што доводи до повећаног задуживања и раста финансијских расхода⁶. Уколико се овај тренд настави у средњем року, може доћи до већих финансијских расхода везаних за камате, и мањег профита, иако су економски резултати у кратком року позитивни. Финални ефекат овог процеса је смањење бруто оперативне марже, што често доводи до пословног губитка. У овом случају повећање нето обртних средстава неће допринијети повећању ликвидности, већ супротно.

Често, нарочито у малим предузећима, предузетници су склони да подрже рапидно већу текућу продају и тржишни удио без оштре оцјене политике раста на готовинске токове. Овакво понашање може бити изазвано склоношћу малих предузетника значајном проблему маркетиншког или производног управљања, који прејудуцира финансијски проблем, и недостатка информација управљачког рачуноводства, које могу побољшати боље разумијевање утицаја текућих одлука везаних за цијене, раст и пружање услуга на ликвидност. Због тога, поред утврђивања потребног нивоа, предузећа треба стално да анализирају нето обртна средства на начин да се:

- идентификују приливи који доводе до раста нето обртних средстава;
- идентификују одливи који доводе до пада нето обртних средстава;

⁶ Carmine Bianchi: „An educational dynamic model for net working capital management in a trading wholesale firm”, www.systemdynamics.org/conferences/1995/proceed/.../biancz366.pdf

- идентификују нето обртних средстава на крају у односу на почетак године;
- пруже менаџменту потребне информације о ефикасности; и
- презентују кредиторима информација о могућем ризику.

2.1. Управљање обртном имовином

Управљање обртном имовином се састоји из три дијела: управљање готовином и готовинским еквивалентима, управљање залихама и управљање потраживањима. За разлику од управљања сталним средствима, управљање обртним средствима карактерише слиједеће:

- текућа средства имају обрт већи од један, односно претпоставка је да ће се у току једног обрачунског периода конвертовати у готовину;
- веће држање обртних средстава, нарочито готовине, јача ликвидност али смањује укупну рентабилност;
- само се обртна средства могу прилагођавати промјенама у продаји у кратком року. Ово управљање помаже афирмисању предузећа и грађењу добре тржишне репутације у вези са пословним и економским условима.

2.1.1. Управљање готовином – готовински циклус

Основа за изналагање оптималне висине нето обртног капитала је утврђивање периода који почиње моментом плаћања добављачима за набављену робу и завршава се у моменту наплате потраживања од купаца. Овај период је у литератури познат као готовински циклус. Ефикасно управљање захтијева смањивање готовинског циклуса на један прихватљив ниво, што се може постићи смањењем броја дана везивања залиха, смањивањем броја дана везивања потраживања и продужавањем рокова плаћања. Наравно да се овдје мисли на договорене рокове плаћања а не на прекорачење у роковима плаћања обавеза што може довести до обрачунавања затезних камата од стране добављача, губљењем добављача или њиховог захтјева за авансним плаћањем. Стално праћење готовинског циклуса обезбјеђује да пословање предузећа буде под контролом.

Први корак који свако предузеће треба да преузме у управљању готовином је план готовинских токова, у којем се налазе процијењени ниво прилива и одлива за наредни период. Објективан план по-

маже предузећу да на вријеме буде обавијештено о висини потребне готовине како би се обезбиједили извори њеног финансирања и уговорили потребни услови са банкама. Овакав приступ омогућава ефикасно управљање компонентама које су обухваћене готовинским циклусом. Уколико предузеће располаже са вишковима готовине, стоје му на располагању улагања у утрживе хартије од вриједности или готовинске еквиваленте, а све у циљу остварења приноса на ова средства који ће умањити трошак финансирања. Модели за утврђивање оптималног односа готовине и хартија од вриједности, као што су Баумолов и Милер-Оров, нису примјењиви за наша предузећа, јер почивају на претпоставци да су предузећа испунила услове за емисију и продају краткорочних хартија од вриједности.

Овдје треба указати на повезаност нето неготовинских обртних средстава и процјене готовине. Нето неготовинска обртна средства одражавају готовину која је везана (у залихе и потраживања), односно готовину која је позајмљена предузећу (обавезе према добављачима). Упоредјујући њихову висину и коефицијенте обрта, односно број дана везивања, заједно за информацијама у извјештају о готовинским токовима, можемо да процијенимо потребан ниво готовине. Сам извјештај о готовинским токовима нам не може пружити потпуне информације, будући да су у њему садржани укупни приливи и одливи готовине предузећа у одређеном временском периоду разврстани у три дијела, али не може показати да ли је готовина у току периода била генерисана тачно на вријеме да би се платиле доспјеле обавезе.

2.1.2. Управљање залихама

Када залихе представљају значајан дио обртног капитала предузећа, највећа пажња треба да буде усмјерена на њихову оптимизацију. Већина предузећа је добро обавијештена о чињеници да ако је ниво залиха пренизак, ток производње може бити под утицајем неочекиваног недостатка залиха. С друге стране, превисоко улагање у залихе представља улагање без приноса. Управљање залихама подразумева утврђивање учесталост набавки, могућности складиштења, ризик недостатка залиха и могућност утицаја на добављаче да допремају мале количине у утврђено вријеме. Многи савремени системи контроле залиха теже систему залиха *just in time* који се заснива на малом нивоу залиха, док су уговори са добављачима и захтјеви за на-

бавкама добро испланирани. Између модела за одређивање оптималне величине појединачне наруџбе, economic order quantity (EOQ) представља најчешће кориштен модел. Овај модел обезбјеђује највећи добитак у предузећу, минимизирајући трошкове држања залиха. Међутим, који је оптимални ниво залиха ако предузеће умјесто максимизирања добитка за основни финансијски циљ утврди максимизирање вриједности предузећа? Између осталих, фактори који значајно утичу на вриједност предузећа су нето обртна средства и елементи који га одређују. Управљање залихама, такође, треба да допринесе остваривању овог основног циља. Највећи дио претпоставки класичног финансијског модела у вези са оптималним текућим средствима је заснован на максимизирању нето профита. Из овог разлога, предузећа која желе да максимизирају своју вриједност, треба да реконструишу овај модел. Основни циљ управљања залихама је држање залиха на минималном прихватљивом нивоу због постојања трошкова. Када процјењујемо одлуке везане за управљање залихама са становишта максимизирања нето добитка наспрам максимизирања вриједности предузећа, узимамо у обзир однос између ограниченог ризика високих залиха и ограничених трошкова залиха.

Ако су предности у држању залиха на нивоу дефинисаном од стране предузећа већи од негативног утицаја трошкова њиховог држања, тада вриједност предузећа расте. Вриједност предузећа се може изразити слиједећом формулом:

$$\Delta V_p = \sum_{i=1}^n \frac{\Delta FCF F_i}{(1+k)^i}$$

гдје су ΔV_p - раст вриједности предузећа, $\Delta FCF F_t$ - будући раст слободног готовинског тока у периоду t , k - дисконтна стопа која је једнака просјечном трошку капитала.

Будући слободни готовински ток се утврђује на слиједећи начин:

$$FCFF_t = (CR_t - CE_t - NCE) \cdot (1 - T) + NCE - C_{apex} - \Delta NWC$$

гдје су: CR_t - готовински приливи од продаје; CE_t - издаци за фиксне и варијабилне трошкове у периоду t ; NCE - неготовински трошкови; T - ефективна пореска стопа на добит; ΔNCE - раст нето обртних средстава, C_{apex} - капитални трошкови из раста инвестиционих активности.

Одлука о одређивању оптималне висине залиха на бази максимизирања вриједности предузећа је резултат алтернативних трошкова

капитала везаног у залихама и општих трошкова управљања залихама. Обје врсте трошкова утичу на модификацију слободног готовинског тока и промјену вриједности предузећа. Нова политика оптималне висине залиха може да утиче и на живот вијек предузећа кроз оперативни ризик, који је резултат могућег прекида у пословном циклусу због недостатка залиха и на трошкове капитала потребног за финансирање залиха⁷.

Уколико предузеће има за циљ максимизирање добити, примјенљиваће *EOQ* модел:

$$EOQ = \sqrt{\frac{2 \times P \times K_z}{C \times v}} = \sqrt{\frac{2 \times P \times K_z}{K_u}}$$

гдје су: P – годишњи утросак количински изражен; K_z – трошкови лансирања једне поруџбине; C – набавна цијена по јединици; и v – стопа трошкова држања залиха.

Међутим, узимајући у обзир вриједност предузећа као основни циљ, претходни модел се модификује у модел *VBEOQ* (value based economic order quantity)⁸.

$$VBEOQ = \sqrt{\frac{2 \times (1 - T) \times P \times K_z}{v \times (k + C \times (1 - T))}}$$

гдје су: T – ефективна пореска стопа на добит а k – дисконтна стопа која је једнака просјечном трошку капитала.

Коефицијент обрта и вријеме везивања залиха су показатељи успјешног/неуспјешног управљања. Иако смо раније нагласили да повећање обртних средстава и нето обртних средстава доводи до повећања ликвидности, то није увијек случај. Низак коефицијент обрта залиха може указивати и на постојање застарјелих, демодираних, некурентних и оштећених залиха које би требало да се отпишу на терет расхода, или да им се вриједност смањи на нето продајну цијену. У периоду отписивања дошло би до смањивања висине нето обртних средстава на реалан ниво.

⁷ Grzegorz Michalski: „Value based management approach in inventory management”, *Bi-brid* 0025-8555, 61(2009), Vol. LXI, br. 1-2, str. 36-47, 2009.

⁸ Ибид, стр.36-47

У условима пада конјунктуре, односно у условима кризе, за предузећа је боље да производи за познате купце, прати уобичајене рокове испоруке и трпи штете од недостатка залиха него да улажу у ионако недостајућу готовину у залихе. Ипак, предузеће ће имати веће залихе уколико му је потребно више времена да би испунило наруџбу; уколико је производна линија диверзификована и уколико конкуренција може да понуди супституте. Највиши ниво залиха срећемо у предузећима која се баве фармацијом и грађевинарством, а најнижи у предузећима из области информационах технологија, пружања медицинске помоћи, телекомуникација, те хотели и ресторани.

2.1.3. Управљање потраживањима од купаца

Управљање потраживањима од купаца подразумева утврђивање минималног салда потраживања у току године и број дана њиховог везивања. Потраживања представљају просјечну продају на кредит по дану, мултипликовану са просјечним периодом наплате. Ниједна компанија не жели да има висок износ потраживања због инherentног ризика од дубиозних потраживања. Управљање обртним средствима, односно утврђивање оптималног износа нето обртних средстава захтијева од предузећа и стално преиспитивање кредитних услова који се дају купцима. Промјена нето обртних средстава, проишлаго из повећања потраживања, може да буде резултат промијењених кредитних услова.

Утицај било какве промјене кредитне политике на нето обртна средства је драматичан. Због тога предузећа воде рачуна о броју дана везивања потраживања како би пратила да ли је оптималан ниво постигнут.

Преоптимистични циљеви, везани за циљни обим продаје и тржишно учешће, могу навести предузеће да прихвати политику смањења продајних цијена, или одобравања блажих кредитних услова купцима. Одобравајући блаже кредитне услове кроз продужавање кредитног или дисконтног периода предузеће ће вјероватно повећати своју продају што представља позитиван ефекат. Међутим, с друге стране, предузеће ће добити купце лошијег кредитног бонитета, па се може очекивати да ће доћи и до већег отписа потраживања. Уз непромијењене кредитне услове које нам одобравају добављачи, предузеће се сусреће са проблемом финансирања повећаног износа нето обртних средстава. Једина опција предузећу је финансирање из крат-

корочних или дугорочних кредита. У том случају, бруто профитна маржа расте, али се повећавају расхода по основу отписа потраживања и расхода камата. На предузећу је да оцијени да ли је пораст бруто профитне марже већи од раста наведених расхода. Приликом одношења одлуке о промјени кредитних услова, предузеће узима у обзир и друге индиректне факторе као што су: лојалност потрошача, кредитни рејтинг и сл.

Други начин контроле потраживање је у континуираном праћењу распореда (рокова) наплате и концентрисање на она потраживања чији је рок наплате прошао. Висок број дана везивања потраживања може указати на то да можда компанија губи битку са конкуренцијом, или није у могућности да докаже квалитет својим потрошачима. Разлог ниског коефицијената обрта потраживања може бити и постојање одређеног износа потраживања која су ненаплатива.

2.2. Управљање изворима финансирања обртне имовине

Ефикасно управљање нето обртним средствима захтијева стално надгледање текућих средстава и начина њиховог финансирања. Начин финансирања обртних средстава првенствено зависи од структуре обртних средстава, односно од учешћа потраживања и залиха у укупним обртним средствима. Залихе у предузећу можемо подијелити на сталне (гвоздене) и повремене (сезонске). Иако се сврставају у обртна средства, сталне залихе су најнеликвиднији дио имовине предузећа, јер је новац, уложен у овај дио залиха, стално заробљен. Када посматрамо потраживања, може се са сигурношћу рећи да највећи број предузећа увијек, у свом билансу, има одређени износ потраживања од купаца, те је и тај дио имовине предузећа неликвидан. Сагласно претходном, за доношење одлуке о финансирању обртних средстава предузеће треба да утврди висину сталних и повремених залиха, те минимални износ потраживања у току године.

Предузећа могу да усвоје различите политике финансирања обртних средстава. Три начина финансирања стоје им на располагању:

- дугорочно финансирање путем власничких и дугорочних дужничких хартија од вриједности, те путем дугорочних кредита;
- краткорочно финансирање путем издавања краткорочних хартија од вриједности и краткорочних кредита; и
- спонтано финансирање као што су обавезе према добављачима, обрачунате зараде, обрачунате обавезе за порезе и сл.

Избор финансирања обртних средстава је, уствари, избор између краткорочних и дугорочних извора. У том свјетлу предузећа могу да бирају између три приступа који се разликују по давању примата једним, односно другим изворима⁹:

1. Метод финансирања према рочности везивања. Према овој методи стална обртна средства треба да буду финансирана из дугорочних извора, док се само повремене потребе за обртним средствима финансирају из краткорочних извора. Стална обртна средства подразумевају сталне потребе за залихама, потраживањима и готовином, чија је висина условљена нормалним обимом активности. Према овом методу, само минимална обртна средства су финансирана из дугорочних извора, што доводи до минималних трошкова финансирања. Овај метод тежи максимизирању рентабилности, што доводи до значајног ризика од неликвидности. Ризик се односи и на питање: да ли ће предузеће моћи да прибави сезонске залихе и да их покрије из краткорочних обавеза због ограничене могућности краткорочног задуживања?
2. Конзервативни метод финансирања, уважавајући тешкоће које могу настати примјеном претходног метода, претпоставља да укупне потребе за обртним средствима буду финансиране из дугорочних извора. Учешће нето обртних средстава у укупним обртним средствима треба да буде такво да се само ургентне потребе могу бити финансиране из краткорочних извора. Овај метод примат даје принципу ликвидности док је рентабилност смањена због увећаних трошкова финансирања.
3. Компромисни метод финансирања је помирење претходна два метода, према којем се перманентно присутна средства израчуната као просјек вриједности средстава у току године финансирају из дугорочних извора, док се остатак средстава финансира из краткорочних.

Када потребе за обртним средствима расту, финансијски менаџер треба да нађе оптималне изворе финансирања. Велики број предузећа има уговоре са својим банкама за револвинг кредите, или овердрафт средства, што представља плански приступ у управљању изво-

⁹ Красуља; Иванишевић: „Пословне финансије”, Центар за издавачку дјелатност Економског факултета у Београду; Београд, 2005. стр. 169.

рима финансирања. У супротном, трошкови додатног капитала могу да буду високи. За предузећа би било оптимално када би успјела да усагласе услове које добијају од добављача са условима које дају својим купцима.

3. Условљеност висине нето обртних средстава вредновањем позиција обртне имовине и краткорочних обавеза

Нето обртна средства, односно нето обртни капитал не означава ниједну конкретну позицију у билансу стања, него представља разлику између укупних обртних средстава и краткорочних обавеза. Висина нето обртних средстава између осталог условљена је и начином процјењивања појединих позиција обртних средстава и краткорочних обавеза. Уколико су обртна средства прецијењена а краткорочне обавезе потцијењене, висина нето обртних средстава ће бити већа од стварне висине и даваће лажну слику аналитичарима финансијских извјештаја о финансијском здрављу предузећа. Тако се може десити да предузећа реално имају исти ниво нето обртних средстава, али због усвојених правила процјењивања појединих позиција, приказују њихову различиту висину.

Ставке обртних средстава су увијек прецијењене када им је књиговодствена вриједност већа од њихове продајне цијене умањене за трошкове продаје; односно када им је књиговодствена вриједност већа од износа готовине у који ће се конвертовати.

Ако посматрамо хартије од вриједности, њихова накнадна вриједност зависи од сврхе њиховог држања. Хартије од вриједности, расположиве за продају, вреднују се по набавној вриједности док се хартије од вриједности намијењене продаји вреднују по тржишној вриједности на дан састављања биланса. До прецјењивања ових позиција долази када је њихова књиговодствена вриједност већа од тржишне цијене на дан састављања биланса а предузеће у складу са принципом импаритета није извршило признавање губитка од обезвређења.

Вредновању залиха предузећа треба да поклоне посебну пажњу. Према Међународном рачуноводственом стандарду 2 – Залихе, залихе готових производа се вреднују по цијени коштања, која укључује трошкове материјала, директног рада, те опште фиксне и опште варијабилне трошкове, али само њихов стандардни дио. Неријетко се дешава да предузећа због високих негативних одступања трошкова од стандардно утврђених, те због недовољног искориштења капацита-

тета, залихе готовинх производа и недовршене производње вреднују по стварној цијени коштања која значајно одступа од стандардне. У том случају, уколико је производња већа од продаје у једном обрачунском периоду, долази до преваљивања једног дијела трошкова на будуће периоде, те прецјењивања залиха. У том периоду предузеће исказује висока нето обртна средства. До откривања нереално високог износа нето обртних средстава долази у периоду када је продаја већа од производње и када се залихе готовинх производа конвертују у потраживања од купаца, или готовину у износу мањем од износа залиха, а предузеће оствари губитак од продаје.

Према Стандардима¹⁰, предузеће накнадно вредновање залиха може да користи ФИФО, или метод просјечне цијене. У условима и најмање инфлације вриједност залиха кориштењем методе просјечне цијене је нижа него кориштењем ФИФО методе. Нето обртна средства су потцијењена за износ разлике између вредновања залиха по ФИФО и методи просјечне цијене.

Потраживања од купаца и остала потраживања су прецијењена када износ готовине по основу наплате ових потраживања превазилази њихову књиговодствену вриједност. У условима кризе, предузећа се суочавају са значајним износом сумњивих и спорних потраживања. Наплата потраживања од предузећа у стечају и ликвидацији је веома спора и по износу увијек мања од иницијалног износа потраживања. Надаље, предузећа често купцима зарачунавају затезне камате које не успију наплатити због вансудског поравнања са таквим купцима како би се обезбиједила наплата било каквог износа због финансијских потешкоћа у којима се нашао купац. Посебан проблем наплате потраживања и њиховог отписа због застаријевања се дешава код комуналних предузећа чији су купци физичка лица а застара годину дана. Показатељ који може да укаже на постојање значајног износа дубиозних потраживања је квалитет прихода од продаје. Овај показатељ ставља у однос приходе од продаје и приливе од продаје, указујући на степен наплате обрачунатих прихода. Вриједност рачуна значајно испод један, указује на чињеницу да предузеће није у могућности да наплати своја потраживања, или можда врши признавање фиктивних прихода. Узимајући у обзир претходно, за исказивање

¹⁰ Међународни стандарди финансијског извјештавања, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд 2007.

тачне висине потраживања од купаца предузећа морају вршити усаглашавање потраживања са купцима најмање једном годишње, те вршити директан отпис застарјелих потраживања. Сумњива и спорна потраживања се отписују у висини процијењеног износ њиховог неуновчења. Управо нереална процјена висине отписа од стране менаџмента предузећа може значајно да утиче на исказивање мањег, односно већег износа потраживања.

На страни пасиве, краткорочне обавезе предузећа могу да буду потцијењене када је износ готовине потребне за измирење ових обавеза већи од њихове књиговодствене вриједности. Уколико се ради о краткорочним кредитима, до потцјењивања обавезе за камате може доћи уколико се промјене каматне стопе на ове кредите у складу са одредбама уговора а предузеће не изврши обрачун по овим каматним стопама. У случају обавеза у иностраној валути до потцјењивања долази јачањем стране валуте, а предузеће не изврши обрачун по новом курсу. Код обавеза према добављачима, до потцјењивања најчешће долази због необрачунавања затезних камата који су утврђене у уговорима због кашњења у плаћању. Надаље, предузеће може да изостави укалкулисавање обавеза према запосленим и држави. Ставка која се из биланса стања не може прочитати а која може значајно да утиче на стварни износ нето обртних средстава су потенцијалне обавезе. Према Стандардима, предузеће треба да у напоменама уз финансијске извјештаје објави потенцијалне обавезе и најбољу процјену њиховог износа. Ове обавезе се најчешће односе на судске спорове који се воде против предузећа. Проблем је сложенији ако се зна да се напомене уз финансијске извјештаје не објављују на берзи за предузећа која се котирају, а у највећем броју случајева предузећа не подносе овај извјештај иако је он Стандардима прописан. Уколико и дође до објављивање листе спорова који се води против предузећа, обавезно изостаје процјена њиховог износа и вјероватноћа негативног исхода спора по предузеће.

Тачност анализе финансијских извјештаја, и у склопу тога одређивање висине нето обртних средстава, првенствено зависи од тачности рачуноводствених података и презентовани финансијских извјештаја. Управо ревизија финансијских извјештаја обезбјеђује њихов кредитбилитет.

4. Нето обртна средства и профитабилност предузећа која се котирају на службеном тржишту Бањалучке берзе

У овом дијелу рада биће приказани резултати истраживања који се односе на нето обртна средства и профитабилност предузећа која се котирају на службеном тржишту Бањалучке берзе. Истраживањем је обухваћено 40 акционарских друштва из нефинансијског сектора. Искључена су акционарска друштва из финансијског сектора будући да она послују под строгим правилима Агенције за банкарство, те би њихово укључивање у истраживање искривило добијене резултате. Потребно је нагласити да у Републици Српској послује 611 емитената, али да се на службеном тржишту котира само њих 40 (из нефинансијског сектора). Иако постоји велики број емитената, са акцијама појединих предузећа није се трговала неколико година. Док је њих 60 суспендовано због недостављања финансијских извјештаја. Предузећа чијим се акцијама континуирано тргује су предмет интересовања из разлога што су њихови извјештаји јавно доступни; према Закону о привредним друштвима обавезна је ревизија њихових финансијских извјештаја; ова предузећа могу поред задуживања, емитовати акције у случају потребе за дугорочним изворима јер постоји тражња за њиховим акцијама; обављају различите дјелатности што омогућава доношење одређених закључака по привредним гранама. Обухваћена предузећа су из области производње метала, нафте и електричне енергије; саобраћаја; трговине и услуга; грађевинарства; и прехране.

Истраживањем је обухваћена 2007, 2008. и 2009. година гдје се 2009. година сматра годином када су предузећа у Републици Српској била погођена кризом. Циљ истраживања је утврдити да ли је профитабилност, мјерена стопом поврата на сопствени капитал (ROE), у наведеном периоду била под утицајем промјена у нето обртним средствима. Односно, да ли су висина нето обртних средстава и профитабилност обрнуто пропорционалне величине. У циљу тестирања хипотезе кориштен је Пирсонов коефицијент корелације, гдје су независне промјенљиве нето обртна средства и принос на сопствен капитал (ROE).

4.1. Предузећа са негативном стопом приноса на сопствени капитал у посматраном периоду

Прије него што буду приказани резултати статистичког истраживања, потребно је да наведена предузећа подијелимо у двије групе како бисмо објаснили однос између двије независне варијабле. У прву групу сврставамо предузећа која су у цијелом посматраном периоду била у губитку, док се у другој групи налазе остала предузећа. Прву групу предузећа карактеришу високи губици, који се протежу годинама, а негативна стопа приноса на сопствени капитал износе 18-80%. Код ових предузећа губитак је посљедица постојања високих фиксних трошкова и малог обима продаје. У посматраном периоду, ова предузећа биљеже рапидан раст негативних нето обртних средстава која су посљедица првенствено високих обавеза према банкама по основу краткорочних кредита, али и високих обавеза према добављачима. На страни обртних средстава учешће потраживања од купаца је мало наспрам учешћа обавеза према добављачима, запосленим и држави што доводи до негативних нето обртних средстава. Да би измирила обавезе према добављачима, ова предузећа се краткорочно задужују, што повећава расходе и има за резултат већи губитак. Овај процес се наставља из године у годину. Криза која је погодила нашу привреду 2009. године, само је погоршала и до тада тешку ситуацију у овим предузећима.

Линеарном корелацијом показана је међусобна повезаност нето обртних средстава и ROE код ових предузећа. У наредним табелама, НОС је скраћеница за нето обртна средства, ROE за принос на сопствени капитал док број крај скраћеница показује годину за коју је извршено истраживање. Из Табеле 2. уочавамо да у 2007. години постоји слаба корелација између промјенљивих (коефицијент Пирсонове корелације износи 0.31). Интересантно је уочити да је повезаност директно сразмјерна, што указује да са падом профитабилности долази до пада и нето обртних средстава. Међутим у Табелама 3. и 4. повезаност ових промјенљивих расте на 0.622 у 2008. години (што се сматра умјереним степеном корелације), до 0.818 у 2009. години што представља висок степен корелације. Овај степен корелације (0.818) показује веома јаку повезаност између посматраних промјенљивих.

Табела 2. Корелација 07

| | | NOS7 | ROE7 |
|------|---------------------|------|------|
| NOS7 | Pearson Correlation | 1 | .311 |
| | Sig. (2-tailed) | | .549 |
| | N | 6 | 6 |
| ROE7 | Pearson Correlation | .311 | 1 |
| | Sig. (2-tailed) | .549 | |
| | N | 6 | 6 |

Табела 3. Корелација 08

| | | NOS8 | ROE8 |
|------|---------------------|------|------|
| NOS8 | Pearson Correlation | 1 | .622 |
| | Sig. (2-tailed) | | .187 |
| | N | 6 | 6 |
| ROE8 | Pearson Correlation | .622 | 1 |
| | Sig. (2-tailed) | .187 | |
| | N | 6 | 6 |

Табела 4. Корелација 09

| | | NOS9 | ROE9 |
|------|---------------------|-------|-------|
| NOS9 | Pearson Correlation | 1 | .818* |
| | Sig. (2-tailed) | | .047 |
| | N | 6 | 6 |
| ROE9 | Pearson Correlation | .818* | 1 |
| | Sig. (2-tailed) | .047 | |
| | N | 6 | 6 |

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

На овај начин је потврђена теорија да неликвидност у дужем року засигурно доводи и до непрофитабилности предузећа.

4.2. Предузећа која се котирају на службеном тржишту бањалучке берзе (без предузећа са негативном стопом приноса у цијелом посматраном периоду)

Код осталих посматраних предузећа однос нето обртних средстава, ликвидности и профитабилности зависи од низа фактора као што су: привредна грана у којој послују, услови продаје производа купцима, положај на тржишту (монополисти), конкуренција и сл. Анализирајући финансијске извјештаје, могуће је уочити одређене закони-

тости код предузећа која своје производе и услуге продају за готово; електродистрибуција; и хидроелектрана и термоцентрала.

Предузећа која продају своје производе и услуге за готово, послују са негативним нето обртним средствима, јер је вријеме везивања текућих обавеза много дуже од времена везивања залиха и потраживања. На тај начин, ова предузећа бесплатно користе туђа средства. У ову групу предузећа се убрајају предузећа која пружају услуге превоза, комуналне услуге и трговине. У посматраним периодима, ова предузећа су била профитабилна, а однос нето обртних средстава и стопе приноса на сопствени капитал је обрнуто пропорционалан.

Другу групу предузећа коју можемо издвојити су електродистрибуције. У 2008. години, ова предузећа остварују раст ROE у односу на 2007. али, истовремено, биљеже пад ROE у 2009. године у односу на 2008. Пад ROE произилази из смањења прихода које прати повећање амортизације и повећање или стагнирање трошкова зарада. До смањења нето обртних средстава, у већини случајева, дошло је због повећања обавеза. Поређењем нето обртних средстава и нето готовинских обртних средстава, можемо уочити да су код свих предузећа у посматраним периодима нето неновчана обртна средства мања од нето обртних средстава. То указује да готовина и краткорочни пласмани значајно превазилазе краткорочне обавезе предузећа.

Хидроцентралне и термоелектране у посматраним годинама остварују раст нето обртних средстава. У оквиру обртних средстава ова предузећа располажу са готовином, која је често једнака износу укупних текућих обавеза, што указује на прекомјерну ликвидност. Истовремено, сви вишкови готовине пласирани су на кратак рок као остали краткорочни пласмани. Готовина, заједно са осталим краткорочним пласмани, превазилазе износ краткорочних и дугорочних обавеза. Из претходног слиједи да се нето обртна средства финансирају из сопственог капитала. Иако се нето обртна средства у посматраним годинама код ових предузећа повећавају, истовремено у 2008. години у односу на 2007. долази до раста ROE. У 2009. години, хидроелектране остварују раст, а термоелектране пад ROE. Пад ROE код термоелектрана посљедица је незнатног смањена прихода, али, истовремено, и раста трошкова зарада и трошкова амортизације. Код ових предузећа, будући да се нето обртна средства финансирају из сопственог капитала, раст нето обртних средстава не доводи до ра-

ста трошкова финансирања, па, самим тиме, не долази ни до пада профитабилности.

Остала предузећа која се у највећем броју баве производњом метала, прехраном и грађевинарством показују различите односе ове двије варијабле у посматраним годинама. Највећи број ових предузећа у 2007. а посебно у 2008. години, остварују позитивну вриједност ROE, док половина посматраних предузећа у 2009. години остварује нето губитак. Интересантно је уочити да је код свих предузећа која су у 2009. години остварила нето губитак, дошло до смањења нето обртних средстава, што се објашњава слиједећим: У условима кризе приходи од продаје код производних предузећа опадају што има за последицу и смањење потраживања од купаца али и готовине. Истовремено залихе се не могу брзо прилагодити паду активности који је изазван кризом, а посебно код предузећа са дугим производним циклусом. С друге стране, због извршених поруцби материјала, обавезе према добављачима такође се тешко смањују, док обавезе према радницима углавном остају исте. Све ово указује на проблем прилагођавања нето обртних средстава паду активности предузећа.

Резултати Пирсонове корелације приказани су у Табелама 5, 6, и 7.

Табела 5. Корелација 07

| | | NOC7 | ROE7 |
|------|---------------------|------|------|
| NOC7 | Pearson Correlation | 1 | .255 |
| | Sig. (2-tailed) | | .218 |
| | N | 25 | 25 |
| ROE7 | Pearson Correlation | .255 | 1 |
| | Sig. (2-tailed) | .218 | |
| | N | 25 | 25 |

Табела 6. Корелација 08

| | | NOC8 | ROE8 |
|------|---------------------|------|------|
| NOC8 | Pearson Correlation | 1 | .292 |
| | Sig. (2-tailed) | | .157 |
| | N | 25 | 25 |
| ROE8 | Pearson Correlation | .292 | 1 |
| | Sig. (2-tailed) | .157 | |
| | N | 25 | 25 |

Табела 7. Корелација 09

| | | NOC9 | ROE9 |
|------|---------------------|------|------|
| NOC9 | Pearson Correlation | 1 | .294 |
| | Sig. (2-tailed) | | .154 |
| | N | 25 | 25 |
| ROE9 | Pearson Correlation | .294 | 1 |
| | Sig. (2-tailed) | .154 | |
| | N | 25 | 25 |

У све три посматране године, степен корелације између нето обртних средстава и стопе приноса на сопствени капитал се креће у интервалу од 0.255 до 0.294, што се сматра веома ниским степеном корелације. Поред тога, степен корелације промјенљивих је позитиван, што указује да са растом једне промјенљиве долази до раста и друге.

На основу претходног можемо закључити да код посматраних предузећа у периоду од 2007. до 2009. године нето обртна средства нису значајно утицала на профитабилност. Много је разлога који су довели до оваквих резултата. Првенствено је то различита структура обртне имовине, краткорочних обавеза, те начин финансирања нето обртних средстава. Када говоримо о структури обртне имовине, предузећа често вишкове готовине пласирају другим предузећима у облику краткорочних кредита, или орочавају у бакама. Финансијски приходи које по том основу ова предузећа остварују, односно каматна стопа на орочена средства често надмашује стопу приноса на укупан капитал. Због тога, уколико нето обртна средства расту јер се у структури обртних средстава повећавају краткорочни пласмани, неће доћи до пада профитабилности у предузећу. Структура краткорочних извора, такође, утиче на профитабилност. Уколико спонтане изворе финансирања замијенимо краткорочним кредитима, нето обртна средства остају иста, али долази до пада нето добитка. И наравно, начин финансирања нето обртних средстава, дугорочни кредити или сопствени капитал, такође утичу на профитабилност.

Закључак

За остваривање планиране пословне активности предузеће треба да располаже одређеном висином и структуром обртних средстава, те да обезбиједи изворе њиховог финансирања. Улагања у обртна средства су неизбјежна да би се обезбиједила испорука добара и

услуга до потрошача. За предузеће би било најбоље када би ова средства финансирало из спонтаних извора, што би значило бесплатно кориштење туђих средстава. Међутим, због немогућности усаглашавања расположивости обртних средстава са роковима плаћања краткорочних обавеза, предузећа треба да располажу са одређеним износом нето обртних средстава у циљу обезбјеђења ликвидности. С друге стране, преобимна нето обртна средства смањују профитабилност предузећа.

Управљање нето обртним средствима би требало да обезбиједи жељени утицај и на профитабилности и на ликвидност. Ефикасно управљање првенствено подразумијева одређивање оптималног износа и структуре обртних средстава и краткорочних извора, односно нето обртних средстава за одређени ниво производње и продаје. Водећи рачуна и о ликвидности и профитабилности, предузеће треба да одреди оптимални ниво готовине, потраживања и залиха, а затим да ова обртна средства финансира из најјефтинијих извора. Постизање равнотеже између профитабилности и ликвидности подразумијева доношење одлука који се односе на дужи рок.

У кратком року може доћи до раста профитабилности због повећања продаје, изазване смањењем цијена или пружањем блажих кредитних услова купцима, али, у дугом року, профит се може смањити ако трошкови везани за нето обртна средства превазилазе користи од држања више залиха и /или потраживања. Предузеће може бити профитабилно, али ако не генерише готовину из пословања у истом пословном циклусу предузеће мора да позајмљује да би подржало континуиране потребе за обртним средствима. Све наведено указује да при одређивању оптималног нивоа нето обртних средстава морају бити узети у обзир бројни интерни и екстерни фактори.

Истраживање проведено на предузећима која се котирају на службеном тржишту Бањалучке берзе, показало је низак степен слагања нето обртних средстава и профитабилности. То никако не значи да нето обртна средства немају утицај на профитабилност, него само чињеницу да свако појединачно предузеће има различиту структуру обртних средстава, краткорочних обавеза, и извора финансирања нето обртних средстава, који различито утичу на профитабилност. Структура обртних средстава и краткорочних обавеза зависи од низа фактора као што су пословна ефикасност, политика залиха, политика задуживања, кориштена технологија и природа гране у којој предузеће послује. Надаље, висина нето обртних средстава је само један фактор који утиче на профитабилност. У условима кризе, анализа

утицај нето обртних средстава на профитабилност постаје још сложенија будући да су активирани додатни екстерни фактора који утичу на профитабилност.

Литература

1. Abdul Raheman and Mohamed Nasr: „Working Capital Management And Profitability – Case Of Pakistani Firms”, International Review of Business Research Papers Vol.3 No.1. March 2007.
2. Grzegorz Michalski: „Value based management approach in inventory management”, Biblid 0025-8555, 61(2009), Vol. LXI, br. 1-2, str. 36-47, 2009.
3. Kesseven Padachi: „Trends in Working Capital Management and its Impact on Firms’ Performance: An Analysis of Mauritian Small Manufacturing Firms”, International Review of Business Research Papers, Vo.2 No. 2. October 2006, Pp. 45 -58
4. Красуља; Иванишевић: „Пословне финансије”, Центар за издавачку дјелатност Економског факултета у Београду; Београд, 2005.
5. Микеревић Драган: „Финансијски менаџмент”, ФИНРАР и Економски факултет Бања Лука; Бања Лука 2010.
6. N. R. Parasuraman: „Working Capital Practices in leading pharmaceutical companies - a view of the credit policy and profitability”, The management accounting; official organ of the institute of cost and works accountants of India, Delhi Office, New Delhi, decembar 2004.
7. Стевановић, Милићевић, Малинић: „Управљачко рачуноводство”, Центар за издавачку дјелатност Економског факултета у Београду; Београд, 2010.
8. Sadri, Sorab, Sharukh: „Understanding working capital management”, Rai Business School, Mumbai, March 2006.
9. Carmine Bianchi: „An educational dynamic model for net working capital management in a trading wholesale firm”, www.systemdynamics.org/conferences/1995/proceed/.../bianc366.pdf
10. New York University, Leonard N. Stern school of business http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/noncashwc.htm
11. www.blberza.com