

# ANALIZA UTICAJA PRIVATIZACIJE NA POSLOVANJE I PERFORMANSE PREDUZEĆA U SRBIJI

prvo izdanje

Katica Radosavljević  
Branko Mihailović

INSTITUT ZA EKONOMIKU POLJOPRIVREDE



# **ANALIZA UTICAJA PRIVATIZACIJE NA POSLOVANJE I PERFORMANSE PREDUZEĆA U SRBIJI**

prvo izdanje

**Katica Radosavljević**  
**Branko Mihailović**  
Insitut za ekonomiku poljoprivrede Beograd



**Katica Radosavljević**

ORCID ID <https://orcid.org/0000-0002-5609-8399>

**Branko Mihailović**

ORCID ID <https://orcid.org/0000-0002-2398-6568>

**ANALIZA UTICAJA PRIVATIZACIJE NA POSLOVANJE I PERFORMANSE  
PREDUZEĆA U SRBIJI**  
prvo izdanje naučne monografije

Izdavač:

**Institut za ekonomiku poljoprivrede**

Volgina 15, Beograd

tel. +381 11 697 2858

e-mail: [office@iep.bg.ac.rs](mailto:office@iep.bg.ac.rs)

[https:// www.iep.bg.ac.rs](https://www.iep.bg.ac.rs)

Recenzenti

**Prof. dr Boris Kuzman, naučni savetnik**

Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd

**Prof. dr Mirela Mitrašević, redovni profesor**

Fakultet poslovne ekonomije Bijeljina, Univerzitet u Istočnom Sarajevu

**Prof. dr Svetlana Vukotić, redovni profesor**

Fakultet za primenjeni menadžment, ekonomiju i finansije Beograd, Univerzitet  
Privredna akademija Novi Sad

Za izdavača

**Prof. dr Jonel Subić, naučni savetnik, direktor**

Direktor i odgovorni urednik:

**Prof. dr Jonel Subić**

**E-book**

Štampa: **Institut za ekonomiku poljoprivrede**

Volgina 15, Beograd

Tiraž: 100 CD-a

Godina

**2024.**

ISBN 978-86-6269-139-2

## SADRŽAJ

<b>UVOD</b> .....	1
<b>DEO I POJAM I KONCEPT PRIVATIZACIJE</b> .....	5
1.1. Ciljevi privatizacije u post-socijalističkim zemljama.....	5
1.2. Istorijat privatizacije u Srbiji.....	7
1.3. Privatizacija u Srbiji nakon 2001. godine.....	10
1.4. Tender kao metod prodaje.....	18
<b>DEO II PREGLED MERILA PERFORMANSI PREDUZEĆA</b> .....	21
2.1. Tradicionalna merila performansi.....	23
2.1.1. Računovodstveni dobitak.....	25
2.1.2. Analiza profitabilnosti ulaganja i kapitala.....	29
2.1.2.1. Stopa prinosa na ukupna sredstva – ROA.....	29
2.1.2.2. Stopa prinosa na sopstveni kapital – ROE.....	31
2.1.3. Racio analiza.....	33
2.1.3.1. Pokazatelji likvidnosti.....	34
2.1.3.1.1. Opšti racio likvidnosti.....	35
2.1.3.1.2. Rigorozni racio likvidnosti.....	36
2.1.3.1.3. Neto obrtni kapital.....	37
2.1.3.2. Pokazatelji solventnosti.....	38
2.1.3.2.1. Racio pokrića stalne imovine.....	39
2.1.3.2.2. Racio pokrića zaliha neto obrtnim kapitalom.....	40
2.1.3.2.3. Racio pokrića obrtne imovine neto obrtnim kapitalom.....	40
2.1.3.2.4. Racio zaduženosti.....	41
2.1.3.2.5. Racio pokrića obaveza neto novčanim tokovima iz poslovanja.....	42
2.1.3.2.6. Racio pokrića kamata zaradom.....	42
2.1.3.2.7. Racio pokrića kamata neto novčanim tokovima iz poslovanja.....	43
2.1.3.3. Pokazatelji efikasnosti upravljanja imovinom i izvorima.....	43
2.1.3.3.1. Racio obrta poslovne imovine.....	44
2.1.3.3.2. Racio obrta fiksne imovine.....	45

2.1.3.3.3. Racio obrta kapitala.....	45
2.1.3.3.4. Racio obrta obrtne imovine.....	46
2.1.3.3.5. Racio obrta zaliha.....	46
2.1.3.3.6. Racio obrta potraživanja od kupaca.....	47
2.1.3.3.7. Racio obrta obaveza prema dobavljačima.....	47
2.1.3.4. Pokazatelji profitabilnosti.....	48
2.1.3.4.1. Stopa bruto poslovnog dobitka.....	48
2.1.3.4.2. Stopa neto poslovnog dobitka.....	49
2.1.3.4.3. Racio neto profitne marže.....	49
2.1.3.4.4. Racio bruto profitne marže.....	50
2.2. Prednosti i nedostaci merila performansi.....	50
2.3. Savremena merila performansi.....	54
2.3.1. Dodata tržišna vrednost – MVA.....	56
2.3.2. Dodata ekonomska vrednost – EVA.....	59
2.3.3. Rezidualni dobitak.....	67
2.3.4. Vrednost za akcionare – SV.....	69
2.3.5. Dodata vrednost za akcionare – SVA.....	69
2.3.6. Stopa gotovinskog prinosa na ulaganja – CFROI.....	73
2.3.7. Višak prinosa – ER.....	75
2.3.8. Dodata gotovinska (novčana) vrednost – CVA.....	76
2.4. Tržišna merila performansi.....	78
2.4.1. Dobitak po akciji.....	79
2.4.2. Odnos tržišne cene akcija i dobitka po akciji.....	82
2.4.3. Racio plaćanja dividendi.....	83
2.4.4. Interna stopa rasta.....	83
2.4.5. Dividendni prinos običnih akcionara.....	84
2.4.6. Ukupan prinos akcionara – TSR.....	85

<b>DEO III ANALIZA PERFORMANSI PRIVATIZOVANIH PREDUZEĆA.....</b>	<b>88</b>
3.1. Izbor uzorka preduzeća i opis metodologije.....	88
3.2. Performanse preduzeća pre i posle privatizacije.....	90
3.3. Analiza promena performansi.....	106
3.4. Finansijski konsalting kao podrška privatizovanim preduzećima..	117
3.4.1. Svrha i priroda finansijskog konsaltinga.....	122
3.4.2. Komponente finansijsko-računovodstvene analize.....	125
3.4.3. Davanje saveta o poslovnim kupovinama i spajanjima.....	128
3.4.3. Funkcija konsultantskih usluga u finansijskom restrukturiranju preduzeća.....	131

<b>DEO IV ANALIZA EKONOMSKIH PERFORMANSI PODUNAVSKOG OKRUGA NAKON PRIVATIZACIJE.....</b>	<b>135</b>
4.1. Ključni ekonomski indikatori.....	135
4.2. Investicije i razvoj.....	139
4.3. Tehnološki i IT potencijal.....	142
4.4. Indikatori ekonomije znanja.....	145
4.5. Trendovi na tržištu rada.....	152
4.6. Analiza postojećih i budućih potreba visokoobrazovne radne snage Podunavskog okruga.....	155
4.6.1. Obrazovna struktura stanovništva.....	155
4.6.2. Kreiranje i gašenje poslova po regionima.....	158
4.6.3. Trenutne potrebe za visokoobrazovanim kadrovima u oblasti preduzetništva i poljoprivrede.....	159
4.6.4. Restrukturiranje preduzeća i kreiranje novog sektora kao determinante buduće potrebe za visokoobrazovanim kadrovima... 4.6.5. Razvoj ljudskog kapitala i veće socijalno uključivanje.....	160 166
<b>DEO V STUDIJA SLUČAJA: FINANSIJSKA ANALIZA I PROCENA VREDNOSTI PREDUZEĆA U POSTUPKU PRIVATIZACIJE.....</b>	<b>169</b>
5.1. Analiza finansijskog rezultata.....	169
5.1.1. Analiza strukture i rasporeda ukupnog prihoda.....	169
5.1.2. Analiza strukture finansijskog rezultata.....	172
5.1.3. Analiza rentabilnosti.....	173
5.2. Analiza imovinskog položaja.....	174
5.2.1. Struktura ukupne aktive.....	174
5.2.2. Struktura poslovnih sredstava i izvora poslovnih sredstava.....	174
5.3. Analiza finansijskog položaja.....	176
5.3.1. Analiza finansijske ravnoteže.....	176
5.3.2. Analiza zaduženosti.....	179
5.3. Rezime finansijske analize.....	179
5.4. Procena vrednosti preduzeća u postupku privatizacije.....	182
5.4.1. Primena propisa i metode procene kapitala preduzeća u postupku privatizacije.....	183
5.4.2. Rezime procenjene vrednosti kapitala preduzeća.....	187
5.4.3. Knjigovodstvena vrednost i struktura kapitala.....	189
5.4.4. Procena vrednosti kapitala po metodu DNT.....	189

5.4.5. Procena vrednosti kapitala po metodu likvidacione vrednosti.....	199
5.4.6. Zaključak o vrednosti ukupnog kapitala.....	202
<b>ZAKLJUČAK.....</b>	<b>204</b>
<b>LITERATURA.....</b>	<b>206</b>

## **Predgovor**

*Ova monografija je fokusirana na detaljnu analizu poslovanja i performansi privatizovanih preduzeća u Republici Srbiji. Namera je da se sa određene vremenske distance od početka i sprovođenja procesa privatizacije objektivno sagledaju njeni efekti na performanse preduzeća. Naime, na performanse preduzeća deluju mnogobrojni faktori koji vrlo često imaju kompleksno i multiplikovano dejstvo. Privatizacija kao vlasničko restrukturiranje predstavlja „inicijalnu kapislu“ za ostale oblike restrukturiranja kao što su: poslovno, tržišno, organizaciono i finansijsko restrukturiranje. Privatizacija bi trebalo da bude sredstvo za unapređenje poslovne efikasnosti preduzeća, a ne cilj sam po sebi.*

*Shodno tranzicionom iskustvu zemalja koje su koristile jedan od sledećih modela privatizacije: reprivatizacija, prodaja, besplatna podela i akcionarstvo zaposlenih, Srbija se 2001. godine opredelila za model prodaje u postupku privatizacije. Posledično, cilj monografije je da se izvrši dijagnoza stanja i analizira kakav je impakt privatizacija imala na performanse preduzeća. Dragocen oslonac za ostvarivanje navedenog cilja predstavljaju poređenja merila performansi preduzeća pre i nakon privatizacije. Istraživanje će biti sprovedeno u formi ex post studije uz upotrebu tradicionalnih i savremenih merila performansi i biće najvećim delom usmereno na preduzeća privatizovana tenderskom prodajom.*

*U cilju sveobuhvatnijeg sagledavanja privatizacije u Srbiji u poslednjom delu monografije analizirana je “Studija slučaja: finansijska analiza i procena vrednosti preduzeća u postupku privatizacije” koja se sprovodi aukcijskom prodajom. Na taj način su obuhvaćena oba modela privatizacije kako bi se kompletirala analiza uticaja privatizacije na poslovanje i performanse preduzeća u Srbiji.*

*Monografija je deo istraživanja finansiranih od strane Ministarstva nauke, tehnološkog razvoja i inovacija Republike Srbije, definisanih ugovorom broj 451-03-66/2024-03/200009 od 5.2.2024.*

***Autori monografije***



## UVOD

Novi koncept privatizacije u Republici Srbiji sprovodi se od 2001. godine po osnovu Zakona o privatizaciji, koji se bazira na metodu prodaje kapitala i imovine preduzeća. Prema novom konceptu, tender kao metod prodaje se primenjuje u prodaji velikih preduzeća, a aukcija u prodaji malih i srednjih preduzeća. Međutim, sam proces privatizacije se u Republici Srbiji sprovodi od 1990. godine, kada su bili primenjivani različiti modeli besplatne distribucije kapitala zaposlenima, penzionerima i građanima, ali je on nakon 2001. godine, donošenjem novog zakona, znatno ubrzan. Privatizacija označava transfer sredstava koja su nekada bila u državnom i društvenom vlasništvu u ruke privatnog sektora.<sup>1</sup>

Proces privatizacije u post-socijalističkim zemljama sproveden je sa višestrukim ciljevima, među kojima je i unapređenje poslovanja preduzeća i celokupne nacionalne privrede, odnosno njihovo prilagođavanje tržišnim uslovima poslovanja. Brza adaptacija je neophodna zbog stalnih promena u okruženju.<sup>2</sup> Naime, cilj privatizacije nije samo promena vlasničke strukture preduzeća, već i povećanje efikasnosti poslovanja tih preduzeća, kao i njihove konkurentnosti, kako kroz modernizaciju proizvodnje i uvođenje novih tehnologija, tako i efikasnijim upravljanjem preduzećima, čiji će cilj poslovanja biti maksimizacija ostvarene vrednosti. Zemlje sa najboljim performansama u domenu konkurentnosti se karakterišu i dobrim upravljanjem i vođenjem politike, dok zemlje sa lošim iskustvima u ovom domenu imaju značajne strukturne probleme upravljanja.

Zemlje sa najboljim performansama u domenu konkurentnosti se karakterišu i dobrim upravljanjem i vođenjem politike, dok zemlje sa lošim iskustvima u

---

<sup>1</sup> Kecman-Šušnjar, A. V. (2013): *Efekti privatizacije preduzeća od strateškog interesa u privredi Srbije*, Univerzitet u Beogradu.

<sup>2</sup> **Radosavljević, K.**, Pătărlăgeanu, S.R., **Mihailović, B.**, Mitrašević, M. (2024): "Marketing Channels as a Factor of Sustainable Agribusiness". *The 7 th International Conference on Economics and Social Sciences Exploring Global Perspectives: The Future of Economics and Social Sciences*, June 13-14, Bucharest University of Economic Studies, Romania, str. 39-48.

ovom domenu imaju značajne strukturne probleme upravljanja.<sup>3</sup> Ipak, dometi privatizacije u ispunjenju gotovo svih proklamovanih ciljeva, bili su često razočaravajući. Istovremeno, privatizacija se u Srbiji dugo odvija, a bilo je i njenog poništavanja.<sup>4</sup>

U literaturi se mogu naći mnogi argumenti za i protiv privatizacije, pa se kao prednosti privatizacije navodi to da privatizacija utiče na povećanje privatnog sektora i samim tim na stopu rasta, da jača tehnološki razvoj i preduzetništvo. Takođe, navodi se da su privatna preduzeća efikasnija od državnih, što je u praksi i dokazano, i da je proces privatizacije koristan za državni budžet. Kao nedostaci privatizacije navode se povećanje troškova, smanjenje zaposlenosti i gubitak kvaliteta.<sup>5</sup> Motive za otpočinjanje procesa privatizacije bi trebalo uvek tražiti u povećanju konkurentnosti preduzeća promenom vlasničke strukture, a samim tim i podizanja opšteg nivoa efikasnosti privrede.<sup>6</sup> Imajući u vidu oprečna mišljenja o dometima procesa privatizacije u Srbiji, u ovom radu biće učinjen pokušaj da se uspešnost privatizacije oceni upravo putem sagledavanja njenog uticaja na performanse privatizovanih preduzeća.

S obzirom na navedeno, akcenat će biti stavljen na mikroekonomski plan, na kome bi privatizacija trebalo da osigura bolje ekonomske performanse preduzeća, a ne na makroekonomski, na kome privatizacija treba da dovede do veće ravnoteže glavnih agregata nacionalne privrede kao što su, između ostalih, investicije i proizvodnja. Preko ključnih indikatora performansi meri se ostvarenje vizije, strategije i ciljeva preduzeća.<sup>7</sup> Merenje performansi preduzeća

---

<sup>3</sup> Stojanović, Ž., Popović, P. I., & Radosavljević, K. (2013): „The EU agricultural sector competitiveness and government effectiveness: The lessons for Serbia“, *Ekonomika preduzeća*, 61(7-8), str. 483-491.

<sup>4</sup> Kovačević, M. R. (2006): “Kako povećati efekte privatizacije”, *Ekonomski vidici*, 11(2), str. 189-198.

<sup>5</sup> Boorsma, P. (1994): *Privatisation: Political and Economical Considerations*, SISWO, Amsterdam, str. 25.

<sup>6</sup> Kostić, D. (2010): “Konflikti u procesu privatizacije i njihov uticaj na industrijalizaciju Srbije”, *Ekonomski vidici*, 15(2), str. 257-264.

<sup>7</sup> Kojić, N., Dajić, M., & Vučković, N. (2017): “Merenje i unapređenje indikatora ključnih performansi u savremenoj organizaciji”, *Ekonomski signali: poslovni magazin*, 12(2), str. 1-9.

predstavlja važan deo kontrolne i upravljačke aktivnosti, jer se kroz proces merenja određuje njegova snaga, potencijal i efikasnost.<sup>8</sup>

Cilj ove monografije je, dakle, da se sagleda i analizira kako je proces privatizacije uticao na performanse preduzeća, a na bazi poređenja merila performansi preduzeća pre i nakon privatizacije. Istraživanje će biti sprovedeno u formi ex post studije uz upotrebu tradicionalnih i savremenih merila performansi, i biće ograničeno na preduzeća privatizovana tenderskom prodajom.

U prvom delu monografije biće predstavljeni osnovni pojmovi i definicije vezane za proces privatizacije i proklamovani ciljevi privatizacije u post-socijalističkim zemljama. U nastavku se razmatra istorijat privatizacije u Srbiji i njeni ishodi, a sa akcentom na novi koncept privatizacije u Republici Srbiji koji je na snazi od 2001. godine i daje prikaz procesa prodaje preduzeća, polazeći od zakonskog okvira i pokretanja inicijative za privatizaciju do praćenja izvršenja ugovora od strane kupaca. Posebna pažnja će biti posvećena tenderu kao metodu prodaje, a biće predstavljeni i rezultati tenderske privatizacije u periodu od 2002. godine do 2011. godine, s obzirom da nakon 2011. godine nije bilo privatizacije ni jednog preduzeća putem javnog tendera. Proces privatizacije kao ključna tačka procesa tranzicije odvijao se u okvirima dominacije nametnutog modela "šok terapije, a zastupnici teorijskog pristupa tržišno liberalnog fundamentalizma imali su dominantan uticaj na kreiranje ekonomske politike u Srbiji, nakon 2000 godine.<sup>9</sup>

Drugi deo monografije biće posvećen merilima performansi preduzeća, i to vrstama tradicionalnih i savremenih merila performansi. Uspešnost preduzeća se može meriti putem dobitka, prinosa, novčanih tokova, vrednosti i naravno brojnim pokazateljima koji se baziraju na ovim konceptima.<sup>10</sup> Tradicionalni pristup merenju performansi se zasniva na dobitku i prinosu, a savremeni na novčanim tokovima i vrednosti. Pored velikog broja nedostataka koji se

---

<sup>8</sup> Kojić, N. (2010): "Finansijsko merenje performansi preduzeća u savremenim uslovima", *Ekonomski Pogledi*, 3, str. 97-106.

<sup>9</sup> Drašković, B. M., & Rajković, Z. M. (2004): "Protivurečnosti u privatizaciji-zamka jednog modela", *Ekonomski vidici*, 9(3), str. 377-384.

<sup>10</sup> Todorović, M. (2010): *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 49.

rešavaju savremenim merilima performansi, tradicionalna merila se i dalje u velikoj meri koriste u praksi. U ovom delu rada biće analizirani najvažniji pokazatelji koji se koriste za merenje performansi preduzeća, njihove osnovne karakteristike, formule za izračunavanje koje će se dalje koristiti za izračunavanje pokazatelja u trećem delu rada, kao i prednosti i nedostaci pokazatelja.

Treći deo monografije predstavlja najvažniji deo rada. U ovom delu monografije biće izvršena analiza osnovnih merila performansi preduzeća koja su ušla u postupak tenderske privatizacije, kako bi se napravilo poređenje performansi pre i nakon privatizacije i doneli preliminarni zaključci o uticaju privatizacije na uspešnost i vrednost preduzeća.

Četvrti deo monografije je posvećen analizi ekonomskog profila Podunavskog okruga nakon privatizacije. Konkretno, istražuju se: ključni ekonomski indikatori, investicije i razvoj, tehnološki i IT potencijal, indikatori ekonomije znanja, trendovi na tržištu rada, kao i postojeće i buduće potrebe visokoobrazovne radne snage Podunavskog okruga.

Na kraju, peti deo monografije se odnosi na studiju slučaja, odnosno finansijsku analizu i procenu vrednosti preduzeća u postupku privatizacije. Analiza finansijskog rezultata, imovinskog i finansijskog položaja izabranog preduzeća obuhvata petogodišnji, čime je obezbeđena vremenska uporedivost i uočavanje razvoja prinostnog i finansijskog položaja. Procenom se definiše osnovna vrednost ukupnog kapitala preduzeća koje se privatizuje. Istovremeno, određuje se donja i gornja granica raspona vrednosti kapitala, odnosno imovine preduzeća.

Imajući u vidu cilj monografije, dobijene vrednosti pokazatelja neće biti poređene sa prosečnim vrednostima u grani ili sa pokazateljima konkurenata, već će se porediti pokazatelji jednog preduzeća u nizu obračunskih perioda. Pristup koji će biti korišćen u radu je teorijsko metodološki, a biće primenjeni i sledeći naučno-istraživački metodi: metod deskripcije biće korišćen kod opisa pojedinih merila performansi i procesa privatizacije, metod analize kod izračunavanja i tumačenja merila performansi, komparativni metod kod upoređivanja merila performansi pre i nakon privatizacije i metod dedukcije i indukcije, za davanje konkretnih odgovora i generisanje opštih relevantnih zaključaka o tretiranoj problematici. U poslednjem delu monografije korišćena je studija slučaja.

## DEO I POJAM I KONCEPT PRIVATIZACIJE

### 1.1. Ciljevi privatizacije u post-socijalističkim zemljama

Pojam privatizacije se u literaturi različito definiše. Prema određenim autorima, privatizacija je transfer većinskog vlasništva u državnim kompanijama privatnom sektoru putem prodaje kapitala kompanija ili prodaje imovine nakon likvidacije<sup>11</sup> ili kreiranje tržišne ekonomije sa ciljem da kompanije posluju na komercijalnoj osnovi.<sup>12</sup> Autori Cook, Kirkpartick i Nixson definišu privatizaciju kao spektar različitih politika usmerenih ka promeni ravnoteže između državnog i privatnog sektora i usluga koje oni nude<sup>13</sup>. Drugi autori privatizaciju definišu kao transfer vlasništva nad državnom kompanijom radi efektivnije kontrole poslovanja u privatnom vlasništvu.

Pre svega, privatizacija je proces pretvaranja društvene i državne svojine u privatnu i pored uspostavljanja novih vlasničkih odnosa, obuhvata i izmene u strukturi kapitala, kao i veoma značajno vlasničko i organizaciono restrukturiranje. Privatizacija nije cilj, već sredstvo za razvoj institucija i mehanizama tržišne privrede, radi efikasnijeg prelaska na tržišni sistem. Shodno tome, privatizacija je jedna od najznačajnijih procesa u transformaciji planske privrede u tržišnu, pored toga predstavlja i značajan vid preraspodele poslova u društvu.<sup>14</sup> Opšti stav je da preduzeća u državnom vlasništvu posluju negativno i da je cilj privatizacije da ovakva preduzeća učini profitabilnim i efikasnim. Svi vidljivi aspekti tržišne ekonomije ispoljavaju se kroz proces privatizacije, od početnih uzroka lanca promena do sredstava uobličavanja institucija i mehanizama tržišne ekonomije.<sup>15</sup> Osnovni cilj privatizacije u Srbiji je

---

<sup>11</sup> Kikeri, S., Nellis, J., Shirley, M. (1994): *Privatization: Lessons from Market Economies*, World Bank Research Observer, World Bank, Washington D.C., str. 14.

<sup>12</sup> Hartley K., Parker, D. (1991): *Privatization: A Conceptual Framework*, Edward Elgar Publishing Ltd., Hants, England, str. 11.

<sup>13</sup> Cook, P., Kirkpatrick, C., Nixson, F. (1998): *Privatization, Enterprise Development and Economic Reform, Experiences of Developing and Transitional Economies*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK, str. 3.

<sup>14</sup> Stantić, S. (2016): "Usporedna analiza privatizacije u Republici Srbiji i u Mađarskoj, *Administracija i javne politike*, 4(1-2), str. 93-109.

<sup>15</sup> Đuričin, D. (1994): *Economies in Transition: privatization and related issues*, Dečije novine, Gornji Milanovac, str. 2

povećanje efikasnosti privrede, jer se društvena svojina, koja je pretežno bila zastupljena u Srbiji, pokazala kao neefikasna. Sledeći cilj privatizacije je poboljšanje finansijskog položaja države, jer prodajom društvenog i državnog kapitala država dobija znatan iznos sredstava, čime se smanjuje budžetski deficit. Vlasnička transformacija treba da doprinese i povećanju konkurencije, kao i smanjenju državne intervencije u privredi. Opstanak i razvoj podrazumevaju ponovno vrednovanje i reafirmaciju konkurentskih prednosti preduzeća i njihove pozicije na tržištu.<sup>16</sup> Proces privatizacije treba da obezbedi nove investicije, novu opremu i tehnologiju, savremene oblike upravljanja, nove forme organizacije, nova tržišta, porast proizvodnje, porast zaposlenosti, porast izvoza, kao i porast životnog standarda.

Novi uslovi na tržištu nameću i traženje novih rešenja za efikasno poslovanje.<sup>17</sup> Ciljevi novog koncepta privatizacije u Srbiji su i razvoj privatnog sektora kroz eliminisanje društvenog kapitala i uspostavljanje jasne vlasničke strukture nad preduzećima i odgovornosti vlasnika za uspeh ili neuspeh poslovanja preduzeća, odnosno uspostavljanje jakog korporativnog upravljanja i boljeg menadžmenta, u kome će rukovodstvo biti odgovorno vlasnicima. Privatizacija treba da omogući priliv inostranog kapitala (naročito u obliku direktnih investicija) izgradnjom otvorene i liberalne tržišne ekonomije i podržavanjem razvoja finansijskog tržišta. Razvijeni finansijski sistemi sa druge strane stvaraju zdrave osnove za brži rast i razvoj. Otuda se većina manjih i nerazvijenih zemalja trudi da kroz procese tranzicije što pre izgradi elemente tržišne privrede i razvijen finansijski sistem.<sup>18</sup> Naime, proces privatizacije je trebalo da reši glavne probleme sa kojima se privreda Srbije susretala, kao što su nedefinisano vlasništvo nad preduzećima i nedostatak finansijskih sredstava.

U sledećem delu monografije akcenat će biti na istorijatu privatizacije u Srbiji, koji je objašnjen kroz faze procesa privatizacije koje su definisane sa aspekta tada važećih zakona u skladu sa kojima je proces privatizacije bio regulisan.

---

<sup>16</sup> **Mihailović, B., Radosavljević, K., Popović, V.** (2021): "Development factors of management consulting in Serbia", *Ekonomika preduzeća*, 69(7-8), str. 415.

<sup>17</sup> **Radosavljević, K.** (2024): *Novi model kanala marketinga maline: nauka i praksa*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd.

<sup>18</sup> Stanković, R., Kalač, D., & Rosić, M. (2018): "Uloga finansijskih tržišta u savremenoj privredi", *Oditor: Časopis za menadžment, pravo i finansije*, Vol IV, Br. 03, str. 82-95.

## **1.2. Istorijat privatizacije u Srbiji**

Tranzicija u Srbiji, odnosno u tadašnjoj SFRJ, počela je 1989. godine, sa zakašnjenjem u odnosu na druge socijalističke zemlje, a privatizacija se odvijala tokom celog procesa tranzicije. Proces privatizacije je započet 1990. godine donošenjem Zakona o društvenom kapitalu, a od 2001. godine, privatizacije se odvija po Zakonu o privatizaciji („Službeni glasnik RS“, br. 38/2001, 18/2003, 45/2005, 123/2007, 123/2007 - dr. zakon, 30/2010 - dr. zakon i 93/2012 i „Službeni glasnik RS“, br. 83/14). Naime, pre Zakona o privatizaciji, privatizacija u Srbiji se odvijala po tri zakona: Zakona o društvenom kapitalu („Službeni list SFRJ“, br. 84/89 i 46/90), Zakona o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine u druge oblike svojine („Službeni glasnik RS“, br. 48/91, 75/91, 48/94 i 51/94), i Zakona o svojinskoj transformaciji („Službeni glasnik RS“, br. 32/97 i 10/2001).

Do 1991. godine proces privatizacija je bio regulisan federalnim zakonom, a od 1991. godine do danas, republičkim zakonom. S obzirom na zakone u skladu sa kojima je proces privatizacije bio regulisan, a koji su se primenjivali u određenom periodu, proces privatizacije u Srbiji se može podeliti u nekoliko faza:

Prvu fazu procesa privatizacije, koja je trajala od 1990. godine do 1991. godine, karakteriše Zakon o društvenom kapitalu, koji je usvojen u avgustu 1990. godine. U navedenom periodu, proces privatizacije je bio decentralizovan, uloga države je bila skoro eliminisana, a koncept je podrazumevao kupovinu preduzeća od strane radnika po povlašćenim uslovima, tj. sa popustom, čime su zaposleni u preduzećima bili favorizovani. Iako je proces privatizacije bio vrlo liberalan, zbog tadašnjih političkih prilika nije bio šire primenjivan, a tamo gde je i bio započet, obezvređen je donošenjem novih propisa, odnosno privatizovani kapital sveden je na svega nekoliko procenata.

Druga faza koja je trajala od 1991. godine do 1994. godine se odvijala na osnovu Zakona o uslovima i postupku pretvaranja društvene u druge oblike svojine, koji je donet u avgustu 1991. godine. Navedeni zakon bio je veoma sličan prethodnom zakonu, jer je primenjivan model otkupa dela preduzeća kroz otplatu akcija, a i načela na kojima se temeljio ovaj zakon bila su slična onima iz prethodnog zakona, a to su, pre svega, autonomija i dobrovoljnost. Ovim zakonom je bio regulisan nastavak sprovođenja postupka svojinske transformacije u preduzećima koja su ovaj proces započela po prethodnom

zakonu, ali nisu uspela da ga dovrše do momenta prestanka njegovog važenja, zatim transformacija društvenog kapitala koji je ostao u pasivi preduzeća, kao i revizija već izvršenog procesa privatizacije u nekim preduzećima. Iz privatizacije su bila isključena preduzeća od strateškog značaja, koja su u međuvremenu bila podržavana.

Zakonom o uslovima i postupku pretvaranja društvenog oblika svojine u druge oblike svojine uvedena je obavezna procena vrednosti koju je vršila Agencija za procenu vrednosti kapitala, što je podrazumevalo spoljnu kontrolu procesa privatizacije. Privatizacija po ovom zakonu nije imala neke značajnije rezultate, odnosno veoma mali procenat vlasništva preduzeća je prešao u vlasništvo privatnih lica, jer je zbog visoke inflacije u tom periodu, većina novca dobijenog kroz otplatu akcija obezvređena, kao i zbog poništavanje nekih do tada izvršenih postupaka privatizacije usled preispitivanja njihove zakonitosti.

U trećoj fazi, koja nije karakteristična ni po jednom određenom zakonu, a koja je trajala od 1994. godine do 1997. godine je, praktično, poništena celokupna dotadašnja privatizacija. Negde oko 500 preduzeća koja su proces privatizacije započela do 1994. godine je zatražilo zaštitu pred tadašnjim Privrednim sudom, a učešće akcionarskog dela kapitala u privredi svedeno je sa 43% na svega 3%.

Četvrta faza koja je trajala od 1997. godine do 2001. godine je vezana za Zakon o svojinskoj transformaciji, čija je primena počela 31.10.1997. godine. Privatizacijom su bila obuhvaćena javna preduzeća uz saglasnost osnivača, velika društvena preduzeća koja se transformišu po posebnom programu Vlade, kao i mala i srednja društvena preduzeća, koja će se privatizovati autonomno, a oformljeno je i ministarstvo nadležno za poslove privatizacije. Sprovođenje privatizacije je u najvećoj meri bilo u nadležnosti samih preduzeća.

Zakon o svojinskoj transformaciji bio je po zaposlene daleko najpovoljniji zakon od svih, jer je podrazumevao besplatnu podelu većeg dela kapitala, čak 60%. Zakon je nudio, po prenosu 10% vrednosti društvenog i državnog kapitala preduzeća Penzijskom i invalidskom fondu, besplatnu prodaju, tj. poklon 60% društvenog kapitala preduzeća u prvom krugu privatizacije, a preostalih 30% kapitala se moglo kupovati na otplatu po povlašćenim uslovima. U skladu sa ovim zakonom, privatizovano je 777 preduzeća.<sup>19</sup> Nedostatak ovog zakona je

---

<sup>19</sup> Agencija za privatizaciju, [www.priv.rs](http://www.priv.rs)



bio to što je jedini kriterijum za sticanje besplatnih akcija bio priznati radni staž, što je za posledicu imalo akumuliranje većinskog dela akcijskog kapitala u rukama starije populacije. Osim toga, karakteristika radničkog akcionarstva je velika disperzija vlasništva i neefikasno odlučivanje u uslovima nedovoljne informisanosti i edukacije. Pravednost procesa, s druge strane, obezbeđena je obaveznom procenom i limitiranjem prava na kapital koji je predmet transformacije. Međutim, proces privatizacije nije okončan, jer u većini situacija nije ni došlo do drugog kruga, tj. prodaje akcija na otplatu sa popustom, ali i država nije bila spremna da privatizaciju dovede do kraja. Jedan od razloga je zato što nije bilo interesovanja, a drugi što je u međuvremenu donet novi Zakon o privatizaciji. Opšte karakteristike sva tri zakona bile su da je osnov za sticanje prava na akcije (sa popustom ili besplatno) bio radni staž u društvenom i državnom sektoru, čime su, kao što je već rečeno, favorizovani zaposleni i penzioneri; autonomnost odluke o pokretanju postupka u subjektima koji se transformišu, kao i neoročenost, odnosno neobaveznost postupka.

Metodi privatizacije koji su se koristili u Srbiji do 2001. godine su interna i eksterna privatizacija i besplatna podela akcija građanima, pri čemu prednost imaju modeli besplatne distribucije kapitala zaposlenima, penzionerima i građanima, što dovodi do niskih budžetskih prihoda. U Srbiji je dominantan model privatizacije do donošenja Zakona o privatizaciji bio model radničkog akcionarstva.

Peta faza (od 2001. do danas) je karakteristična po donošenju Zakona o privatizaciji, i to 2001. godine i 2014. godine. Do donošenja najnovijeg Zakona o privatizaciji, Zakon o privatizaciji iz 2001. godine je nekoliko puta menjan i dopunjavan, kako bi se omogućilo efikasnije okončanje postupka privatizacij i prevazišle poteškoće koje su se pojavile tokom njegove primene, s tim da je osnovni koncept ostao nepromenjen.

U sledećem delu monografije analiziran je postupak privatizacije u Srbiji koji se odvija po novom Zakonu o privatizaciji, odnosno objašnjeno je šta je po Zakonu o privatizaciji predmet privatizacije, koji su modeli na osnovu kojih se sprovodi postupak privatizacije, koja su osnovna načela na kojima se proces privatizacije zasniva, ko su subjekti privatizacije i kupci u postupku privatizacije, kao i institucije koje sprovode postupak privatizacije. Takođe, u sledećem delu monografije dati su i podaci o rezultatima tenderske i aukcijske privatizacije.

### **1.3. Privatizacija u Srbiji nakon 2001. godine**

Na osnovu iskustva zemalja koje su se opredelile za jedan od navedenih modela privatizacije (reprivatizacija, prodaja, besplatna podela i akcionarstvo zaposlenih), Srbija se 2001. godine opredelila za model prodaje u postupku privatizacije. U smislu odredaba Zakona o privatizaciji iz 2001. godine, privatizacija podrazumeva promenu vlasništva nad društvenim i državnim kapitalom u subjektima privatizacije, primenom nekog od modela privatizacije. Pri tome, za razliku od društvenog kapitala koji nema imenovanog vlasnika, u pojmu državne svojine kao vlasnik javlja se država. Sa druge strane, liberalizacija trgovinskih odnosa i kapitalnog bilansa omogućila je integrisanje ekonomskog sistema Srbije u međunarodne finansijske i robne tokove. Započete promene u domenu ekonomije, iako su pod dejstvom mnogobrojnih faktora koji na njih imaju amortizaciono dejstvo, poprimile su karakter ireverzibilnih procesa.<sup>20</sup>

Prema najnovijem Zakonu o privatizaciji iz 2014. godine, pored promene vlasništva kapitala i imovine pravnih lica koja posluju društvenim i javnim kapitalom, privatizacija je i prodaja kapitala koji je prenet Agenciji za privatizaciju nakon raskida ugovora o prodaji kapitala koji su bili zaključeni sa prethodnim kupcima, kao i imovina u preduzećima kod kojih je, takođe, raskinut ugovor o prodaji kapitala i prodaja akcija i udela Akcionarskog fonda, Fonda za razvoj Republike Srbije i Republičkog fonda za penzijsko i invalidsko osiguranje. Pod javnim kapitalom se podrazumeva kapital Republike Srbije, autonomne pokrajine i jedinice lokalne samouprave.

Osnovna načela na kojima se privatizacija po Zakonu o privatizaciji iz 2001. godine zasniva su:

- Stvaranje uslova za razvoj privrede i socijalnu stabilnost. Primarni cilj nije prodaja preduzeća, već nalaženje strateškog partnera koji, svojim investicionim potencijalima, iskustvom i položajem na tržištu garantuje bolju uposlenost kapaciteta preduzeća, kao i ostvarivanje profita, kao preduslove za stvaranje efikasnog privrednog okruženja i otvaranje novih radnih mesta.
- Obezbeđenje javnosti i transparentnosti. Novi Zakon o privatizaciji je transparentan i daje mogućnost javne kontrole čitavog procesa, od momenta

---

<sup>20</sup> **Mihailović, B.**, Paraušić, V., Simonović, Z. (2007): *Analiza faktora poslovnog ambijenta Srbije u završnoj fazi ekonomske tranzicije*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd.

pokretanja inicijative za privatizaciju, pa do trenutka proglašenja kupca. Institucije koje kontrolišu postupke privatizacije i obezbeđuju njegovu javnost su Agencija za privatizaciju, ministarstvo nadležno za poslove privatizacije, Vlada Republike Srbije i Narodna Skupština Republike Srbije. Način kontrole svakog subjekta precizno je definisan Zakonom.

- Fleksibilnost. U zavisnosti od veličine i strateškog značaja subjekta koji se privatizuje, Zakon predviđa različite modele i tehnike privatizacije, što znači da se velika preduzeća privatizuju putem tendera, a mala i srednja putem aukcije.

- Formiranje prodajne cene prema fer tržišnim uslovima. Umesto birokratskog određivanja cene po kojoj će se privatizacija obaviti, koje je bilo karakteristično za prethodna zakonska rešenja, novi Zakon o privatizaciju predviđa da konačna transakciona cena bude utvrđena na osnovu tražnje kroz transparentne i konkurentne tehnike prodaje.

Pored navedenih načela, u Zakonu o privatizaciji iz 2014. godine se navode i smanjenje negativnih fiskalnih efekata i onemogućavanje korupcije.

Predmet privatizacije je društveni, odnosno državni (javni) kapital u preduzećima i drugim pravnim licima, uključujući i javna preduzeća i javni kapital iskazan u akcijama ili udelima. Pri tome, privatizacija se odnosi i na promenu vlasništva preostalog dela društvenog, odnosno državnog kapitala u preduzećima koja su delimično izvršila svojinsku transformaciju prema odredbama ranijih zakona.

Predmet privatizacije nije samo kapital, već i imovina u celini ili deo imovine subjekta privatizacije, odnosno pojedini delovi subjekta privatizacije. Prema Zakonu o privatizaciji iz 2014. godine, predmet privatizacije je i kapital i imovina preduzeća kod kojih je raskinut ugovor o prodaji kapitala, kao i akcije i udeli Akcionarskog fonda, Fonda za razvoj Republike Srbije i Republičkog fonda za penzijsko i invalidsko osiguranje.

Predmet privatizacije može biti i zemljište koje je upisano u nadležnim registrima za upis prava na nepokretnostima kao društvena, mešovita ili svojina subjekta privatizacije. Predmet privatizacije ne mogu biti prirodna bogatstva, dobra u opštoj upotrebi, dobra od opšteg interesa, kao i kulturna dobra u javnoj svojini upisana u registar kulturnih dobara.

Subjekti privatizacije su društvena preduzeća koja posluju samo sredstvima u društvenoj svojini, zatim preduzeća koja posluju kao društva kapitala a imaju

mešovitu strukturu kapitala (i društveni i privatni ili državni kapital), preduzeća koja u strukturi kapitala imaju i društveni i državni kapital, kao i javna preduzeća koja imaju samo državni kapital. Osim pravnih lica koja stiču profit, privatizovati se mogu i neprofitne organizacije, kao na primer sportski klubovi, finansijske organizacije, osiguravajuća društva, itd. Jedini uslov da pravno lice bude subjekt privatizacije je da raspolaže društvenim ili državnim kapitalom, kao i da drugim zakonima nije zabranjena njihova privatizacija.

Prema Zakonu o privatizaciji iz 2014. godine, subjekti privatizacije su preduzeća, privredna društva i druga pravna lica u kojima se vrši promena vlasništva, uključujući i javna preduzeća, a za koja je pokrenuta inicijativa za privatizaciju.

Odredbe ovog Zakona se primenjuju na subjekte sa sedištem u Republici Srbiji, kao i kapital i imovina u društvenim preduzećima osnovanim od delova preduzeća u Republici Srbiji čije je sedište na teritoriji republika bivše SFRJ.

Kupac kapitala ili imovine može biti domaće ili strano pravno ili fizičko lice. Drugim rečima, kao kupci se mogu pojaviti sva zainteresovana i pravna i fizička lica koja su spremna da plate cenu i ispune sve druge kriterijume definisane prilikom privatizacije svakog pojedinačnog subjekta privatizacije.

Pri tome, kupac ne mora da bude samo pojedinac, već se domaća ili strana pravna ili fizička lica mogu udruživati radi kupovine subjekta privatizacije ili strateškog partnerstva (tzv. konzorcijum). Kupci mogu biti radnici subjekta privatizacije, kao i rukovodstvo. Kupac poljoprivrednog zemljišta može biti samo domaće pravno ili fizičko lice.

Kupac kapitala ili imovine ne može biti domaće pravno lice koje posluje većinskim društvenim kapitalom; fizičko lice, pravno lice i osnivač pravnog lica, koje prema subjektu privatizacije ima dospele neizmirene obaveze do dana objavljivanja javnog poziva; fizičko lice, pravno lice i osnivač pravnog lica sa kojim je raskinut ugovor o prodaji kapitala, odnosno imovine zbog neizvršenja ugovorenih obaveza, kao i fizičko lice koje je osuđivano ili protiv koga se vodi postupak za određena krivična dela.

Kupac kontrolnog, odnosno zavisnog društva u kojem se sprovodi privatizacija ne može da bude njegovo zavisno, odnosno kontrolno društvo koje posluje

društvenim kapitalom. Kupac ne može biti ni subjekt privatizacije, odnosno zavisno društvo.

Zakon o privatizaciji iz 2001. godine predviđa dva modela privatizacije: prodaju društvenog i državnog kapitala i imovine i prenos društvenog i državnog kapitala bez naknade, a Zakon o privatizaciji iz 2014. godine četiri modela: prodaju kapitala, prodaju imovine, strateško partnerstvo i prenos kapitala bez naknade.

U modelu prodaje, prodaja kapitala se vrši direktno zainteresovanim investitorima, a sprovodi se metodom javnog tendera ili javne aukcije. Prenos društvenog i državnog kapitala bez naknade ne može se sprovesti bez prodaje kapitala i uvek se sprovodi u kombinaciji sa prodajom kapitala. Neophodno je da se prvo izvrši prodaja kapitala, pa tek nakon toga prenos, budući da je tek na osnovu ostvarene transakcione cene moguće utvrditi iznos kapitala koji se zaposlenima prenosi bez naknade.

Pored toga, prenos kapitala bez naknade nije model koji se primenjuje prilikom prodaje svakog subjekta privatizacije. Tako se u slučaju prodaje kapitala ili imovine subjekta privatizacije, koji su bili u postupku restrukturiranja, zaposlenima ne prenosi kapital bez naknade, odnosno prodaje se celokupan kapital ili imovina, jer u tim situacijama, pošto ukupne obeveze premašuju vrednost kapitala, i nema kapitala za raspodelu. Takođe, radnicima se ne prenosi kapital bez naknade ni u slučajevima prodaje društvenog kapitala ispod 50%.

Prenos kapitala bez naknade se sprovodi na dva načina: prenosom akcija na zaposlene radnike u subjektu privatizacije prema kriterijumima utvrđenim Zakonom, kao i prenosom kapitala na građane. Takođe, u skladu sa Zakonom o pravu na besplatne akcije i novčanu nadoknadu koju građani ostvaruju u postupku privatizacije, građani ostvaruju pravo i na novčanu naknadu iz sredstava koja se ostvare prodajom akcija, odnosno udela evidentiranih u Privatizacionom registru, a koju prodaju je sprovodio Akcijski fond.

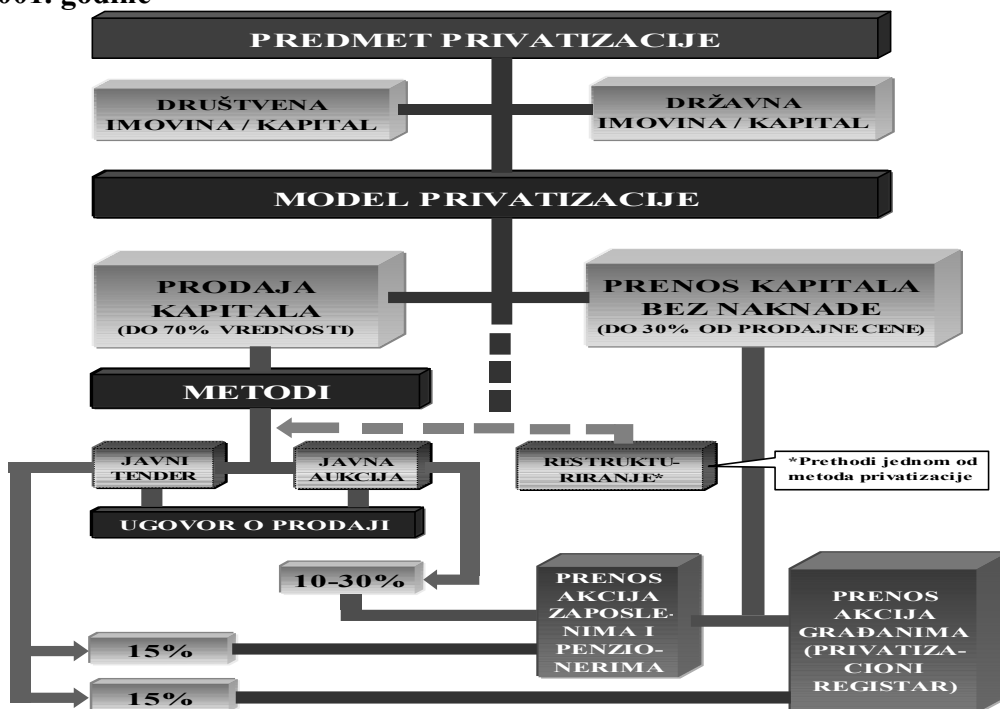
Zaposlenim licima smatraju se državljani Republike Srbije koji su zaposleni ili su ranije bili zaposleni u subjektu u kojem se sprovodi privatizacija, zatim zaposleni u matičnom, odnosno zavisnom preduzeću – ako je subjekat privatizacije zavisno, odnosno matično preduzeće, kao i penzioneri koji su nekada bili zaposleni u subjektu privatizacije. Zaposleni imaju pravo na sticanje

akcija bez naknade za svaku punu godinu radnog staža provedenu u tom subjektu, a najviše za 35 godina radnog staža.

Prema Zakonu o privatizaciji iz 2001. godine, prodaja kapitala, odnosno imovine subjekta privatizacije sprovodi se putem sledećih metoda: javnog tendera i javne aukcije. Oba metoda podrazumevaju javnost i konkurentnost postupka privatizacije.

Iako u Zakonu nije nigde jasno definisano, prema istom proizilazi da će sva velika preduzeća biti privatizovana putem tendera, dok će se privatizacija srednjih i malih preduzeća sprovoditi metodom javne aukcije. Tender sprovodi Agencija za privatizaciju, za razliku od aukcijske privatizacija čije je sprovođenje decentralizovano i na nivou je preduzeća, dok Agencija za privatizaciju obavlja kompletnu pripremu i organizaciju same aukcije i kontroliše proces.

**Ilustracija broj 1: Modeli privatizacije prema Zakonu o privatizaciji iz 2001. godine**



Izvor: Agencija za privatizaciju

Predmet privatizacije je društveni i državni kapital. Putem dva metoda privatizacije, javni tender i javna aukcija, prodaje se do 70% vrednosti kapitala, dok se preostali deo kapitala prenosi bez naknade. U slučaju prodaje kapitala putem javne aukcije, 30% kapitala prenosi se zaposlenima bez naknade, dok se prilikom prodaje kapitala putem javnog tendera, 15% kapitala prenosi zaposlenima, a 15% kapitala se prenosi Privatizacionom registru. Navedenim modelima privatizacije može da prethodi proces restrukturiranja, ukoliko je on neophodan da bi se kapital preduzeća lakše prodao, u kom slučaju se prodaje 100% društvenog kapitala.

Metod prodaje kapitala i imovine prema Zakonu o privatizaciji iz 2014. godine je javno prikupljanje ponuda sa javnim nadmetanjem. Predmet prodaje je 70% društvenog kapitala koji se privatizuje, osim ako ovim zakonom ili propisima kojima se uređuje pravni položaj privrednih subjekata, odnosno uslovi i način obavljanja pojedinih privrednih i drugih delatnosti, nije drukčije uređeno. Procenat javnog kapitala koji se privatizuje određuje Vlada, odnosno nadležni organ autonomne pokrajine, odnosno jedinice lokalne samouprave.

Metodi privatizacije putem prenosa kapitala bez naknade su: prenos zaposlenima i strateškim investitorima. Metod privatizacije putem strateškog partnerstva je javno prikupljanje ponuda.

Kako bi se postupak privatizacije što efikasnije sproveo, moguća je kombinacija više metoda i modela privatizacije.

Prema sadašnjem Zakonu o privatizaciji, privatizacija je obavezna za subjekte privatizacije sa društvenim kapitalom, odnosno subjekti privatizacije nemaju slobodu da sami odlučuju da li žele ili ne da otpočnu proces privatizacije, već je zakonom definisan rok u kome proces treba da se završi (prema Zakonu o privatizaciji iz 2001. godine do kraja 2008. godine, a prema Zakonu o privatizaciji iz 2014. godine do kraja 2015. godine), kao i njegova obaveznost.

Za privatizaciju subjekata koji posluju sredstvima u državnoj svojini rok nije ograničen. Privatizacija ovih preduzeća nije oročena, s obzirom da je potreban duži vremenski period pripreme za njihovu uspešnu privatizaciju. Pored toga, jedan broj javnih preduzeća neće ni biti privatizovan ako država bude imala interes da se takva preduzeća ne privatizuju. Sredstva plaćanja u procesu privatizacije mogu biti u domaćoj i stranoj konvertibilnoj valuti, u obveznicama po osnovu neisplaćene devizne štednje građana koje dospevaju zaključno sa

danom prodaje kapitala ili imovine, izdatim fizičkim licima koja su državljani Republike Srbije, kao i obveznice bez obzira na rok njihovog dospeća, ukoliko u postupku prodaje metodom javne aukcije kapital ili imovina nisu prodati za gotovinu ili dospele obveznice. Sredstva ostvarena od prodaje kapitala u postupku privatizacije uplaćuju se na račun Agencije za privatizaciju. Sredstva plaćanja prema Zakonu o privatizaciji iz 2014. godine su dinar i strana sredstva plaćanja (devize i efektivni strani novac).

Novim Zakonom o privatizaciji definisano je koje institucije sprovode postupak, njihov međusobni odnos, nadležnosti, kao i način kontrole u sprovođenju procesa privatizacije.

Po novom Zakonu, inicijativu za privatizaciju može da pokrene preduzeće, ministarstvo nadležno za poslove privatizacije i potencijalni investitor. Inicijativa za privatizaciju, u smislu Zakona o privatizaciji, je akt subjekta privatizacije kojim se izražava namera za sprovođenje privatizacije.

Subjekti nadležni za sprovođenje privatizacije su Agencija za privatizaciju koja sprovodi i kontroliše postupak privatizacije, nadležna ministarstva, registar nadležan za depo i kliring hartija od vrednosti, registar nadležan za upis privrednih subjekata i zaloge, registri nadležni za upis prava na nepokretnostima i drugi organi i organizacije, u okviru svoje nadležnosti, a polazeći od delatnosti pojedinih subjekata privatizacije, koji su dužni da na zahtev Agencije pruže stručnu, tehničku i drugu pomoć u cilju efikasnog sprovođenja postupka privatizacije.

Rezultati privatizacije po novom Zakonu o privatizaciji prikazani su u narednoj tabeli:

**Tabela broj 1: Rezultati tenderske i aukcijske prodaje po godinama**

Metod prodaje	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Ukupno po metodima
Tender	12	19	9	16	25	18	19	7	2	2	129
Aukcija	206	681	255	201	209	282	226	69	25	2	2156
Ukupno po godinama	218	700	264	217	234	300	245	76	27	4	2285

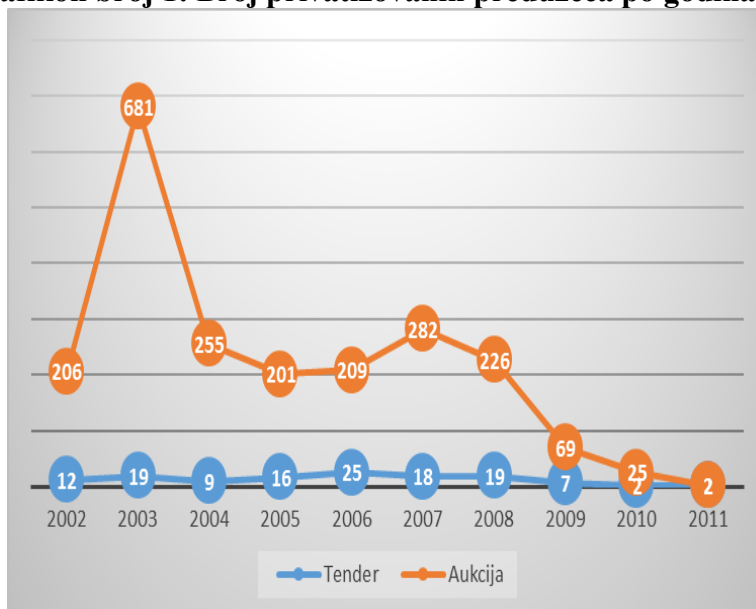
*Izvor: Agencija za privatizaciju*



Prema podacima iz tabele, u periodu od 2002. godine do 2011. godine privatizovano je ukupno 2.285 preduzeća, od čega putem javnog tendera 129 preduzeća, a putem javne aukcije 2.156 preduzeća. Najveći broj preduzeća privatizovan je u 2003. godini, a najmanji broj u 2011. godini. Nakon 2011. godine nije bilo prodaje putem javne aukcije i tendera. Navedeno je predstavljeno na sledećem grafikonu 1.

Navedenim prodajama ostvaren je prihod od 3.011.483.000 evra, od čega putem aukcije 1.390.733.000 evra, a putem tendera 1.620.750.000 evra. U posmatranom periodu raskinuto je ukupno 687 ugovora o prodaji (639 putem aukcije i 48 putem tendera). U privatizovanim preduzećima bilo je ukupno 276.055 zaposlenih, od čega 177.175 u preduzećima koja su prodana putem aukcije, a 98.880 u preduzećima koja su prodana putem tendera.

**Grafikon broj 1: Broj privatizovanih preduzeća po godinama**



Predmet narednog dela monografije je postupak javnog tendera kao metoda prodaje i rezultati koji su ostvareni tenderskom privatizacijom.

#### **1.4. Tender kao metod prodaje**

Javni tender je metod privatizacije, odnosno prodaje do 70% društvenog ili državnog kapitala preduzeća javnim prikupljanjem ponuda potencijalnih kupaca, u skladu sa utvrđenim uslovima prodaje. Agencija za privatizaciju organizuje i sprovodi javni tender, odnosno ovlašćena je da ga organizuje, priprema tendersku dokumentaciju, objavljuje javni poziv, organizuje obilazak preduzeća koja se privatizuju, ocenjuje ponude učesnika na tenderu, predlaže izbor najpovoljnije ponude tenderskoj komisiji, zaključuje ugovore o prodaji sa proglašenim kupcima i sprovodi kontrolu izvršenja ugovornih obaveza kupca.

Postupak i način prodaje društvenog i državnog kapitala, odnosno imovine subjekta privatizacije metodom javnog tendera sprovodi se prema utvrđenom postupku, uslovima i kriterijumima. Koncept, principi i nadležnosti uređeni su Zakonom o privatizaciji, a procedura, odnosno postupak i način prodaje društvenog i državnog kapitala, odnosno imovine subjekta privatizacije metodom javnog tendera uređuje se Uredbom o prodaji kapitala i imovine javnim tenderom („Službeni glasnik RS”, br. 45/01, 59/03, 110/03, 52/05 i 126/07).

Putem tendera se prodaje društveni i državni kapital preduzeća, odnosno imovina, koji se izražavaju u nominalnom iznosu i u procentu učešća tog kapitala u ukupnoj vrednosti kapitala subjekta privatizacije. Prodaja putem tendera sprovodi se u slučaju kada je teško odrediti početnu cenu, kada postoji potreba da se za preduzeće pronađe strateški partner, kada postoje i drugi kriterijumi osim finansijskih, i kada je veliko učešće Akcijskog fonda u kapitalu preduzeća koje se privatizuje (u kom slučaju se vrši prodaja akcija iz portfelja Akcijskog fonda). Ovim metodom uglavnom se privatizuju velika preduzeća i neka srednja preduzeća za koja je moguće naći strateškog partnera. Tender se sprovodi kada preduzeće zadovoljava kriterijume u pogledu veličine, strateškog značaja, kao i zainteresovanosti kupaca. Produktivnost preduzeća privatizovanih metodom javnog tendera, odnosno velikih preduzeća, je skoro dvostruko veća u odnosu na ona koja su prošla kroz aukcionu prodaju. Ta imaju i približno tri puta niži koeficijent troškova rada.<sup>21</sup>

---

<sup>21</sup> Nikolić, I. D. (2013): *Efekti privatizacije na performanse industrijskih preduzeća u Srbiji* (Doctoral dissertation, University of Belgrade (Serbia)).

## Ilustracija broj 2: Postupak javnog tendera



*Izvor: Agencija za privatizaciju*

Poslednjih decenija beleži se sve veći interes za dugoročnu održivost ekonomskog razvoja.<sup>22</sup> Shodno tome, izboru strateškog partnera treba posvetiti posebnu pažnju, ne samo zbog opasnosti od pranja novca, već i zbog važnosti da privatizovana preduzeća što pre budu prestrukturirana i postanu ekonomski efikasna, što je od ključnog značaja za budući ekonomski rast, kao što pokazuju brojni pozitivni primeri iz dosadašnje privatizacije.<sup>23</sup> Postupak javnog tendera obuhvata sledeće faze: pripremu tendera, objavljivanje javnog poziva za

<sup>22</sup> Radosavljević, K., Popović, V., Mihailović, B. (2023): „Improving the Rural Economy as a Function of Sustainable Development in Serbia“. International Scientific Conference: *Sustainable agriculture and rural development III*, Thematic proceedings, Institute of Agricultural Economics, Belgrade, Serbia, ISBN 978-86-6269-123-1; ISBN (e-book) 978-86-6269-124-8, str. 335-344.

<sup>23</sup> Šuković, D. (2007): “Socioekonomski aspekti privatizacije u Srbiji”, *Pomeramo granice*, Institut društvenih nauka, Beograd, str. 258.

podnošenje ponuda, podnošenje i prijem ponuda, otvaranje i ocenu ponuda, zaključivanje ugovora i kontrolu izvršenja ugovora o prodaji. Kao što je već rečeno, tender organizuje i sprovodi Agencija za privatizaciju u skladu sa zakonom i Uredbom o prodaji kapitala i imovine javnim tenderom, ali može da angažuje i savetnike za pružanje pomoći u organizaciji tendera i izboru najboljeg ponuđača.

Aktivnosti tokom sprovođenja javnog tendera obuhvataju izbor savetnika, imenovanje tenderske komisije, pripremu tenderske dokumentacije i objavljivanje javnog poziva za podnošenje ponuda za učešće na tenderu, prikupljanje ponuda, identifikovanje potencijalnih investitora, definisanje kriterijuma selekcije ponude, obilazak preduzeća i pripremu sobe sa podacima, odabir kupca, kao i zaključenje ugovora o prodaji.

**Tabela broj 2: Rezultati tenderske privatizacije**

Godina	Broj javnih poziva	Broj ponuđenih preduzeća	Prodato	Odnos prodatih i ponuđenih preduzeća	Raskinuto	Broj zaposlenih	Cena u 000 eur
2002	49	26	12	46,15%	1	11.977	200.771
2003	46	38	19	50,00%	2	15.927	600.361
2004	14	11	9	81,82%	3	11.984	15.205
2005	29	21	16	76,19%	7	9.372	96.586
2006	41	29	25	86,21%	12	21.633	101.202
2007	60	45	18	40,00%	11	14.593	81.956
2008	35	26	19	73,08%	7	9.675	491.673
2009	15	9	7	77,78%	4	2.963	31.525
2010	5	5	2	40,00%		178	450
2011	4	4	2	50,00%	1	578	1.021
<b>Ukupno</b>	<b>298</b>	<b>214</b>	<b>129</b>	<b>60,00%</b>	<b>48</b>	<b>98.880</b>	<b>1.620.750</b>

*Izvor: Agencija za privatizaciju*

U periodu od 2002. godine do 2011. godine, putem javnog tendera ukupno je objavljeno 298 javnih poziva, ponuđeno 214 preduzeća, od čega je privatizovano 129 preduzeća. U privatizovanim preduzećima broj zaposlenih bio je 98.880, a prihodi od tenderske prodaje iznose 1.620.750.000 evra. Od 129 zaključenih ugovora o prodaji, u posmatranom periodu raskinuto je 48 ugovora, odnosno 37%. Nakon 2011. godine nije bilo prodaje preduzeća putem javnog tendera.

## DEO II PREGLED MERILA PERFORMANSI PREDUZEĆA

Performanse preduzeća su dometi preduzeća u ostvarenju postavljenog cilja, koje se uz pretpostavku efikasnog tržišta kapitala, verifikuju u ceni, odnosno tržišnoj vrednosti hartija od vrednosti i drugih prava na novčane tokove preduzeća u posedu investitora. Međutim, neizvesnost i rizici su sastavni delovi poslovne aktivnosti.<sup>24</sup> Ukoliko se procenjuje da je rizik veći, investitori će zahtevati više stope prinosa ili, posmatrano iz perspektive preduzeća, kapital koji preduzeće pribavlja od investitora imaće veću cenu. Porast zahtevanih stopa prinosa (cene kapitala) obara vrednost hartija od vrednosti i drugih prava u posedu investitora, odnosno, vrednost preduzeća u celini.<sup>25</sup>

U literaturi se može pronaći veliki broj modela koji pružaju smernice za razvoj sistema za merenje performansi procesa i ispituju probleme merenja performansi iz različitih perspektiva.<sup>26</sup> Ključni indikatori performansi predstavljaju alate koji se koriste u organizaciji kako bi se pratio napredak i uspeh u ostvarivanju ciljeva organizacija.<sup>27</sup> Postoje različita merila performansi i različite klasifikacije merila performansi. Merila performansi se mogu podeliti pre svega na tradicionalna merila, koja se oslanjaju primarno na računovodstveni dobitak i prinos (EPS, ROE i sl.) i savremena merila, koja su okrenuta ka novčanim tokovima i vrednosti (MVA, EVA, racio cene i dobitka-P/E, ukupan prinos za akcionare-TSR i sl.). Merila performansi se klasifikuju i na računovodstvena merila (EPS, ROA, ROE i dr.) i neračunovodstvena merila (FCFF, TSR, EVA, MVA i dr.). Međutim, kod ove podele treba imati u vidu da se neka neračunovodstvena merila performansi baziraju na računovodstvenim podacima ili predstavljaju korigovanu formu koncepta računovodstvenog

---

<sup>24</sup> **Radosavljević, K., Mihailović, B., Popović, V.** (2022): "The opportunities of insurance against current risks in tourism", *Development of modern insurance market – constraints and possibilities*, ISBN 978-86-403-1739-9, COBISS.SR-ID 66588425, Faculty of Economics, Belgrade, str. 415-435.

<sup>25</sup> Todorović, M. (2010): *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 49.

<sup>26</sup> Simeunović, B., Slović, D., Radaković Andreja, J. (2015): "Analiza modela za merenje performansi procesa". *Škola biznisa*, (2), str. 49-64.

<sup>27</sup> Međugorac, M., Savić, M., Sikimić, U., & Šakota, M. (2011): "Razvoj i implementacija ključnih indikatora performansi kao sredstvo modernog upravljanja kompanijom", *XVII Skup Trendovi razvoja: Evropa 2020: društvo zasnovano na znanju*, Kopaonik, 7(10.03).

dobitka, kao što su FCFF, P/E i EVA. Nešto konzistentniju klasifikaciju merila performansi predstavlja podela na tržišna, računovodstvena, hibridna i vrednosna (ekonomska merila). Računovodstvena i vrednosna merila performansi su u osnovi interna merila uspešnosti, dok su tržišna merila eksterna merila performansi, a hibridna merila performansi eksterno - interna merila performansi. Međutim, ni ova klasifikacija nije bez problema: vrednosna merila performansi po svojoj suštini predstavljaju interna merila performansi, ali za njihovo računanje je potrebno obezbediti eksterne, tržišne podatke, zbog čega ih određeni autori svrstavaju u hibridna merila performansi.

Vernimmen i njegovi saradnici klasifikuju merila performansi na merila zasnovana na dobitku (neto dobitak, EPS, dobitak pre kamate i poreza – EBIT, dobitak pre kamate, poreza i amortizacije – EBITDA i novčani tok iz poslovnih aktivnosti – OCF), merila profitabilnosti (ROE, prinos na investirani kapital - ROIC i gotovinski prinos na investicije – CFROI) i merila vrednosti (ekonomski profit, EVA, MVA, TSR i raspon performansi - ROIC-WACC).<sup>28</sup>

U praksi se podjednako koriste tradicionalna i savremena merila performansi, ali od samog preduzeća zavisi koji će od navedenih pokazatelja koristiti. Ukoliko je cilj preduzeća loše definisan, ni merila performansi, ma koliko dobro odabrana, ne mogu biti od velike pomoći u navođenju preduzeća ka cilju, niti u oceni uspešnosti menadžera.<sup>29</sup> Upravljanje efikasnošću preduzeća i, s tim u vezi, izbor načina merenja efikasnosti postaje sve značajniji, posebno u uslovima savremenog poslovnog okruženja koje karakteriše složenost, dinamičnost, neizvesnost i heterogenost.<sup>30</sup>

U nastavku monografije prvo će biti analizirana tradicionalna, a zatim i savremena i tržišna merila performansi, sa aspekta njihovih karakteristika, izračunavanja, prednosti i nedostataka. Nakon toga, biće analizirani i racio brojevi.

---

<sup>28</sup> Vernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M., Fur, Y.L., Salvi, A. (2009): *Corporate Finance – Theory and Practice*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.

<sup>29</sup> Todorović, M. (2010): *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 49.

<sup>30</sup> Kremenović, D. (2021): “Mjerila performansi u funkciji kontrole, *Časopis o društvenom i tehnološkom razvoju*, 3(2), str. 102-116.

## **2.1. Tradicionalna (računovodstvena) merila performansi**

Preduzećima su na finansijskim tržištima dostupna dva osnovna izvora finansiranja: od akcionara (sopstveni kapital) i od kreditora (pozajmljeni kapital). S obzirom da akcionari snose najveći rizik, oni očekuju i najveće prinose. U tom smislu, menadžeri treba da obezbede prinose koji će biti u skladu sa takvim očekivanjima akcionara, jer će u suprotnom oni svoj kapital dezinvestirati i uložiti u neke druge profitabilnije projekte. Sa druge strane, kreditori svoje prihode ostvaruju u vidu fiksne kamate, nezavisno od toga kako preduzeće posluje, pa su oni prevashodno zainteresovani za dugoročnu finansijsku sigurnost, odnosno solventnost preduzeća.

Investitori svoje odluke baziraju na očekivanim dobitima, očekivanim novčanim tokovima i očekivanim prinosima.<sup>31</sup> Svako preduzeće, kao i pojedinac, pre donošenja odluke o tome da li će uložiti svoj novac u neki projekat sprovodi adekvatnu finansijsku analizu na osnovu koje donosi odluku da li da uloži ili ne. Tom prilikom se oslanjaju kako na računovodstvene, tako i na ekonomske pokazatelje.

Računovodstveni podaci dobijaju se analizom osnovnih finansijskih izveštaja preduzeća. Rezultati ove analize su od velike koristi kako vlasnicima, kreditorima i menadžerima, tako i ostalim interesnim grupama. Međutim, kako sve distorzije koje se javljaju u finansijskim izveštajima i svi propusti koji se naprave prilikom evidentiranja poslovnih promena automatski utiču na obračun ovih pokazatelja, menadžeri prilikom odlučivanja mogu doneti pogrešne odluke.

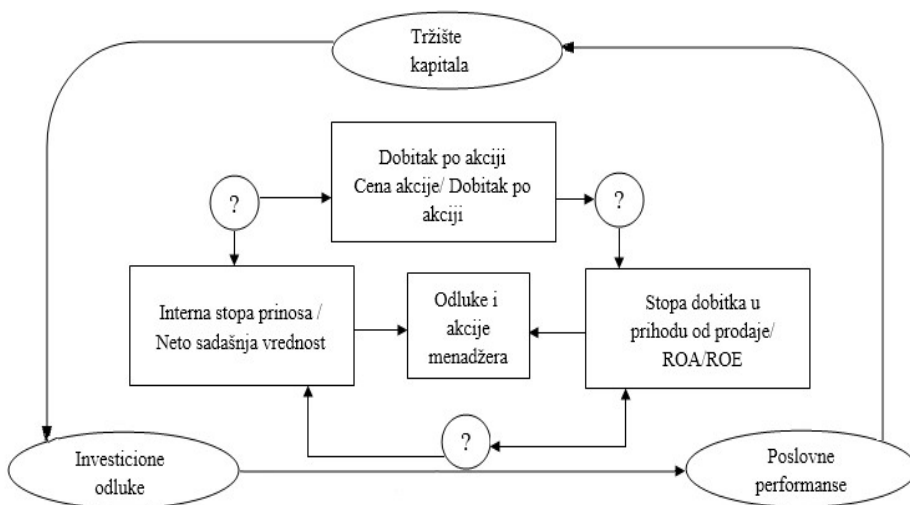
Zato je neophodna sveobuhvatnost i svestranost u oceni performansi preduzeća, jer se jedino na taj način mogu doneti prave odluke koje uvećavaju bogatstvo akcionara, jer je osnovni cilj preduzeća upravo maksimizacija akcionarske vrednosti, odnosno vrednosti preduzeća. Kvalitetan sistem merila performansi mora da bude baziran na faktorima koji utiču na samo poslovanje preduzeća. Primarni cilj upotrebe tradicionalnih merila performansi je izveštavanje o poslovnim aktivnostima preduzeća. Tradicionalna merila performansi koriste

---

<sup>31</sup> Malinić, D. (2006): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, str.56.

istorijske podatke zarad ocene sadašnjih performansi.<sup>32</sup> Naime, kao pretpostavka obračuna ovih pokazatelja navodi se njihova istorijska zasnovanost i činjenica da su oni okrenuti prošlosti. Takođe, ova merila ne uvažavaju rizike u poslovanju i zasnovana su na objektivnosti. Još jedna od njihovih karakteristika odnosi se na vrstu aktive koja se koristi, a to su u ovom slučaju materijalna sredstva, pri čemu treba imati u vidu da prilikom obračuna računovodstvenih pokazatelja, pažnju treba posvetiti i analizi nematerijalne imovine, jer i ona utiče na stvaranje i trošenje novčanih tokova. Na navedenoj ilustraciji prikazana je veza između poslovnih performansi, tržišta kapitala i investicionih odluka. Poslovne performanse preduzeća se valorizuju putem stope dobitka u prihodu od prodaje, stope prinosa na ukupnu imovinu i stope prinosa na vlasnički kapital. Tržište kapitala ima značajan uticaj na dobitak po akciji i ratio cena / dobitak. Prihvatljivost investicionih odluka se meri putem neto sadašnje vrednosti i interne stope prinosa koje predstavljaju ekonomska merila.

### Ilustracija broj 3: Tradicionalni sistem merila performansi



Izvor: Deloitte and Touch Consulting Group / Braxton Associates, 1996, *Value based Management Program Overview*, May 30, 1996, str.5, prema Kaličanin, Đ. (2006): *Menadžment vrednosti preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 77.

<sup>32</sup> Peterson, P., Peterson, D. (1996): *Company Performance and Measures of Value Added*, The research Foundation of the ICFA, Virginia, str. 10.



Performanse preduzeća se u kontekstu računovodstvenih merila vezuju za visinu ostvarenog računovodstvenog dobitka i stopa prinosa kojima se meri profitabilnost, a koje se dobijaju stavljanjem u odnos računovodstvenog dobitka (neto dobitka, EBIT, EBITDA, NOPLAT i sl.) i „žrtve“ koja je trpljena za ostvarenje datog dobitka (sopstveni kapital, investirani kapital, ukupna sredstva).<sup>33</sup>

Najčešće korišćena merila performansi su:

- Neto dobitak, Neto dobitak po akciji (EPS), Dobitak pre kamata i poreza - poslovni dobitak (EBIT), Dobitak pre kamata, poreza i amortizacije (EBITDA), Poslovni profit nakon poreza (NOPLAT), Cash flow-CF (koji se javlja u brojnim varijantama: Poslovni (operativni) novčani tok – OCF, Slobodni novčani tok za investitore- FCFF i Slobodni novčani tok za akcionare – FCFE), kao apsolutna merila.
- Stopa prinosa na ukupna sredstva (ROA), Stopa prinosa na investirani kapital (ROIC, ROCE i Stopa prinosa na sopstveni kapital (ROE), kao relativna merila.

U nastavku sledi pregled nekih od najvažnijih tradicionalnih pokazatelja ostvarenja preduzeća koje investitori koriste prilikom procenjivanja performansi preduzeća: računovodstveni dobitak, prinos na sopstveni kapital i ukupna sredstva.

### *2.1.1. Računovodstveni dobitak*

Dvadesetih godina prošlog veka dolazi do naglog razvoja tržišta kapitala, pojave preduzeća korporativnog tipa i velikog broja različitih interesnih grupa čiji se informacioni interes vezuje prvenstveno za izveštavanje o dobitku. Opšti interes, vlasnički, upravljački i kreditorski, u pogledu efikasne upotrebe ograničenih resursa, uslovio je da se posebna pažnja posveti periodičnom rezultatu, odnosno dobitku preduzeća,<sup>34</sup> jer dobitak predstavlja osnovu za ostvarenje vlasničkih i kreditorskih interesa. Naime, kao mera efikasnosti

---

<sup>33</sup> Todorović, M. (2010): *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 51.

<sup>34</sup> Malinić, D. (2007): *Politika dobiti korporativnog preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 19.

preduzeća i njegovih menadžera, dobitak predstavlja veoma korisnu informacionu osnovu u procesu donošenja odluka investitora i menadžmenta. Međutim, dobitak nije jedina važna informacija, odnosno odluke se često ne baziraju samo na saznanjima o visini dobitka, a na njega utiču i ograničenja koja su rezultat njegovog merenja.

U računovodstvenoj i ekonomskoj teoriji i praksi teško je pronaći sveobuhvatnu definiciju dobitka koja bi najbolje opisala njegovu sadržinu i namenu. Dobitak se može definisati kao razlika svih primanja i izdavanja koja utiču na uspeh jednog obračunskog perioda, povećanje neto vrednosti u dva sukcesivna vremenska perioda ili kao razliku između veće vrednosti učinaka od vrednosti za njih učenjenih ulaganja.<sup>35</sup> Međutim, prethodne definicije ne otkrivaju smisao i namenu dobitka. Dobitak preduzeća predstavlja osnovni motiv privređivanja i njegovo maksimiziranje se najčešće ističe kao primarni cilj preduzeća i predstavlja glavnu pokretačku snagu u jednoj tržišno orjentisanoj privredi.

Dobitak se najjednostavnije može definisati kao svodni izraz poslovnih dostignuća preduzeća u izabranom obračunskom periodu. Dobitak predstavlja najsažetiji, najsvеobuhvatniji i verovatno najvredniji pojedinačni pokazatelj performansi preduzeća. Zbog teorijske i praktične važnosti dobitka, bilo je neizbežno razvijanje pravila i principa za njegovo merenje.

Ne postoji samo jedan koncept dobiti koji bi mogao podjednako dobro da zadovolji sve korisnike. Koncepti dobiti se razlikuju u zavisnosti od ciljeva kojima služe (proces odlučivanja, ciljevi oporezivanja, procena finansijskih performansi, upotreba kao analitičkog instrumenta u ekonomskoj analizi). Ako se posmatraju koncepti dobitka sa aspekta područja njihove primene i korisnosti i praktičnosti, postoje dva fundamentalna koncepta: ekonomski i računovodstveni, koje karakterišu različita polazna stanovišta, različita područja primene, različiti pristupi procesu merenja i iskazivanja dobitka i različita metodologija. Navedeni ima za posledicu da dobitak obračunat od strane ekonomista i dobitak dobijen iz računovodstvenih izveštaja samo slučajno mogu da budu ista stvar.

---

<sup>35</sup> Malinić, D. (2007): *Politika dobiti korporativnog preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 20-21.

Ako se tretira isključivo kao koncept poslovnog entiteta, računovodstveni dobitak se može posmatrati kao neto ishod poslovnih aktivnosti preduzeća koji se dobija sučeljavanjem prihoda jednog obračunskog perioda sa njima pripadajućim rashodima. Ako se posmatra u kontekstu informacione podrške u procesu odlučivanja i u funkciji procene uspešnosti preduzeća, onda se kao primarni kvalitet njegove upotrebne vrednosti nameće korisnost. Korisnost kao najvažniji i najopštiji informacioni kvalitet računovodstvenog dobitka, mogla bi se procenjivati na bazi njegove relevantnosti, u smislu da koncept dobitka verno odražava događaje koje predstavlja. Korisnost koncepta računovodstvenog dobitka izvodi se iz nekoliko njegovih karakteristika:

- objektivnost obračunskog dobitka, koja proizilazi iz njegove transakcione zasnovanosti;
- relevantnost u procesima odlučivanja i kontrole, u smislu da istorijski troškovi najbolje odražavaju učinjene napore sa ciljem ostvarenja rezultata i da, zato, predstavljaju najbolje polazište za predviđanje budućih događaja;
- pouzdanost, u smislu korektnog opisivanja prošlih dostignuća preduzeća;
- merljivost, kao najvažnija prednost u odnosu na ekonomski koncept dobitka;
- široka upotreba u praksi o poslovanju preduzeća.<sup>36</sup>

Osnovni računovodstveni postulati na kojima se koncept računovodstvenog dobitka zasniva su relevantnost i pouzdanost, kao primarni i komparabilnost, konzistentnost i neutralnost, kao sekundarni.

U postupku računanja prihoda i rashoda relevantni su samo stvarni i dokumentovani poslovni događaji. Korektno merenje računovodstvenog dobitka podrazumeva, dalje, poređenje transakciono zasnovanih tekućih prihoda sa njima pripadajućim istorijskim troškovima. Fundamentalni problem računovodstva je podvajanje troškova i prihoda između sadašnjosti i budućnosti, a uspešna periodizacija obezbeđuje se poštovanjem principa korelacije. Primena principa korelacije podrazumeva sučeljavanje prihoda tekućeg perioda sa onom utrošenom ekonomskom snagom (rashodi) koja ih je usloвила.

---

<sup>36</sup> Kaličanin, Đ. (2006): *Menadžment vrednosti preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 52-53.

Međutim, time se ne preciziraju uslovi za iskazivanje uspeha preduzeća, zbog čega je važan princip realizacije, koji obezbeđuje teorijsko i praktično razgraničenje prihoda i rashoda između obračunskih perioda, upotpunjujući na taj način teorijsku osnovu računovodstvenog dobitka. Prema navedenom principu, prihodi (samim tim i dobitci) ne mogu biti priznati pre njihove tržišne valorizacije.

Smisao principa realizacije se dopunjuje principom impariteta, koji za razliku od principa realizacije traži anticipativno iskazivanje svih izvesnih i neizvesnih gubitaka. Praktična realizacija principa impariteta se obezbeđuje preko pravila najniže vrednosti za aktivne bilansne pozicije i najviše vrednosti za pasivne bilansne pozicije.

Proces obračuna tradicionalnog računovodstvenog dobitka podrazumeva: 1) obračun koji se zasniva na prošlom, unapred utvrđenom obračunskom periodu, 2) poslovno-transakcionu zasnovanost takvog obračuna, 3) priznavanje prihoda u skladu sa principom realizacije i utvrđivanje rashoda u skladu sa principom istorijskih troškova, 4) međusobno sučeljavanje prihoda i rashoda, u skladu sa principom korelacije, sa ciljem obračuna tačnog periodičnog rezultata i 5) neophodnu upotrebu bilansa stanja u tom procesu kao izveštaja koji prihvata neiscrpljeni imovinski potencijal koji, opet u skladu sa principom korelacije, prenosi u naredne obračunske periode.<sup>37</sup> Dobitak ima mnogobrojne uloge: on predstavlja poresku osnovicu, okvir politike dividendi i zadržavanja akumuliranog dobitka, osnovu procene budućih prinosa investitora (dividende i kapitalne dobitke po osnovu rasta tržišne vrednosti akcija) i dugoročne finansijske sigurnosti (solventnosti) preduzeća. Pored navedenog, dobitak je računovodstveni pokazatelj koji služi i kao osnova izračunavanja mnogih finansijskih pokazatelja.

Problemi koji se mogu javiti prilikom interpretacije dobitka se pre svega odnose na vezu između cene akcija i dobitka. Ako se poveća dobitak, povećava se i cena akcija, ali to nije slučaj u svim situacijama, odnosno postoje situacije u kojima se dobitak smanjuje, a cena akcija raste, kao što je rast rashoda radi povećanja budućih ostvarenja preduzeća. Ako tržište prepozna takve aktivnosti

---

<sup>37</sup> Malinić, D. (2007): *Politika korporativnog preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 49-51.

kao profitabilne, reakcija tržišta će biti rast cena akcija. Dobitak ne uzima u obzir ukupnu sumu investiranog kapitala koji je učestvovao u njegovom stvaranju. Ukoliko se uporede dva preduzeća koja imaju isti dobitak, njihove stope prinosa će se razlikovati zbog različite visine angažovanog kapitala. Ako preduzeća imaju iste dobitke i istu količinu angažovanog kapitala, zbog razlike u broju akcija u opticaju, imaće različite dobitke po akciji, zbog čega se javlja problem uporedivosti. Sledeći problem je vezan za kvalitet iskazanog dobitka. Investitori moraju da predvide buduću vrednost prinosa, za šta im je kvalitet dobitka od ključnog značaja.

### *2.1.2. Analiza profitabilnosti ulaganja i kapitala*

Za ocenu profitabilnosti ulaganja i kapitala najčešće se koriste stopa prinosa na ukupna sredstva (ROA - Return on Assets) i stopa prinosa na sopstveni kapital (ROE - Return on Equity).

#### 2.1.2.1. Stopa prinosa na ukupna sredstva - ROA

Stopa prinosa na ukupna sredstva (imovinu, ulaganja) (Return on Assets - ROA) je jedan od najvažnijih i najčešće korišćenih pokazatelja performansi preduzeća, koji se dobija kada se u odnos stave dobitak i ulaganja koja su učestvovala u stvaranju tog dobitka. Naime, ova stopa se računa kao odnos dobitka pre kamata i poreza i ukupnih sredstava:

$$(\text{ROA}) = \frac{\text{Dobitak pre kamata i poreza (EBIT)}}{\text{Ukupna sredstva}} \times 100$$

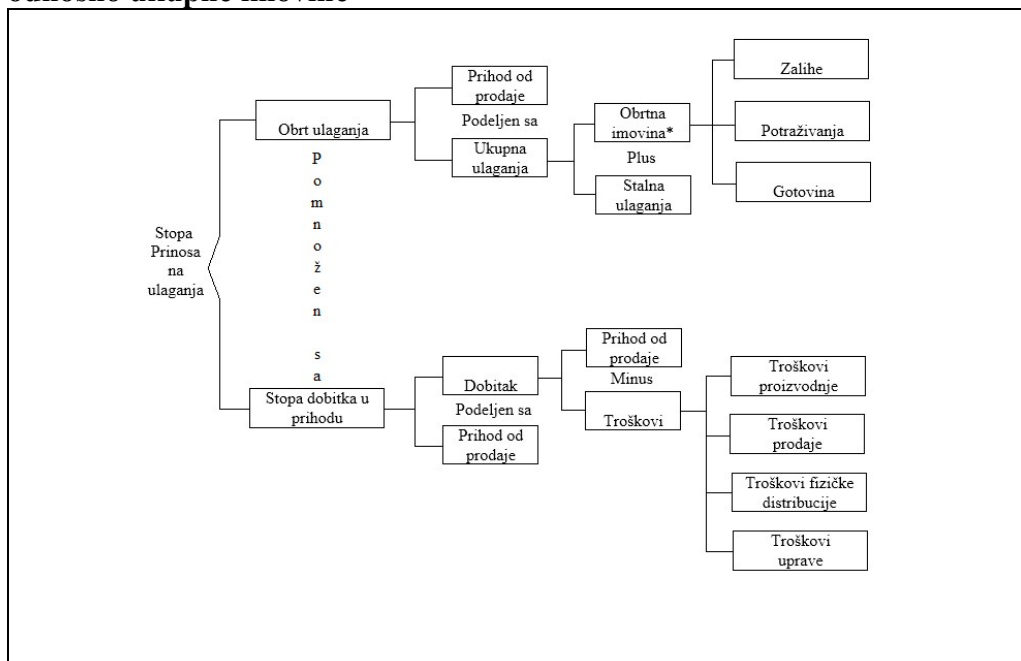
Dobitak pre kamata i poreza (EBIT) predstavlja razliku ukupnih prihoda i rashoda pre izbivanja troškova kamata i poreza i pored operativnog dobitka, uključuje i prihode preduzeća iz finansijskih, investicionih i neposlovnih aktivnosti preduzeća.<sup>38</sup> Prilikom poređenja vrednosti ovog pokazatelja sa pokazateljima iz prethodnih godina ili drugih preduzeća, treba obratiti pažnju na finansijski leveridž. Naime, ova stopa se poredi sa prosečnom kamatnom

---

<sup>38</sup> Todorović, M. (2010): *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 51.

stopom koju preduzeće plaća na pozajmljeni kapital i tako se utvrđuje efekat finansijskog leveridža. Da bi se odredila ukupna profitabilnost nekog preduzeća na osnovu ovog pokazatelja, potrebno je uskladiti efekat finansijskog leveridža sa efektima poreskih ušteda koje su ostvarene na osnovu finansiranja iz pozajmljenih izvora. Prilikom analize profitabilnosti poslovanja javlja se čitav niz pitanja kao što su: da li je preduzeće u dovoljnoj meri efikasno upravljalo imovinom i kapitalom, zatim da li je postojala mogućnost da se povećaju prodajne cene proizvoda ili je bilo korisnije smanjiti cenu proizvoda i slično. Da bi se dobili odgovori na ova pitanja potrebno je izvršiti rastavljanje stope prinosa na činioce, što se u literaturi naziva Du Pont-ova šema, odnosno Du Pont-ov sistem analize.<sup>39</sup>

**Ilustracija broj 4: Du Pont-ova šema profitabilnosti ukupnog kapitala, odnosno ukupne imovine**



<sup>39</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V. (2009): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 144.

Značaj Du Pont-ove analize je sagledavanje faktora koji utiču na profitabilnost. Da bi se podigla profitabilnost ukupnih ulaganja, mora podjednako dobro da se upravlja i obrtom ulaganja i dobitnošću prihoda.

Prema navedenom, stopa prinosa na ukupna sredstva se može razložiti na proizvod bruto profitne marže i racija obrta ukupne imovine, tj.

Stopa prinosa na ukupna sredstva (ROA) = Bruto profitna marža × Racio obrta ukupne imovine

U slučaju da bruto profitna marža raste, svako povećanje racija obrta ukupne imovine multiplikuje efekat povećanja dobitnosti prihoda na porast profitabilnosti ukupne imovine. Naravno, važi i obrnuto. Međutim, u slučaju da dođe do smanjenja vrednosti racija ukupne imovine, to neće dovesti do povećanja profitabilnosti i ukoliko postoji rast dobitnosti prihoda.

Stopa prinosa na ukupna sredstva je pokazatelj na osnovu koga se meri profitabilnost uloženog kapitala, odnosno on pokazuje koliko se dinara ostvari na svakih 100 dinara uloženih u neki oblik imovine, nezavisno od toga da li se radi o sopstvenim ili pozajmljenim izvorima. Ovaj pokazatelj daje informaciju o efektivnosti rada menadžmenta.<sup>40</sup>

#### 2.1.2.2. Stopa prinosa na sopstveni kapital - ROE

Drugi pokazatelj profitabilnosti koju mnogi investitori koriste je stopa prinosa na sopstveni kapital (Return on Equity - ROE), koji je za investitore čistije merilo prinosa na investirana sredstva jer meri prinos na ulaganja iz ugla vlasnika. Stopa prinosa na vlasnički kapital se računa kao odnos između ostvarenog neto dobitka i sopstvenog kapitala, tj.

$$\text{Stopa prinosa na sopstveni kapital (ROE)} = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Sopstveni kapital}} \times 100$$

---

<sup>40</sup> Đuričin, D., Lončar, D. (2007): *Menadžment pomoću projekata*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 299.

Neto dobitak predstavlja razliku ukupnih prihoda i ukupnih rashoda i generiše se u poslovnim, finansijskim i neposlovnim aktivnostima.<sup>41</sup>

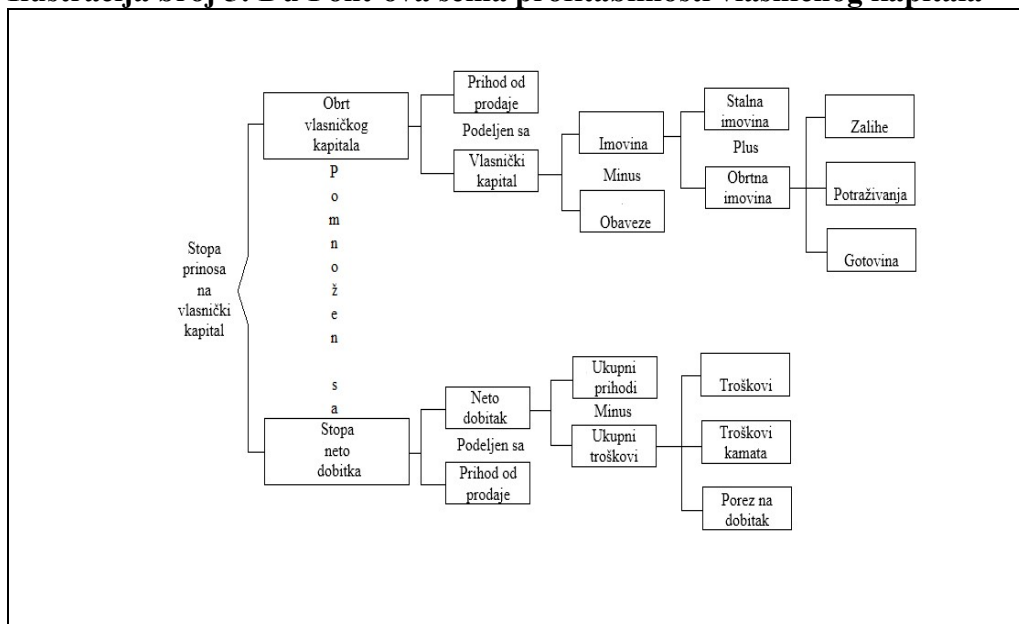
Za razliku od stope prinosa na ukupna sredstva, koja pored sopstvenih ulaganja obuhvata i pozajmljena ulaganja, u ovom slučaju deo dobitka pripada samo akcionarima.

Ova stopa se može dalje razložiti na neto profitnu maržu i racio obrta sopstvenog kapitala:

Stopa prinosa na sopstveni kapital (ROE) = Neto profitna marža × Racio obrta vlasničkog kapitala

Navedeno se takođe može prikazati pomoću Du Pont-ove šeme:

### Ilustracija broj 5: Du Pont-ova šema profitabilnosti vlasničkog kapitala



Da bi se utvrdio smer kretanja profitabilnosti, potrebno je da prinos na ukupna sredstva uporedimo sa troškom ukupno angažovanog kapitala, odnosno cenom i sopstvenog i pozajmljenog kapitala. Pozitivan efekat na profitabilnost ostvaruje se ukoliko je stopa prinosa na ukupna sredstva iznad troškova ukupnog kapitala.

<sup>41</sup> Todorović M. (2010): *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 51.



Svaki iznos iznad troškova kapitala se preliva u vlasnički kapital, što ima pozitivan uticaj na profitabilnost preduzeća. Efekat na profitabilnost može biti i negativan, ukoliko je odnos između ovih veličina obrnut, što znači da postoji granica zaduživanja koja se ostvaruje na nivou koji izjednačava prethodne dve vrednosti.

Pokazatelji ROA i ROE se vrlo često koriste jer imaju značajne prednosti. Prednost ovih pokazatelja je to što su oni relativni pokazatelji, pa je samim tim njihova iskazna moć veća. Naime, njihovo iskazivanje u procentima omogućava lakše poređenje sa drugim finansijskim prinosima, poput prinosa na akcije i obveznice, što investitorima olakšava analizu. Pored navedenog, ovi pokazatelji se mogu koristiti i za poređenje prinosa različitih divizija, konkurenata ili tipova investicija.

Kao što je već rečeno, ovi pokazatelji daju informacije o tome kako menadžeri upravljaju prihodima, troškovima i investicijama.

S obzirom da se u brojiocu nalazi računovodstveni dobitak, sva ograničenja i problemi koji su vezani za računovodstveni dobitak se odnose i na ove pokazatelje. Pre svega, u pitanju je sklonost ka postojanju menadžment miopije, odnosno težnja menadžmenta ka kratkoročnim ostvarenjima, zatim težnja za podsticanjem suboptimizacije, odnosno disfunkcionalnog ponašanja menadžera i slanje pogrešnih informacija o performansama investicionih centara zbog teškoća u određivanju dela stalnih sredstava kao imenioca, a to može izazvati loše odluke, kako investicionog karaktera, tako i kad je reč o proceni performansi. Sledeći nedostaci ovih merila su da ne uzimaju u obzir cenu kapitala koji je bilo neophodno pribaviti i da se ne mogu koristiti za merenje stvorene vrednosti.

U nastavku rada biće predstavljena racio analiza, odnosno biće prikazani određeni pokazatelji likvidnosti, solventnosti, efikasnosti upravljanja imovinom i izvorima i profitabilnosti.

### *2.1.3. Racio analiza*

Racio brojevi su pokazatelji koji se koriste za ocenu postojećeg i projekciju budućeg finansijskog i prinosnog položaja preduzeća, odnosno oni omogućavaju sagledavanje pojedinih finansijskih aspekata poslovanja preduzeća. Racio analiza podrazumeva izbor odgovarajućih racio brojeva,

njihovo izračunavanje i na kraju tumačenje, interpretiranje i poređenje dobijenih rezultata, što je ujedno i najkompleksniji deo analize. Značaj racio analize je sumiranje ključnih odnosa i rezultata koji ukazuju na finansijske performanse preduzeća.

S obzirom da racio brojevi predstavljaju odnose određenih pozicija u finansijskim izveštajima između kojih postoji određena logička veza, oni se utvrđuju na osnovu računovodstvenih podataka. Naime, za izračunavanje racija likvidnosti i solventnosti pretežno se koristi bilans stanja, tako da njih često krasi naziv racio analiza stanja, dok za racija efikasnosti i profitabilnosti se koristi kombinacija podataka iz bilansa stanja i uspeha pa ih neretko nazivaju i racijom performansi preduzeća ili ostvarenja.<sup>42</sup>

Prilikom racio analize je bitno da se uvažava princip verodostojnosti i konzistentnosti, kao i dugoročna orijentisanost (minimalno od 3 do 5 godina), kako bi dobijeni rezultati bili uporedivi u nizu obračunskih perioda i kako bi se dobili kvalitetni i pouzdani podaci koji predstavljaju dobru osnovu za ocenu performansi preduzeća.

U ovu grupu pokazatelja ubrajaju se sledeća merila performansi:

- Pokazatelji (racia) likvidnosti,
- Pokazatelji (racia) solventnosti,
- Pokazatelji (racia) efikasnosti upravljanja imovinom i izvorima i
- Pokazatelji (racia) profitabilnosti.

#### 2.1.3.1. Pokazatelji likvidnosti

Likvidnost se definiše ne samo kao sposobnost preduzeća da izmiri sve svoje dospеле obaveze na vreme, već i kao potreba preduzeća da nakon izmirenja svojih obaveza raspolaže sa dovoljno obrtnih sredstava za nastavak tekuće poslovne aktivnosti.<sup>43</sup> Analiza likvidnosti je u stvari analiza kratkoročne finansijske sigurnosti preduzeća i govori o kratkoročnom riziku ulaganja. Imajući u vidu navedeno, pokazatelji likvidnosti ukazuju na potencijalne probleme preduzeća sa novčanim sredstvima.

---

<sup>42</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V. (2009): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 113.

<sup>43</sup> Ivanišević, M. (2009): *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd str. 23.

Za obračun racia likvidnosti relevantna je obrtna, a ne stalna imovina, tako da se racia likvidnosti dobijaju stavljanjem u odnos obrtne imovine i kratkoročnih obaveza.

Kao osnovni pokazatelji likvidnosti preduzeća navode se:

- Opšti racio likvidnosti,
- Rigorozni racio likvidnosti I i II stepena i
- Neto obrtni kapital (sredstva).

#### 2.1.3.1.1. Opšti racio likvidnosti

Opšti racio likvidnosti dobija se stavljanjem u odnos obrtnih sredstava preduzeća i kratkoročnih obaveza:

$$\text{Opšti racio likvidnosti} = \frac{\text{Obrtna sredstva}}{\text{Kratkoročne obaveze}}$$

Racio likvidnosti pokazuje sa koliko je dinara obrtnih sredstava pokriven jedan dinar kratkoročnih obaveza, odnosno pokazuje sposobnost preduzeća da raspoloživim obrtnim sredstvima podmiri svoje kratkoročne obaveze, pri čemu je, naravno, bolje ako preduzeće ima što veći iznos obrtnih sredstava na dati iznos kratkoročnih obaveza. Sa druge strane, navedeno podrazumeva da osnovna sredstva preduzeća treba da budu finansirana sopstvenim kapitalom.

Kao orijentaciona normala za tumačenje ovog racija se navodi broj 2, odnosno za preduzeće je najbolje kada je odnos između obrtne imovine i kratkoročnih obaveza 2:1 i tada se preduzeće smatra likvidnim.

Prilikom tumačenja ovog racio broja potrebno je voditi računa o strukturi njegovih elemenata, s obzirom da opšti racio likvidnosti dovodi u vezu dve heterogene bilansne kategorije, obrtnu imovinu i kratkoročne obaveze. Ukoliko je racio opšte likvidnosti visok, to ne znači da je likvidnost preduzeća dobra, jer visoka vrednost obrtne imovine može da bude posledica nagomilanih zaliha ili nagomilanih nenaplativih potraživanja. Sa druge strane, za likvidnost preduzeća je bitna i dinamika unutar obrtne imovine i kratkoročnih obaveza. Pre svega je važna brzina obrta zaliha i potraživanja u gotovinu, kao i dinamika unutar

kratkoročnih obaveza, tj. važni su rokovi dospeća obaveza preduzeća,<sup>44</sup> jer nije isto da li preduzeće veći deo svojih obaveza mora da izmiri u roku od 30, 45, 60 ili 90 dana.

Nakon izračunavanja ovog racia, neophodno je tumačenje dobijenih rezultata i poređenje izračunatog pokazatelja sa vrednostima ovog pokazatelja u nekim drugim vremenskim periodima, sa racijima konkurenta ili sa prosečnom vrednošću koja je karakteristična za granu kojoj preduzeće pripada.

#### 2.1.3.1.2. Rigorozni racio likvidnosti

Za razliku od opšteg racia likvidnosti, rigorozni racio likvidnosti dobija se stavljanjem u odnos monetarne aktive preduzeća i njegovih kratkoročnih obaveza i predstavlja racio redukovane (rigorozne) sposobnosti izmirenja obaveza o roku dospeća.

$$\text{Rigorozni racio likvidnosti} = \frac{\text{Monetarna aktiva}}{\text{Kratkoročne obaveze}}$$

Pod monetarnom aktivom može da se podrazumeva samo gotovina i gotovinski ekvivalenti, u kom slučaju se radi o rigoroznom raciu likvidnosti I stepena, ili razlika između obrtne imovine i zaliha, u kom slučaju se radi o rigoroznom raciju likvidnosti II stepena. Zalihe se u ovom slučaju posmatraju kao stalna imovina.

Orijentaciona normala ovog racia je 1, odnosno njegova suština ogleda se u uspostavljanju odnosa između monetarne aktive i kratkoročnih obaveza u proporciji 1:1. Sve vrednosti ovog racio broja koje su veće od 1 ukazuju na veću likvidnost i obrnuto.

Pri tumačenju ovog racija treba biti oprezan prilikom donošenja zaključaka, iz sličnih razloga koji su navedeni i kod opšteg racia likvidnosti.

---

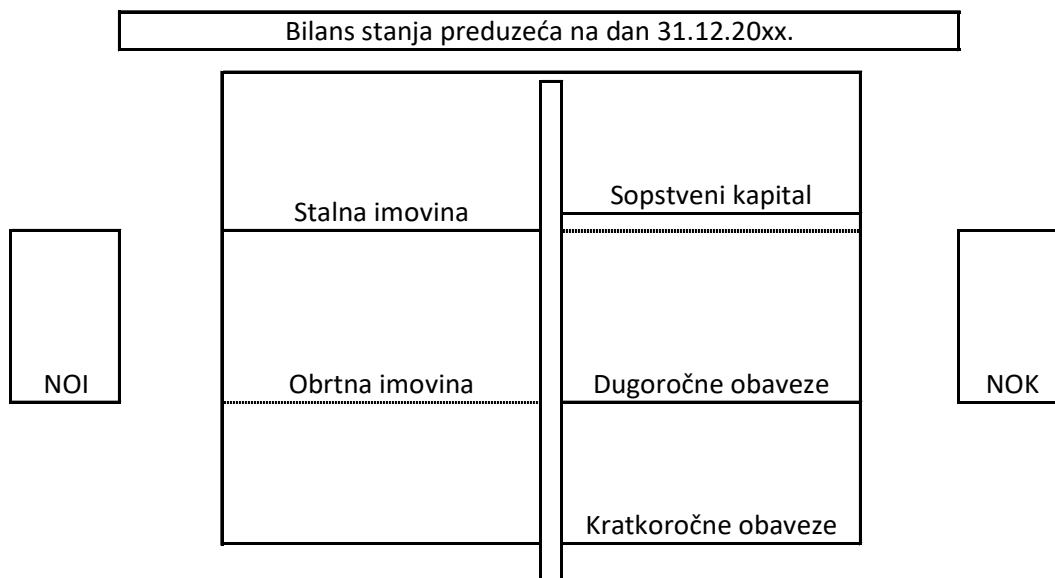
<sup>44</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V. (2009): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, str.116-117.

### 2.1.3.1.3. Neto obrtni kapital

Neto obrtni kapital (sredstva) je apsolutna mera likvidnosti. Neto obrtni kapital predstavlja deo sopstvenog i dugoročno pozajmljenog kapitala koji služi za finansiranje obrtne imovine, odnosno to je iznos dugoročnih izvora finansiranja preko iznosa koji je investiran u stalnu imovinu preduzeća. Može se izračunati kao razlika između dugoročnih izvora finansiranja (sopstveni kapital uvećan za dug) i sadašnje vrednosti stalne imovine. Neto obrtna sredstva predstavljaju deo obrtne imovine koja nije finansirana iz kratkoročnih izvora i mogu se izračunati kao razlika između obrtnih sredstava i kratkoročnih obaveza. Neto obrtna sredstva pokazuju koliki deo obrtnih sredstava je pribavljen iz dugoročnih izvora finansiranja.

Neto obrtni kapital i neto obrtna sredstva moraju uvek biti jednake, što proističe iz bilansne ravnoteže, a što je predstavljeno na narednoj ilustraciji:

#### **Ilustracija broj 6: Bilans stanja i neto obrtna imovina i kapital**



*Izvor: Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V. (2009): Upravljačko računovodstvo, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 184.*

Posmatrano sa stanovišta likvidnosti, iz dugoročnih izvora finansiranja bi trebalo da budu finansirana (pored regularnog ulaganja u stalnu imovinu) i

ulaganja u obrtnu imovinu. Stanje neto obrtnog kapitala dosta govori o stanju kratkoročne i dugoročne finansijske sigurnosti preduzeća.

Veća vrednost ovog pokazatelja znači da preduzeće ima veći iznos dugoročnih izvora finansiranja i da nema probleme sa likvidnošću, jer ima veću kreditnu sposobnost i time veće mogućnosti za pribavljanje sredstava iz kratkoročnih izvora finansiranja.

### 2.1.3.2. Pokazatelji solventnosti

Solventnost predstavlja sposobnost preduzeća da u dugom roku izmiruje dospele kamate i da u unapred definisanim periodima vrši otplatu dugoročnih obaveza. Analiza solventnosti nekog preduzeća podrazumeva analizu njegove dugoročne finansijske sigurnosti, za čije rezultate su zainteresovani i vlasnici i kreditori. Postoje tri velike grupe faktora od kojih zavisi solventnost preduzeća. To su: vrednost i struktura imovine preduzeća, vrednost i struktura izvora finansiranja i prinosa snaga.<sup>45</sup>

Za solventnost je bitna vrednost i struktura imovine. Imovina stvara novčane tokove koji služe za izmirenje dugoročnih obaveza, za isplatu dividendi i za namirenje troškova kamata, a može da predstavlja predmet zaloge za dobijanje kredita. Sa druge strane, za menadžere i potencijalne investitore je bitan odnos između stalne i obrtne imovine. Za očuvanje solventnosti treba težiti da se stalna imovina finansira takozvanim riziko kapitalom (sopstvenim kapitalom preduzeća), dok obrtna imovina, koja nije toliko rizična kao stalna, može da se finansira iz kratkoročnih izvora.

Sledeće na šta treba obratiti pažnju jeste nivo sopstvenog (vlasničkog) kapitala preduzeća, odnosno vrednost i struktura izvora finansiranja, koji u velikoj meri utiču na solventnost. Kao što je već napomenuto, ovaj kapital služi za finansiranje stalne imovine i investitori smatraju da je finansijsko stanje preduzeća utoliko bolje ukoliko raspolaže sa više vlasničkog kapitala. Dugo se smatralo da vlasnički kapital u ukupnom kapitalu treba da ima učešće od 50%, međutim, vremenom se ovaj procenat smanjivao. Međutim, ne mora da znači da preduzeća koja imaju više pozajmljenih izvora, imaju veće šanse da zapadnu u

---

<sup>45</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V. (2009): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 121.

probleme sa solventnošću, jer to pre svega zavisi od zarađivačke moći preduzeća, odnosno preduzeće može da se zadužuje sve dok je prinos na angažovani kapital veći od troška pozajmljivanja kapitala. U praksi je nesolventnost preduzeća posledica prezaduženosti preduzeća. Značaj vlasničkog kapitala ogleda se i u tome da je to kapital koji ne dospeva sve do likvidacije preduzeća, kao i da služi za pokriće nastalih gubitaka. Treba napomenuti da on ima jednu manu, a to je da sa prodajom akcija (ukoliko se radi o akcionarskom preduzeću), u cilju prikupljanja kapitala, dolazi do razvodnjavanja vlasništva i gubitka kontrole.

Ukoliko preduzeće ima stopu prinosa na ukupne izvore finansiranja (kako sopstvene, tako i pozajmljene) koja je veća od prosečne cene ukupnog kapitala, takvo preduzeće neće imati problema sa finansiranjem dugoročnih obaveza i privlačenjem kapitala, uprkos što u njegovoj pasivi dominiraju obaveze.

Najznačajniji pokazatelji solventnosti, tj. pokazatelji finansijskog leveridža su:

- Racio pokrića stalne imovine,
- Racio pokrića zaliha neto obrtnim kapitalom,
- Racio pokrića obrtne imovine neto obrtnim kapitalom,
- Racio zaduženosti,
- Racio pokrića obaveza neto novčanim tokovima iz poslovanja,
- Racio pokrića kamata zaradom,
- Racio pokrića kamata neto novčanim tokovima iz poslovanja.<sup>46</sup>

#### 2.1.3.2.1. Racio pokrića stalne imovine

Racio pokrića stalne imovine pokazuje stepen pokrića stalne imovine, kao najrizičnijeg oblika imovine, vlasničkim kapitalom, odnosno pokazuje u kojoj meri preduzeće uspeva da iz sopstvenih izvora pokrije ulaganja u stalnu imovinu. Ovaj racio broj se računa kao količnik između neto vrednosti vlasničkog kapitala i stalne imovine preduzeća.

$$\text{Racio pokrića stalne imovine} = \frac{\text{Neto vrednost vlasničkog kapitala}}{\text{Stalna imovina}}$$

<sup>46</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V. (2009): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, str.123.

Neto vrednost vlasničkog kapitala podrazumeva nominalnu vrednost osnovnog kapitala kojoj su dodate pozicije emisione premije, rezervi iz dobitka, revalorizacione rezerve i neraspoređeni dobitak, korigovane (umanjene) za neuplaćeni upisani kapital, otkupljene sopstvene akcije i poziciju gubitka iskazanog na dan bilansa.<sup>47</sup>

Orijentaciona vrednost ovog racio broja iznosi 1, tj. sve vrednosti iznad 1 govore u prilog dobroj solventnosti preduzeća i obrnuto. Međutim ne može se tvrditi da je solventnost preduzeća u padu ukoliko je ovaj racio ispod 1. U takvoj situaciji treba sprovesti detaljniju analizu kvaliteta dugoročnih izvora finansiranja koja služe za finansiranje stalne imovine.

#### 2.1.3.2.2. Racio pokrića zaliha neto obrtnim kapitalom

Racio pokrića zaliha neto obrtnim kapitalom pokazuje koji deo dugoročnih izvora finansiranja se koristi za pokriće zaliha. Racio pokrića zaliha neto obrtnim kapitalom jeste količnik između neto obrtnog kapitala (NOK) i zaliha preduzeća:

$$\text{Racio pokrića zaliha NOK-om} = \frac{\text{Neto obrtni kapital}}{\text{Zalihe}}$$

U prethodnom delu rada objašnjen je neto obrtni kapital.

#### 2.1.3.2.3. Racio pokrića obrtne imovine neto obrtnim kapitalom

Racio pokrića obrtne imovine neto obrtnim kapitalom pokazuje nam koji deo dugoročnih izvora finansiranja se koristi za pokriće obrtne imovine. Racio pokrića obrtne imovine neto obrtnim kapitalom predstavlja količnik neto obrtnog kapitala i obrtne imovine preduzeća:

$$\text{Racio pokrića obrtne imovine NOK-om} = \frac{\text{Neto obrtni kapital}}{\text{Obrtna imovina}}$$

---

<sup>47</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V. (2009): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 123.



Pod obrtnom imovinom podrazumevaju se zalihe, kratkoročna potraživanja i plasmani, gotovina, gotovinski ekvivalenti i aktivna vremenska razgraničenja. Za tumačenje ova dva pokazatelja nije moguće precizno definisati orijentacione normale, jer je optimalna visina neto obrtnog kapitala pod uticajem velikog broja faktora.

Postojanje neto obrtnog kapitala za preduzeća znači da imaju dobru finansijsku strukturu, a za investitore znači sigurnost za ulaganja. To, međutim, ne znači da preduzeće koje nema neto obrtni kapital ima lošu finansijsku strukturu, jer preduzeće može da nadomesti nedostajući kapital sa kratkoročnim dugom čija je cena koštanja manja od prinosa koji se ostvaruje njenim korišćenjem.

#### 2.1.3.2.4. Racio zaduženosti

Racio zaduženosti je jedan od pokazatelja solventnosti preduzeća koji se češće koristi i za koji su zainteresovani skoro svi stejkholderi. On pokazuje odnos između ukupnih obaveza i vlasničkog kapitala, odnosno stepen u kojem je vlasnički kapital opterećen ukupnim obavezama preduzeća, a dobija se kao količnik ukupnih obaveza i vlasničkog kapitala preduzeća, tj:

$$\text{Racio zaduženosti} = \frac{\text{Ukupne obaveze}}{\text{Vlasnički kapital}}$$

Pod ukupnim obavezama preduzeća podrazumevaju se dugoročne obaveze, kratkoročne obaveze i pasivna vremenska razgraničenja. Pod vlasničkim kapitalom se podrazumeva neto vrednost vlasničkog kapitala. Važi pravilo da što je vrednost ovog racija niža, to je veća solventnost preduzeća i sigurnost dugoročnih poverilaca, a orijentaciona normala mu je 1.

Ukoliko preduzeće u nekoj godini ima velike investicione izdatke, vrednost ovog pokazatelja može ukazivati na pogoršanje položaja dugoročne sposobnosti izmirenja obaveza, što nije tačno, jer se koristi od tih investicionih projekata očekuju u narednim godinama. Solventnost preduzeća neće biti ugrožena i u slučajevima kada su vrednosti ovog pokazatelja nepovoljne, ali kada menadžment efikasno upravlja imovinom i kapitalom i kada je preduzeće vrlo profitabilno.

#### 2.1.3.2.5. Racio pokrića obaveza neto novčanim tokovima iz poslovanja

Racio pokrića obaveza neto novčanim tokovima (NNT) iz poslovanja pokazuje u kom stepenu preduzeće vrši pokriće prosečnih obaveza neto novčanim tokovima iz poslovanja i predstavlja količnik NNT iz poslovanja i prosečnih obaveza preduzeća:

$$\text{Racio pokrića obaveza NNT iz poslovanja} = \frac{\text{Neto novčani tok iz poslovanja}}{\text{Prosečne obaveze}}$$

Neto novčani tok iz poslovanja predstavlja razliku između ukupnih priliva i odliva gotovine iz poslovnih aktivnosti, a pod prosečnim obavezama podrazumevaju se prosečne ukupne obaveze preduzeća. Mala vrednost (vrednost od 0,20 i manja) ovog racio broja ukazuje na to da preduzeće nije izloženo dugoročnim finansijskim rizicima. Sve vrednosti iznad navedene ukazuju da je preduzeće izloženo dugoročnim finansijskim rizicima.

#### 2.1.3.2.6. Racio pokrića kamata zaradom

Racio pokrića kamata zaradom pokazuje sposobnost preduzeća da iz zarade finansira troškove kamata, odnosno pokazuje sa koliko dinara dobitka pre kamata i poreza (EBIT) je pokriven svaki dinar rashoda na ime kamata, tj. koliko je puta ostvareni dobitak veći od rashoda na ime kamata, a dobija se kao količnik dobitka pre kamata i poreza i rashoda na ime kamate:

$$\text{Racio pokrića kamata zaradom} = \frac{\text{Dobitak pre kamata i poreza (EBIT)}}{\text{Troškovi kamata}}$$

Pod troškovima kamata podrazumevaju se nastali rashodi na ime kamata.

Veći iznos ovog koeficijenta ukazuje na to da postoji manji rizik da preduzeće neće moći da plati svoje obaveze po osnovu kamata, pa je u interesu poverilaca da vrednost ovog racio broja bude što veća, jer su tada sigurniji da će moći da naplate svoja potraživanja. Međutim, na osnovu ovog racia se ne može utvrditi da li preduzeće ima dovoljno gotovine da otplati svoje dugove po dospeću, jer se tokovi prihoda i rashoda vremenski ne podudaraju sa novčanim tokovima. Zato se ovaj racio dopunjuje koeficijentom pokrića kamata gotovinom.

#### 2.1.3.2.7. Racio pokriva kamata neto novčanim tokovima iz poslovanja

Racio pokriva kamata neto novčanim tokovima iz poslovanja pokazuje sposobnost preduzeća da izmiri svoje dospele obaveze na vreme, odnosno pokazuje da li preduzeće raspolaže sa dovoljnim iznosom gotovine da može da otplati sve svoje dugove po dospeću.

$$\text{Racio pokriva kamata NNT iz poslovanja} = \frac{\text{Neto novčani tok iz poslovanja}}{\text{Troškovi kamata}}$$

#### 2.1.3.3. Pokazatelji efikasnosti upravljanja imovinom i izvorima

Racio analiza efikasnosti upravljanja imovinom i kapitalom (aktivnosti) pokazuje koliko efikasno menadžment upravlja imovinom preduzeća, odnosno suština ove analize jeste da se izvrši poređenje izvršenih ulaganja sa ostvarenim rezultatima tih ulaganja. Ovi pokazatelji dobijaju se stavljanjem u odnos planiranih ili ostvarenih efekata (najčešće prihoda od prodaje) i planiranih ili ostvarenih ulaganja u pojedine delove imovine.

Analiza efikasnosti upravljanja imovinom i kapitalom veoma često se u ekonomskom svetu poistovećuje sa analizom obrta, koja se nalazi u središtu racio analize finansijskih izveštaja.<sup>48</sup> Koeficijent obrta pokazuje koliko puta godišnje se neki oblik imovine konvertuje i vrati u prvobitan novčani oblik.

Pri ovoj analizi treba imati u vidu razliku između stalne i obrtne imovine koja je uslovljena različitom prirodom ovih imovinskih delova i različitim načinom njihovog ponovnog konvertovanja u gotovinu. Kada se analizira stalna imovina, fokus je na analizi sposobnosti te imovine da stvara pozitivne rezultate, jer se stalna imovina troši u dužem vremenskom periodu, tako da prenosi svoju vrednost na proizvode u periodu dužem od jedne godine, što ne znači da za nju ne treba izračunati racio obrta. Kada se analizira obrtna imovina, u fokusu je brzina konvertovanja u likvidna sredstva tih imovinskih delova, jer se ona u toku jedne godine obrne i više puta. Koeficijent obrta je u direktnoj vezi sa likvidnošću, solventnošću i profitabilnošću preduzeća. S obzirom da ne pruža

---

<sup>48</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V. (2009): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 129.

potpune podatke donosiocima odluka, ovu analizu treba dopuniti analizom likvidnosti, solventnosti i profitabilnosti.

Efikasnije upravljanje imovinom rezultuje povećanjem broja obrta, a što je veći obrt, preduzeće brže dolazi do neophodnih novčanih sredstava, samim tim je i likvidnije. Sa povećanjem koeficijenta obrta dolazi i do povećanja kako solventnosti, tako i profitabilnosti, jer obrt imovinskih delova umnožava prinosnu sposobnost preduzeća. Pokazatelji obrta koji se danas najčešće javljaju su:

- Racio obrta poslovne imovine,
- Racio obrta fiksne imovine,
- Racio obrta kapitala,
- Racio obrta obrtne imovine,
- Racio obrta zaliha,
- Racio obrta potraživanja od kupaca i
- Racio obrta obaveza prema dobavljačima.<sup>49</sup>

Kada se broj dana u godini ili broj meseci podeli sa dobijenim koeficijentom, dobija se vreme trajanja obrta, što obezbeđuje mogućnost dobijanja jasnije slike o performansama preduzeća.

#### 2.1.3.3.1. Racio obrta poslovne imovine

Racio obrta poslovne imovine pokazuje koliko puta se u toku jedne godine ukupna poslovna imovina obrne kroz prihode od prodaje i jednak je količniku između ostvarenih prihoda od prodaje i prosečne poslovne imovine preduzeća:

$$\text{Racio obrta poslovne imovine} = \frac{\text{Prihodi od prodaje}}{\text{Prosečna poslovna imovina}}$$

Racio obrta poslovne imovine je jedan od najopštijih pokazatelja efikasnosti upravljanja ukupnom imovinom preduzeća, pri čemu je bitno da vrednost ovog

---

<sup>49</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V. (2009): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 131.

ratio broja bude što veća, jer to govori o pozitivnoj efikasnosti poslovanja posmatranog preduzeća.

Na povećanje vrednosti ovog pokazatelja može da se utiče tako što će se povećavati ratio obrta obrtne i stalne imovine, kao i njenih sastavnih delova (zalihe, potraživanja itd.). Takođe, postoji veza između ovog pokazatelja i pokazatelja profitabilnosti, jer profitabilnost raste ukoliko je pri povećanju obrta učešće dobiti u prihodu na istom nivou.

#### 2.1.3.3.2. Racio obrta fiksne imovine

Racio obrta fiksne imovine pokazuje koliko se puta u toku jedne godine fiksna sredstva obrnu kroz prihode od prodaje, odnosno pokazuje efikasnost dugoročnih ulaganja u fiksnu imovinu. Ovaj ratio predstavlja količnik između ostvarenih prihoda od prodaje i prosečne fiksne imovine preduzeća:

$$\text{Racio obrta fiksne imovine} = \frac{\text{Prihodi od prodaje}}{\text{Prosečna fiksna imovina}}$$

Vrednost ovog ratio broja zavisi od trenutka nabavke ili izgradnje osnovnih sredstava i od faze životnog ciklusa preduzeća. U početnim fazama životnog ciklusa preduzeća, vrednost ovog ratio broja je manja, jer kapaciteti nisu u potpunosti iskorišćeni, da bi sa protokom vremena vrednost rasla, zbog opadanja vrednosti osnovnih sredstava usled amortizacije.

Nakon dostizanja maksimuma u trenutku pune iskorišćenosti proizvodnih kapaciteta, vrednost ovog ratio broja će očekivano opadati, jer je neophodno izvršiti dodatne investicije.

#### 2.1.3.3.3. Racio obrta kapitala

Racio obrta kapitala pokazuje sposobnost preduzeća da održi efikasnost upotrebe vlasničkog kapitala, odnosno pokazuje koliko se puta u toku jedne godine vlasnički kapital obrne kroz prihode od prodaje. Predstavlja količnik između ostvarenih prihoda od prodaje i prosečnog vlasničkog kapitala:

$$\text{Racio obrta kapitala} = \frac{\text{Prihodi od prodaje}}{\text{Prosečan vlasnički kapital}}$$

Što je učešće vlasničkog kapitala veće u pasivi, to je obrt manji. Takođe, obrt se smanjuje i sa padom prihoda od prodaje. Ukoliko ovaj racio povežemo sa delom imovine koji se finansira iz tuđih izvora, možemo doći do podatka da li se ostvaruje efekat finansijskog leveridža i u kojoj meri.

#### 2.1.3.3.4. Racio obrta obrtne imovine

Racio obrta obrtne imovine pokazuje koliko je svaki dinar uložen u obrtnu imovinu proizveo prihoda od prodaje i predstavlja količnik između ostvarenih prihoda od prodaje i prosečne obrtne imovine preduzeća:

$$\text{Racio obrta obrtne imovine} = \frac{\text{Prihodi od prodaje}}{\text{Prosečna obrtna imovina}}$$

#### 2.1.3.3.5. Racio obrta zaliha

Racio obrta zaliha pokazuje u kojoj meri preduzeće efikasno upravlja ukupnim zalihama i predstavlja količnik između ostvarenih prihoda od prodaje i prosečnih zaliha preduzeća.

$$\text{Racio obrta zaliha} = \frac{\text{Prihodi od prodaje}}{\text{Prosečna vrednost zaliha}}$$

Pored racia obrta ukupnih zaliha, mogu se izračunati i raciji pojedinačnih zaliha, tj. racio obrta materijala, racio obrta nedovršene proizvodnje, racio obrta gotovih proizvoda i racio obrta robe. Ukoliko se ubrzava obrt, smanjuju se mnogobrojni troškovi, kao na primer troškovi skladištenja i kontrole zaliha.

Prosečno vreme trajanja jednog obrta zaliha je količnik između broja dana u godini i racia obrta zaliha. Na osnovu ovih informacija dobija se uvid o tome koliko se često obrću zalihe u toku jednog obračunskog perioda. Najbolje je da koeficijent obrta zaliha bude što veći, a vreme obrta zaliha što kraće.

#### 2.1.3.3.6. Racio obrta potraživanja od kupaca

Koeficijent obrta potraživanja od kupaca pokazuje efikasnost prosečne godišnje naplate potraživanja od kupaca i dobija se kada se stave u odnos prihodi od prodaje i prosečni iznos potraživanja od kupaca.

$$\text{Racio obrta potraživanja od kupaca} = \frac{\text{Prihodi od prodaje}}{\text{Prosečna potraživanja od kupaca}}$$

U ovom slučaju se radi o prihodima od prodaje koji su ostvareni samo na eksternom tržištu.

Prilikom izračunavanja ovog racia logičnije je koristiti neto iznos potraživanja, pri čemu je bitno da taj iznos odražava realnu vrednost potraživanja koja su naplativa.

Prosečan period naplate potraživanja od kupaca je količnik između broja dana u godini i racia obrta potraživanja od kupaca i pokazuje prosečnu dužinu vremenskog perioda u kome konkretno preduzeće beskamatno kreditira svoje kupce. Naravno, za preduzeće je bolje da je taj period što kraći.

#### 2.1.3.3.7. Racio obrta obaveza prema dobavljačima

Utvrđivanjem racia obrta dobavljača procenjuje se prosečno vreme u kojem obaveze prema dobavljačima dospevaju za plaćanje u toku godine. On se dobija iz odnosa vrednosti ukupnih nabavki i prosečnog salda dobavljača u toku godine.

$$\text{Racio obrta obaveza prema dobavljačima} = \frac{\text{Ukupne nabavke}}{\text{Prosečne obaveze prema dobavljačima}}$$

Pod ukupnim nabavkama preduzeća podrazumeva se ukupna godišnja potrošnja kojoj se oduzima i dodaje povećanje (smanjenje) vrednosti zaliha materijala i robe, odnosno podrazumeva zbir vrednosti sledećih bilansnih pozicija: nabavne vrednosti realizovane robe, troškova direktnih materijala, troškova ostalog materijala, troškova goriva i energije i troškova proizvodnih usluga.

Prosečni period isplate obaveza prema dobavljačima dobija se kao količnik broja dana u godini i racija obrta obaveza prema dobavljačima i pokazuje koliki je to vremenski period u kome dobavljači beskamatno kreditiraju preduzeće.

#### 2.1.3.4. Pokazatelji profitabilnosti

Uvid u zarađivačku snagu preduzeća dobija se analizom profitabilnosti (sposobnost preduzeća da generiše neto dobitke iz poslovnih i finansijskih aktivnosti). Analiza profitabilnosti podrazumeva primenu dve grupe pokazatelja za analizu uspešnosti poslovanja preduzeća: pokazatelji profitabilnosti prihoda i stope prinosa na ukupno uloženi kapital ili na ukupnu imovinu.

Racia profitabilnosti su vrlo korisna pri uočavanju promena u operativnim performansama u nizu vremenskih intervala<sup>50</sup> i pomažu da se dođe do zaključka da li se resursi efikasno koriste.

Računjanjem pokazatelja profitabilnosti prihoda dobija se procenat učešća ukupnog dobitka u ukupnim prihodima koji su ostvareni na internom i eksternom tržištu. Postoji čitav niz međusobno čvrsto povezanih stopa koje odražavaju prinosnu moć preduzeća, odnosno čitav niz koncepata dobitka i kapitala koji se mogu koristiti za izračunavanje ovih racija.

Pokazatelji koji se koriste kod ove vrste analize su:

- Stopa bruto poslovnog dobitka,
- Stopa neto poslovnog dobitka,
- Racio neto profitne marže i
- Racio bruto profitne marže.

Svaki od navedenih racio brojeva pokazuje koliki je to iznos bruto (neto) dobitka koji preduzeće ostvaruje na svakih 100 dinara ostvarenih prihoda i svako preduzeće treba da teži što većim iznosima ovih stopa.

##### 2.1.3.4.1. Stopa bruto poslovnog dobitka

Stopa bruto poslovnog dobitka računa se kao količnik između bruto poslovnog dobitka i prihoda od prodaje:

---

<sup>50</sup> Norton, G. (2003): *Valuation: Maximizing Corporate Value*, Wiley, New Jersey, str. 15.



$$\text{Stopa bruto poslovnog dobitka} = \frac{\text{Bruto poslovni dobitak}}{\text{Prihodi od prodaje}} \times 100$$

Ova stopa pokazuje koliko dinara bruto poslovnog dobitka donosi svaki dinar prihoda od prodaje.

Bruto poslovni dobitak se računa na sledeći način:

$$\text{Bruto poslovni dobitak} = \text{Ukupni poslovni prihodi} - \text{Troškovi materijala} - \text{Nabavna vrednost prodate robe}^{51}$$

#### 2.1.3.4.2. Stopa neto poslovnog dobitka

Stopa neto poslovnog dobitka računa se kao odnos između neto poslovnog dobitka i prihoda od prodaje, odnosno:

$$\text{Stopa neto poslovnog dobitka} = \frac{\text{Neto poslovni dobitak}}{\text{Prihodi od prodaje}} \times 100$$

Ova stopa pokazuje udeo neto poslovnog dobitka u prihodima od prodaje.

Neto poslovni dobitak predstavlja razliku između poslovnih prihoda i poslovnih rashoda.

#### 2.1.3.4.3. Racio neto profitne marže

Racio neto profitne marže daje uvid u to koji procenat prihoda je izražen u dobitku preduzeća, odnosno pokazuje stopu profita koju ostvaruju preduzeća koja se finansiraju iz sopstvenih i pozajmljenih izvora.

$$\text{Racio neto profitne marže} = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Prihodi od prodaje}}$$

---

<sup>51</sup> [www.ipf.rs/analiza-rentabilnosti/](http://www.ipf.rs/analiza-rentabilnosti/)

#### 2.1.3.4.4. Racio bruto profitne marže

Racio bruto profitna marža dobija se kada se neto dobitak uveća za troškove kamata koji se koriguju poreskim uštedama i zatim se navedeno podeli prihodom od prodaje:

$$\text{Racio bruto profitne marže} = \frac{\text{Dobitak pre kamata i poreza}}{\text{Prihodi od prodaje}}$$

Za preduzeće je bolje ukoliko su vrednosti ovih racio brojeva više, jer to znači da preduzeće na taj način ostvaruje veću dobit.

Kao osnovni nedostatak ove grupe racio brojeva navodi se činjenica da se na osnovu njih ne može izračunati ukupna profitabilnost preduzeća, jer zanemaruju jednu bitnu činjenicu, a to je visina ulaganja u imovinu da bi se ostvario određeni profit, pa se iz tih razloga koriste pokazatelji profitabilnosti ulaganja i kapitala, koji su objašnjeni u prethodnom delu rada.

Ukoliko se navedeni pokazatelji parcijalno posmatraju, oni imaju malu upotrebnu moć. Međutim, kompleksnija analiza uz uvažavanje uzročnih veza predstavlja dobru osnovu za ocenu performansi preduzeća u prethodnom periodu, ali i za projekciju budućih, kako bi se ostvarile što je moguće bolje performanse.

U narednom delu monografije biće objašnjeni glavni nedostaci i prednosti tradicionalnih merila performansi preduzeća.

## 2.2. Nedostaci i prednosti tradicionalnih merila performansi

Računovodstvena merila performansi ne predstavljaju savršene pokazatelje vrednosti preduzeća. Najveći nedostatak računovodstvenih merila performansi ogleđa se u tome što ona imaju slabu vezu sa stvaranjem vrednosti i ne mere promene u blagostanju, bogatstvu, već samo promene novčane pozicije. Istraživanja pokazuju da promene ovih merila u veoma maloj meri objašnjavaju promene tržišne vrednosti preduzeća.<sup>52</sup>

<sup>52</sup> Todorović, M. (2010): *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 55.

Naime, računovodstveni sistemi su transakcijski orjentisani, a računovodstveni profit je primarno zbir efekata transakcija koje su se odigrale u određenom periodu. Većina promena u vrednosti koja nema za rezultat transakciju nisu prepoznate u prihodu. Takođe, tradicionalni sistem merenja performansi ne sadrži brojne faktore kojima se utiče na stvaranje vrednosti. Reč je o brojnim nefinansijskim faktorima koje takođe treba meriti i kojima treba upravljati kako bi se stvorila vrednost. To je još jedna manjkavost tradicionalnog sistema merenja performansi.<sup>53</sup>

Dalje, računovodstvena merila ne poseduju ni mogućnost adekvatnog inkorporiranja makroekonomskih i granskih trendova. Računovodstvena merila performansi su nepodesna i iz razloga što imaju slabu korelaciju sa tržišnim cenama akcija, odnosno sa ciljnom funkcijom maksimiziranja vrednosti za akcionare. Ni pretpostavka o tome da će tržišna vrednost preduzeća rasti ukoliko preduzeće obezbedi zadovoljavajući rast EPS, ROE ili ROA, ne nalazi svoju potvrdu na finansijskim tržištima.

Navedeno je važno zbog činjenice da se za donošenje prave odluke koje povećavaju bogatstvo akcionara moraju obračunavati i merila performansi koje se baziraju na vrednosti, jer se prilikom odlučivanja samo na osnovu računovodstvenih merila performansi može desiti da se prihvati projekat koji odbacuje stopu prinosa koja ne pokriva ukupne troškove kapitala, pogotovo ukoliko se taj projekat finansira iz sopstvenih izvora<sup>54</sup>.

Naime, dobitak odražava troškove pozajmljenog kapitala, ali ignoriše troškove sopstvenog kapitala, što prenaglašava razliku između prinosa i troškova, tj. dobitka. Izostavljanje troškova sopstvenog kapitala je ozbiljno, zato što je sopstveni kapital tipično skuplji od pozajmljenog i što se time sprečava poređenje rezultata kompanija sa različitim odnosom sopstvenog i pozajmljenog kapitala.

Nedostatak računovodstvenih merila je i njihova zasnovanost na dobitku, s obzirom da je obračun apsolutno tačnog periodičnog rezultata (idealnog

---

<sup>53</sup> Kaličanin, Đ. (2006): *Menadžment vrednosti preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str 78

<sup>54</sup> Martin, J., Petty, J., Wallace, J. (2009): *Value Based Management with Corporate Social Responsibility*, Oxford University Press, str. 37.

dobitka) teško dostižan, pre svega zbog problema ispravne periodizacije prihoda i rashoda. Računovodstveni dobitak, kao i mere koje su iz njega izvedene su zavisne od izbora metode merenja, a za računanje istih ekonomskih događaja često su na raspolaganju brojne metode. Takođe, pravila merenja su često pristrasna, što se ogleda u sporom priznavanju dobitaka (prihoda) i u brzom priznavanju troškova (rashoda).

Sledeći nedostatak je ignorisanje rizika i promene nivoa rizika i orjentisanost ovih merila na prošlost. Naime, ova merila uvažavaju samo volumen novčanih tokova, dok su rizik njihovog ostvarenja i koncept vremenske vrednosti novca zanemareni. Kao i računovodstveni dobitak, novčani tokovi predstavljaju istorijske podatke, a ono što investitore zanima su budući novčani tokovi. Ekonomska vrednost je izvedena iz budućih novčanih tokova, a ne postoji garancija da su prošla ostvarenja pouzdan pokazatelj budućih rezultata. Povećanje ekonomske vrednosti preduzeća zbog toga što su preduzeća očekivane novčane tokove učinila izvesnijim, odnosno manje rizičnim, nije izraženo putem računovodstvenog dobitka. Najveći broj pokazatelja se može drastično povećati uzimanjem dodatnih dugova, a po osnovu efekata finansijskog leveridža, ali rast npr. ROE po osnovu finansijskog leveridža ne znači da postoji finansijska alhemija, već da se dati rast plaća cenom većeg finansijskog rizika, tj. većom opasnošću da će preduzeće postati nesposobno da servisira dugove, ući u finansijske neprilike i, konačno, bankrotirati.<sup>55</sup>

Nedostaci ovih merila potiču i iz samih finansijskih izveštaja, koji imaju veliki broj nedostataka. Računovodstvena merila mogu biti predmet manipulacija, ali i politike štimovanja bilansa, a podložna su i uticaju računovodstvenih politika koje se primenjuju, što ozbiljno dovodi u pitanje njihovu mogućnost da posluže kao merila ostvarenja cilja maksimiziranja vrednosti za akcionare, odnosno maksimiziranja vrednosti preduzeća. Međutim, i bez manipulacija, promenama računovodstvenih politika, npr. politike obračuna potrošnje zaliha, amortizacije sredstava, tretmana nematerijalnih sredstava i slično, preduzeća mogu značajno menjati visinu dobitka i računovodstvenog iskaza sredstava i deformisati proces ocene računovodstvenih merila performansi.<sup>56</sup>

---

<sup>55</sup> Todorović, M. (2010): *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 55.

<sup>56</sup> Todorović, M. (2010): *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 52

Takođe, finansijski izveštaji, pa samim tim i podaci sadržani u njima, podložni su tzv. sezonskim promenama, a treba obratiti pažnju i na okolnosti u okruženju koje su uticale na pozicije koje su bile uključene u računanje pokazatelja, jer se može desiti da su se promenile usled uticaja nekih faktora u posmatranom periodu u odnosu na prethodni.<sup>57</sup>

Dobitak ignoriše troškove ulaganja u neto obrtna sredstva. Menadžeri ponekad povećaju prodaju i dobitak lošim ulaganjem u dodatne zalihe, a ti troškovi se ne iskazuju u bilansu uspeha. Računovodstvena merila performansi neadekvatno tretiraju i investicije u trajna obrtna sredstva i u fiksna sredstva. Računovodstvena merila performansi kod rastućih preduzeća su po pravilu niža nego kod nerastućih preduzeća, tako da poređenje merila ovih preduzeća ima mali smisao.

Kalkulacije dobitka zanemaruju neke ekonomske vrednosti i promene vrednosti za koje računovođe smatraju da se ne mogu meriti precizno i objektivno. Investicije u nematerijalnu aktivu, istraživanje i razvoj, ljudske resurse, informacione sisteme momentalno se iskazuju. Dugoročne investicije (razvoj brenda, razvoj tehnologije, jačanje poslovne reputacije, obuku menadžera i zaposlenih) se ne kapitalizuje u bilansu stanja, već se tretiraju kao rashod perioda, što može drastično umanjiti neto rezultat perioda u kome se one čine. Ukoliko se menadžeri nagrađuju prema visini neto rezultata oni će, svakako, želiti da izbegnu ovakve važne investicije.

Pored navedenih nedostataka, tradicionalna (računovodstvena) merila su u širokoj upotrebi, zahvaljujući njihovim prednostima.

Pre svega, najveća prednost ovih merila je jednostavnost njihovog obračuna (mogućnost lakog računanja dobitka po akciji), zatim vidljivost obračuna (što proističe iz redovnog pojavljivanja u poslovnoj štampi, izveštajima analitičara o sadašnjoj i budućoj vrednosti pokazatelja i slično) i verodostojnost ovih merila (validnost ovih vrednosti u odnosu na ostvarene rezultate u konkretnom preduzeću).<sup>58</sup>

---

<sup>57</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V. (2009): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, str.154-155.

<sup>58</sup> Kaličanin, Đ. (2006): *Menadžment vrednosti preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 77.

Sledeća prednost je to što su jeftina, što se mogu izračunati blagovremeno (u kratkim vremenskim periodima), relativno precizno (zbog postojanja računovodstvenih pravila) i objektivno (nezavisni revizori proveravaju objektivnost računovodstvenih kalkulacija), odnosno prednost je njihovo lako dobijanje i dobra razumljivost. Pored toga, menadžeri dosta dugo koriste navedena merila, tako da su dobro upoznati sa tim šta ona predstavljaju i kako se koriste.

Ova merila su u odnosu na ostala merila, podudarnija sa maksimizacijom profita kao ciljem, obično mogu biti kontrolisana od strane menadžera čije performanse se ocenjuju, odnosno na njih ne utiču pojedini nekontrolabilni faktori, kao što je npr. kamatna stopa.

### **2.3. Savremena merila performansi**

Nedostaci računovodstvenog dobitka i na njema zasnovanih internih računovodstvenih merila performansi, opisani u prethodnom delu rada, pokušani su da se prevaziđu razvojem novih merila performansi, odnosno novih sistema za merenje performansi. Za njihov obračun se i dalje koriste računovodstvene pozicije, ali i podaci sa finansijskog tržišta, podaci o troškovima kapitala i izvršenim ulaganjima, odnosno ona u svoj obračun uključuju investirani kapital, trenutnu stopu prinosa na kapital, zahtevanu stopu prinosa na kapital i vremenski period u okviru kojeg stopa prinosa premašuje zahtevanu stopu<sup>59</sup> i uvažavaju vremensku vrednost novca.

U pitanju su savremena (ekonomska, vrednosna) merila performansi koja imaju veću korelaciju sa tržišnim performansama, odnosno sa ciljnom funkcijom maksimiziranja vrednosti za akcionare. Navedena merila su razvijena od strane različitih konsultantskih kuća. Savremeni sistem merenja efikasnosti korporacije uključuje primenu multidimenzionalnog seta merila performansi – finansijskih i nefinansijskih, merila koja kvantificiraju ostvarene rezultate u prošlosti i merila na bazi kojih se predviđa budućnost.<sup>60</sup> Ova merila performansi

---

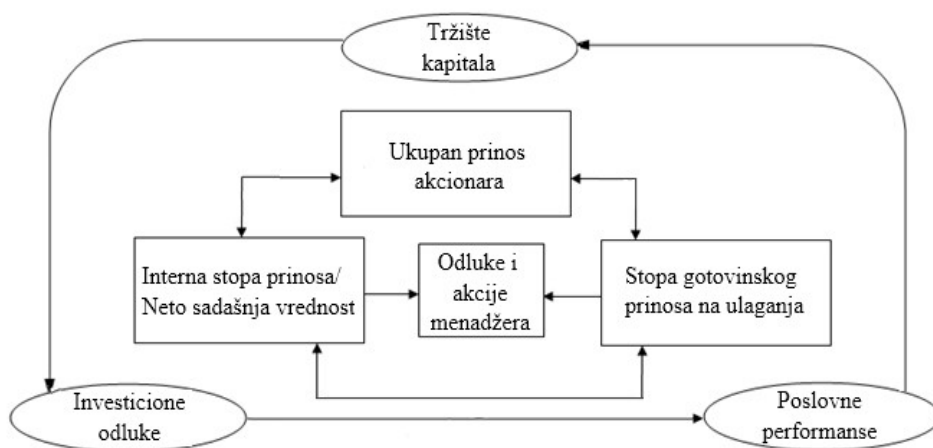
<sup>59</sup> Arnold, G., Davies, M. (2000): *Value-based Management: Context and Application*, John Wiley & Sons, Chichester, str. 22.

<sup>60</sup> Anđelković, D., & Đurović, M. (2020): "Comparative analysis between the traditional and contemporary approach to efficiency measurement in companies", *Ekonomija-teorija i praksa*, 13(1), str. 21-41.

se u javnosti predstavljaju i kao model za kreiranje vrednosti za akcionare. Cilj menadžmenta preduzeća je postizanje što boljih performansi, odnosno što veće pozitivne razlike između trenutne i zahtevane stope prinosa, odnosno raspona performansi.

U vezi sa tim, ova merila ukazuju menadžerima bolje načine za kreiranje vrednosti isticanjem ključnih varijabli vrednosti, postavljanjem ciljanih visina datih varijabli ili njihovih nižih varijabli - KPI i sledstveno nagrađivanje izvršilaca u odnosu na ostvarenje postavljenih ciljeva, odnosno za njihov doprinos kreiranju vrednosti.<sup>61</sup>

### Ilustracija broj 7: Savremeni sistem merila performansi



Izvor: Deloitte and Touch Consalting Group / Braxton Associates, 1996, Value based Management Program Overview, May 30, 1996, str.5, prema Kalićanin, Đ. (2006): Menadžment vrednosti preduzeća, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 80.

Navedena ilustracija govori o konzistentnosti koja se uspostavlja uvođenjem ekonomskih merila performansi, tako da su odluke i akcije menadžmenta na sva tri nivoa odlučivanja (strateški, taktički i operativni nivo) usklađena i nisu kontradiktorna, jer ukoliko se odluka donosi, bilo na osnovu ukupnog prinosa

<sup>61</sup> Todorović, M. (2010): Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 64.

akcionara koji se koristi na strateškom nivou, bilo na osnovu interne stope prinosa i neto sadašnje vrednosti koji se koriste na strateškom nivou ili stope gotovinskog prinosa na ulaganja koja se koristi na operativnom nivou, biće donete iste odluke. To znači da su ovi pokazatelji međusobno usklađeni.<sup>62</sup>

Međutim, korišćenje samo jednog savremenog ili tradicionalnog merila performansi nije dovoljno za ocenu uspešnosti nekog preduzeća. Naime, tradicionalna i savremena merila se međusobno dopunjuju, a kvalitetne odluke se donose samo kada se analiziraju svi raspoloživi podaci.

Pod savremenim merilima performansi podrazumevamo sledeća merila performansi:

- dodata tržišna vrednost – MVA,
- dodata ekonomska vrednost – EVA,
- rezidualni ili ekonomski dobitak,
- vrednost za akcionare – SV,
- dodata vrednost za akcionare – SVA,
- stopa gotovinskog prinosa na ulaganja – CFROI,
- višak prinosa i
- gotovinska dodata vrednost – CVA.

Prednosti i nedostaci savremenih merila performansi biće prikazani u nastavku rada u okviru pojašnjenja svakog od navedenih pokazatelja. Naime, u nastavku rada sledi pojašnjenje prethodno navedenih savremenih merila performansi, s tim što će akcenat biti na načinu njihovog izračunavanja, zbog potrebe samog rada.

### *2.3.1. Dodata tržišna vrednost – MVA*

Često tržišna cena akcija ne predstavlja pravu vrednost preduzeća, jer u periodu rasta, tržišna cena akcije nekog preduzeća može da poraste za kratko vreme, dok u periodu krize i tržišna cena akcije preduzeća koja dobro posluju može pasti. Pored toga, mnoga tržišta akcija nisu dovoljno regulisana, pa pojedinci mogu relativno lako da manipulišu cenama akcija i ostvare velike profite.

---

<sup>62</sup> Arnold, G., Davies, M. (2000): *Value-based Management: Context and Application*, John Wiley & Sons, Chichester, str. 22.



Tržišna vrednost sopstvenog kapitala predstavlja proizvod tržišne cene akcija i broja akcija u posedu investitora i sastoji se od dve komponente: inicijalno uloženog kapitala od strane akcionara i dodate vrednosti koju je kreirao menadžerski tim, a koja komponenta predstavlja iznos kreiranog blagostanja za akcionare – dodate vrednosti za akcionare. Naime, da bi vrednost za akcionare bila kreirana, menadžeri moraju da dodaju vrednost kapitalu koji je inicijalno uložen u preduzeće, odnosno preduzeće mora da ostvari stopu prinosa na investirani kapital koja je viša od cene kapitala.<sup>63</sup> Pokretačka snaga razvoja i poslovni uspeh proizilaze iz kontinuiranog učenja i unapređenja menadžerskih sposobnosti i veština.<sup>64</sup> Istovremeno, važno je poštovati principe poslovne etike u svakodnevnom poslovnim aktivnostima.<sup>65</sup>

Konsultantska kuća Stem Stewart&Co razvila je merilo dodate vrednosti - dodata tržišna vrednost (Market value added – MVA). U pitanju je eksterni tržišni pokazatelj uspešnosti preduzeća koji predstavlja razliku između tržišne vrednosti preduzeća i iznosa investiranog kapitala u to preduzeće i pokazuje koliko se tržišna vrednost preduzeća povećala u jednom određenom vremenskom trenutku.

Dodata tržišna vrednost = Tržišna vrednost – Investirani kapital<sup>66</sup>

Tržišna vrednost preduzeća obuhvata tržišnu vrednost akcijskog kapitala i duga (zbir proizvoda broja izdatih akcija i trenutne cene akcija i tržišne vrednosti duga), a investirani kapital predstavlja zbir kapitala koji je obezbeđen od strane akcionara i poverilaca. Solidna aproksimacija investiranog kapitala od strane akcionara je sopstveni kapital, dok aproksimaciju investiranog kapitala od strane poverilaca predstavlja zbir dugoročnih i kratkoročnih kredita, odnosno

---

<sup>63</sup> Young, D., O'byrne, S. (2000): *EVA and Value-based Management: A practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill, New York, str. 4.

<sup>64</sup> **Mihailović, B.** (2007): "Etika konsaltinga", *Kopanička škola prirodnog prava – Pravo i pravda, Jubilarni XX susret: PRAVO I SLOBODA*, Kopaonik, 13-17 decembar 2007, Pravni život, br. 12/2007/Godina LVI/ Knjiga 512/ Udruženje pravnika Srbije, str. 259-274.

<sup>65</sup> Cvijanović, D., **Mihailović, B.**, Pejanović, R. (2012): *Poslovna etika i komuniciranje*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd.

<sup>66</sup> Young, D., O'byrne, S. (2000): *EVA and Value-based Management: A practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill, New York, str. 29.

zbir sopstvenog kapitala, dugoročnih obaveza i kratkoročnih kredita, umanjenih za viškove gotovine, gotovinskih ekvivalenata i gotovinskih supstituta.<sup>67</sup>

Zbog činjenica da za brojna preduzeća dugovi nemaju tržišnu vrednost, kao i da se kod najvećeg broja preduzeća tržišna vrednost dugova ne razlikuje bitno od njihove knjigovodstvene vrednosti, dozvoljenom aproksimacijom MVA se smatra ona koja pretpostavlja izjednačenost tržišne i knjigovodstvene vrednosti dugova. MVA se u tom slučaju može dobiti na sledeći način:

$$\text{MVA} = \text{Tržišna vrednost akcija} - \text{Investirani sopstveni kapital}$$

Preduzeće može ostvariti pozitivnu ili negativnu dodatnu tržišnu vrednost. Ukoliko je MVA veća od nule, odnosno ako je preduzeće ostvarilo pozitivnu dodatnu tržišnu vrednost, onda je preduzeće kreiralo vrednost za akcionare. U suprotnom, ukoliko je MVA manja od nule, odnosno ako je preduzeće ostvarilo negativnu dodatnu tržišnu vrednost, onda je preduzeće uništilo vrednost. Na početku poslovnog života preduzeća, MVA je jednaka nuli, odnosno:

$$\text{Tržišna vrednost} = \text{Investirani kapital}$$

Dodatna tržišna vrednost raste ukoliko se ostvaruje stopa prinosa na investirani kapital koja je veća od prosečne cene investiranog kapitala. Samo povećanje tržišne vrednosti preduzeća nije krajnji cilj, već je cilj da se maksimizira dodatna tržišna vrednost.

Pored toga što MVA predstavlja jasno merilo ostvarenja cilja jednog akcionarskog preduzeća i stvarne vrednosti koju vlasništvo nosi, ovaj pokazatelj ima brojne nedostatke, među kojima se navodi činjenica da na njega utiče priroda računovodstvenog obuhvata, računovodstvene manipulacije i promene računovodstvene politike kroz uticaj na visinu iskazanog dobitka, kao i da ne hvata svu kreiranu vrednost, odnosno onu vrednost koja je isplaćena akcionarima na ime dividendi i otkupa akcija. Zatim, kao apsolutno merilo, MVA je nemoguće porediti u prostoru i vremenu. MVA je merilo istorijskih performansi, odnosno kod MVA merila su, u stvari, pomešane istorijske, tekuće i buduće performanse. Sledeći nedostatak ovog merila je nepouzdanost obračuna iznosa kapitala koji je investiran od trenutka osnivanja preduzeća,

---

<sup>67</sup> Todorović, M. (2010): *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 58.

zavisnost od visine investiranog kapitala u smislu da preduzeća nisu podjednako uspešna ako su kreirala istu MVA ukoliko su raspolagala različitim iznosima kapitala na početku, ne uvažava u dovoljnoj meri rizik sa kojim se investitori suočavaju da bi ostvarili jedinicu MVA, odnosno ne daje punu informaciju o oportunitetnim troškovima investiranog kapitala.

Na kraju, ovaj pokazatelj se može obračunati samo za akcionarska preduzeća čijim akcijama se aktivno trguje na berzi i ne može se primeniti na nivou nižem od preduzeća.

### *2.3.2. Dodata ekonomska vrednost - EVA*

Dodata ekonomska vrednost (Economic Value Added – EVA) je merilo preformansi preduzeća zasnovano na stvorenoj vrednosti. EVA je merilo kreirane ekonomske vrednosti koje se fokusira na kreiranje vrednosti za akcionare.

Naime, EVA meri razliku između prinosa na kapital i cene tog kapitala, pri čemu EVA uključuje troškove celokupnog kapitala, i sopstvenog i pozajmljenog. EVA predstavlja razliku između neto poslovnog dobitka posle poreza i ukupnih troškova kapitala. Ovaj koncept je razvijen od strane konsultantske kuće Stern Stewart & Co, kako bi se uklonili nedostaci ekonomskog dobitka. Ovaj pokazatelj rešava određene nedostatke dodate tržišne vrednosti, koja meri ukupnu tržišnu vrednost preduzeća u određenom trenutku.

Mnoge globalne renomirane konsultantske kompanije su usvojile poslovnu filozofiju zasnovanu na rezultatima izlazeći u susret potrebama klijenata, udaljavajući se od konsultantske paradigme zasnovane na aktivnostima.<sup>68</sup> Za razliku od dodate tržišne vrednosti, dodata ekonomska vrednost pokazuje ukupnu vrednost konkretnog preduzeća u određenom trenutku.

Postoji visoka korelacija između EVA i MVA, odnosno EVA i njen rast su povezani sa dodatom tržišnom vrednošću i rastom ove vrednosti. Dodata tržišna

---

<sup>68</sup> **Mihailović, B.**, Simonović, Z., Hamović, V. (2008): "Evaluacija i kontrola efikasnosti konsalting projekata", *Industrija*, broj 1/2009., str. 103.

vrednost je sadašnja vrednost svih dodatih ekonomskih vrednosti koje će preduzeće generisati u budućnosti.

Vrednost preduzeća = Prilagođeni investirani kapital + MVA = Prilagođeni investirani kapital + Sadašnja vrednost budućih EVA.

Rast dodate ekonomske vrednosti nagoveštava rast dodate tržišne vrednosti, ali ne postoji direktna korelacija, zato što cena akcija ne reflektuje trenutne performanse, već očekivanja investitora koja se odnose na buduće performanse preduzeća.<sup>69</sup>

Ovaj pokazatelj se može izračunati na više načina:

$EVA = \text{Prilagođeni NOPLAT} - (\text{Prilagođeni investirani kapital} \times WACC)$

$EVA = \text{Prilagođeni investirani kapital} \times (\text{Prilagođeni ROIC} - WACC)$

$EVA = IC^* \times (ROIC^* - WACC)$

$EVA = (\text{Neto poslovni dobitak} - \text{Prosečna cena kapitala}) \times \text{Investirani kapital}$

$EVA = (\text{Stopa prinosa na investirani kapital} - \text{Prosečna cena kapitala}) \times \text{Investirani kapital}$ <sup>70</sup>

Stopa prinosa na investirani kapital izračunava se kao količnik neto poslovnog dobitka i investiranog kapitala, gde je neto poslovni dobitak posle poreza ili zarada pre kamata i amortizacije umanjena za amortizaciju i troškove lizinga i uvećana za amortizaciju goodwill-a. Investirani kapital se dobija kada se od ukupne aktive oduzmu potraživanja od kupaca i sadašnja vrednost troškova lizinga.

Navedeni pokazatelj se uvek računa za vremenski period od jedne poslovne godine. Polazna osnova dodate ekonomske vrednosti je da kapital nije besplatan

---

<sup>69</sup> Stern, J., Shiley, J., Ross, I. (2001): *The EVA Chalange-Implementing Value-Added Change in Organizations*, John Wiley & Sons, New York, str. 17.

<sup>70</sup> Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (2005): *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*, četvrto izdanje, John Wiley & Sons, New York, str. 166.

i da ima svoju cenu, bez obzira na to da li potiče od akcionara ili poverioca, pri čemu je minimum prinosa koji investitori očekuju jednak ceni kapitala. Maksimizacija vrednosti za akcionare postiže se maksimiziranjem raspona između ukupne vrednosti preduzeća i vrednosti kapitala koju su akcionari uložili u posmatrano preduzeće. EVA je pozitivna ukoliko je prinos veći od cene uloženog kapitala i takvo ulaganje stvara vrednost za akcionare.

EVA raste ukoliko se povećava prinos na postojeći kapital, ako se preduzmu nove investicije koje dodaju vrednost, odnosno ulaganjem novca u investicione projekte koji nose sa sobom stopu prinosa koja je veća od cene prosečnog kapitala i ako se kapital povuče iz neekonomskih aktivnosti, a opada ukoliko se sredstva ulažu u projekte koji donose manje od cene kapitala i kada se održavaju u životu biznisi koji generišu manju zaradu od cene kapitala.

Dodata ekonomska vrednost pokazuje da li se kapital konkretnog preduzeća umnožava ili se uništava u posmatranom periodu. Pozitivna vrednost ovog pokazatelja znači da je došlo do kreiranja ukupne vrednosti preduzeća za vlasnike, dok negativna vrednost pokazuje da je došlo do uništavanja vrednosti preduzeća u posmatranom obračunskom periodu.

Bez obzira da li preduzeće ostvaruje pozitivnu ili negativnu dodatnu ekonomsku vrednost, njegova unutrašnja vrednost je jednaka sadašnjoj vrednosti novčanih tokova koji će biti generisani u budućnosti i tome treba pridati veći značaj. Rast dodate ekonomske vrednosti ne mora značiti i rast tržišne vrednosti preduzeća jer ona zavisi od toga kolika su bila očekivanja investitora o dodatnoj ekonomskoj vrednosti.

Ukoliko se preduzeće nalazi u fazi zrelog rasta, gde tržište nije očekivalo rast dodate ekonomske vrednosti, objavljivanje vesti o povećanju izazvaće pozitivan efekat kod investitora i rast tržišne vrednosti preduzeća. Ukoliko se kod preduzeća koja se nalaze u fazi rasta desi da povećanje dodate ekonomske vrednosti ne zadovolji očekivanja investitora, tržišna vrednost preduzeća će možda padati.<sup>71</sup> Obračun ovog pokazatelja podrazumeva ponovnu procenu pozicija iz bilansa, odnosno vrši se ponovno utvrđivanje vrednosti angažovanog kapitala i poslovnog dobitka. Konsultantska kuća Stern Stewart & Co

---

<sup>71</sup> Damodaron, A. (2007): *Korporativne finansije, teorija i praksa finansija*, Modus – Centar za strateška istraživanja, Podgorica, str. 821.

preporučuje čak 164 prilagođavanja finansijskih izveštaja koje je potrebno sprovesti da bi se bilansi prilagodili potrebi obračuna dodate ekonomske vrednosti, kako bi se dobila što tačnija vrednost ovog pokazatelja.

U praksi se pak vrše prilagođavanja na svega nekoliko računovodstvenih pozicija.<sup>72</sup> Prilagođavanja se vrše u osnovnim finansijskim izveštajima, bilansu stanja i računu dobitka ili gubitka čije su informacije neophodne za sastavljanje izveštaja i na elementima izveštaja za koje se ne očekuje ponovni nastanak u narednom periodu, kao što su neproizvodni elementi, goodwill, troškovi restrukturiranja, troškovi istraživanja i razvoja i slično.

Najčešće korišćena prilagođavanjima su: kapitalisanje troškova istraživanja i razvoja, korekcija za nastale a neplaćene poreske obaveze, korekcija dugoročnih rezervisanja, korekcija zbog primene LIFO metoda obračuna kretanja zaliha i korekcija goodwill-a.<sup>73</sup>

Računovodstveni sistem troškove istraživanja i razvoja tretira kao rashod perioda u kome su nastali. Naime, troškovi istraživanja i razvoja se najčešće otpisuju u tekućem periodu, s obzirom da je veza između sadašnjih troškova istraživanja i razvoja i budućih koristi od njih neizvesna, tako da je njihovo otpisivanje jedino razumno rešenje, odnosno isti se prikazuju kao trošak poslovanja, a ne kao deo aktive preduzeća (koja se može amortizovati tokom nekoliko perioda).

Navedene troškove preduzeće može uključiti u bilans uspeha, odnosno za taj iznos može povećati rashode i smanjiti dobitak tekućeg perioda ili ih kapitalizovati, ali samo u slučaju kada se sa velikom sigurnošću mogu očekivati koristi u budućim periodima koje rezultiraju nastankom ovih troškova. Tada će se troškovi aktivirati u bilansu stanja, u okviru nematerijalnih ulaganja. Za potrebe obračuna EVA primenjuje se kapitalizacija ovih troškova. Bazični princip prilagođavanja zasniva se na kapitalizovanju operativnog troška koji ne stvara prihod u sadašnjem periodu, nego u budućnosti. Kapitalizacijom ovih troškova, koji će biti amortizovani u određenom periodu, dolazi do povećanja

---

<sup>72</sup> Simons, R. (2000): *Performance Measurement & Control Systems for Implementing Strategy: Text and Cases*, Prentice Hall, New Jersey, str. 176-181

<sup>73</sup> Young, D., O'byrne, S. (2000): *EVA and Value-based Management: A practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill, New York, str. 206-247

vrednosti neto profita u računu dobitka ili gubitka (usled manjeg iznosa troškova) i istovremeno do povećanja vrednosti aktive u bilansu stanja<sup>74</sup>. Cilj prilagođavanja troškova istraživanja i razvoja je da se računovodstveni profit približi ekonomskom profitu, a izvršena prilagođavanja dovode do toga da investiciono ulaganje neće uticati na drastičan pad profita u računu dobitka ili gubitka.

Zbog vremenske razlike između dobitka koji podleže oporezivanju i knjigovodstvenog dobitka koji je obračunat po računovodstvenim standardima, javlja se razlika između stvarno plaćenih poreza u tekućem periodu i iznosa obračunatog poreza u bilansu uspeha. Razlika između stvarno plaćenih poreskih obaveza i iznosa u bilansu uspeha koji bi bio isplaćen označava se kao odložena poreska obaveza u bilansu stanja. Odstupanja se javljaju usled različitog metoda amortizacije koji se koristi. Mnoga preduzeća koriste pravolinijski metod za zvanični obračun periodičnog rezultata, a kada se radi o poreskom bilansu često usvajaju neki metod ubrzane amortizacije da bi minimizirali oporezivi dobitak i time svoje poreske obaveze u tekućem periodu. Za potrebe obračuna EVA-e, te poreske obaveze se moraju ukalkulisati u bilans. EVA ispravlja ovakav tretman poreza i odložene poreske obaveze tekućeg perioda dodaje neto profitu.

Računovodstvo od preduzeća zahteva upotrebu rezervisanja za troškove koji se očekuju u budućnosti kao rezultat događaja ili odluka koji su se već desili. Ali, kako se njihova visina ne može precizno odrediti u trenutku nastanka obaveze, ova kategorija se karakteriše kao dugoročna rezervisanja. Prilagođavanje za potrebe obračuna EVA se sprovodi na sledeći način: bilo koje povećanje salda rezervisanja (u toku godine) se dodaje na neto poslovni dobitak posle oporezivanja, dok se bilo koje smanjenje oduzima od istog, te se konačno stanje dodaje na iznos investiranog kapitala.

Zalihe se mogu vrednovati na različite načine kao što su: FIFO, LIFO ili metod srednje vrednosti. Ukoliko se koristi LIFO metod obračuna vrednosti zaliha, troškovi se vrednuju po najvišim, poslednjim vrednostima. LIFO metod se koristi radi smanjenja prihoda, periodičnog rezultata, i, sledstveno tome, poreskih obaveza. Prilikom obračuna EVA, korišćenje LIFO metoda dovodi do toga da su vrednosti zaliha u bilansu značajno potcenjene, što dovodi do

---

<sup>74</sup> Simons, R. (2000): *Performance Measurement & Control Systems for Implementing Strategy: Text and Cases*, Prentice Hall, New Jersey; str. 176-181.

potcenjivanja neto aktive i investiranog kapitala i u slučaju likvidacije potcenjenih zaliha, do potcenjivanja rezultata, odnosno EVA.<sup>75</sup> Za potrebe preciznijeg obračuna EVA, vrednost zaliha u bilansu stanja se koriguje na nivo sadašnjih troškova, odnosno na nivo koji odgovara realnoj vrednosti, da bi se realnije iskazala prava vrednost neto obrtne imovine pod kontrolom menadžmenta.

Razlika između prodajne cene preduzeća i njegove neto aktive predstavlja goodwill. Goodwill se u okviru aktive prikazuje kao sastavni deo nematerijalne imovine, mada se može prikazati i kao posebna pozicija. Glavni argument za kapitalizaciju goodwill-a je taj da nakon kupovine preduzeća goodwill ima konačnu vrednost i određeni ekonomski vek trajanja, tako da se mora amortizovati kao i bilo koje materijalno sredstvo. Za obračun EVA rade se dve vrste prilagođavanja. Prva, smanjenje dobitka zbog amortizacije goodwill-a u sadašnjem periodu dodaje se dobitku (zato što je amortizacija dovela do smanjenja dobitka iskazanog u računu dobitka ili gubitka, iako se ne može posmatrati niti kao priliv, niti kao odliv sredstava). Drugo, do mere u kojoj je akumulirana amortizacija obezvređila goodwill, bilans stanja se prilagođava na način da odražava punu prodajnu cenu akvizicije (ne samo vrednost identifikovanih opipljivih sredstava), da bi menadžment odgovarao za prinos na celokupno uloženi kapital. To podrazumeva da se amortizacija koja je nastala u prethodnim periodima i uticala na erodiranje njegove vrednosti, doda vrednosti koje se nalaze u bilansu

Postoji direktna veza između dodate tržišne vrednosti i dodate ekonomske vrednosti, odnosno MVA je jednaka sadašnjoj vrednosti svih budućih dodatih ekonomskih vrednosti<sup>76</sup>:

Vrednost preduzeća = Prilagođeni investirani kapital + MVA = Prilagođeni investirani kapital + Sadašnja vrednost budućih EVA

Ostvarena dodata ekonomska vrednost ne mora nužno da znači i povećanje dodate tržišne vrednosti. Uslov povećanja ovog pokazatelja jeste kontinuiran

---

<sup>75</sup> Kaličanin, Đ. (2006): *Menadžment vrednosti preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 102.

<sup>76</sup> Kaličanin, Đ. (2006): *Menadžment vrednosti preduzeća*, Centar za izdavačku delatnost, Beograd, str. 93.



rast EVA-e. Ovaj pokazatelj ima brojne prednosti, ali i nedostatke. Prednost ovog pokazatelja je to što omogućava poboljšanje korporativnog upravljanja, s obzirom da predstavlja dobro merilo za ocenu performansi menadžera i njihovo nagrađivanje, jer se stvorena vrednost direktno dovodi u vezu sa visinom kompenzacija, čime se utiče na uvećanje vrednosti za vlasnike.<sup>77</sup> Naime, EVA omogućava da se približe interesi menadžera i akcionara preko uspostavljanja odgovarajućih sistema za kontrolu i nagrađivanje, odnosno da menadžeri vode preduzeće na način koji je konzistentan sa kreiranjem vrednosti za akcionare. Time povezuje strategiju razvoja kompanije sa očekivanjima vlasnika za povećanje njihove vrednosti.

EVA može da se koristi za kalkulaciju cene koštanja proizvoda i usluga, za ocenu odnosa sa kupcima i analizu rizika i profita u svakoj od komponenti lanca vrednosti. EVA je apsolutno merilo performansi, odnosno izražava uspešnost poslovanja datog preduzeća u konkretnoj poslovnoj godini u apsolutnom iznosu, što smanjuje verovatnoću da će menadžeri smanjivati imovinu kompanije, kako bi doveli do poboljšanja pokazatelja.

EVA se upotrebljava od strane sve većeg broja preduzeća i može se kalkulisati ne samo na nivou preduzeća kao celinu, već i na nivou manjih organizacionih delova, što predstavlja prednost u odnosu na tržišna merila performansi.<sup>78</sup> EVA je pokazatelj toka a ne stanja (u jednom trenutku) i može se koristiti za evaluaciju potencijalne akvizicije.

Kao nedostaci ekonomske dodate vrednosti navodi se to što je za tačan obračun EVA potreban veliki broj prilagođavanja i što stvara sledeće probleme: prisutan je visok nivo subjektivizma, proces puno košta i spor je. Pored toga, u praksi se dešava da različita preduzeća biraju svega nekoliko različitih podešavanja, što dovodi do toga da vrednost koju daje ovo merilo nije uporediva između različitih preduzeća.

Sledeći nedostatak ovog merila je njegova zasnovanost na računovodstvenim, istorijskim troškovima, koji su u maloj korelaciji sa trenutnom tržišnom

---

<sup>77</sup> Young, D., O'byrne, S. (2000): *EVA and Value-based Management: A practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill, New York, str. 43-51.

<sup>78</sup> Đuričin, D., Janošević, S., Kaličanin, Đ. (2009): *Menadžment i strategija*, CID, Ekonomski fakultet, Beograd.

vrednošću, dovodi do toga da je investirani kapital koji služi za računanje EVA bliži računovodstvenoj nego tržišnoj vrednosti kapitala. EVA ne razmatra buduće novčane tokove, već se fokusira na godišnje izveštaje, tako da se investirani kapital izražava u visini knjigovodstvene vrednosti. Iz navedenog proizilazi da EVA ne pokazuje ono što investitore prevashodno interesuje, a to su budući novčani tokovi preduzeća. Naime, visoka pozitivna EVA u jednoj godini ne može neutralisati eventualne negativne EVA u nizu prethodnih godina, niti značiti da će se ponoviti u narednim godinama.

Nedostaci su i arbitrarni proces obračuna cene sopstvenog kapitala i prosečne cene kapitala preduzeća i to što ne uzima u obzir efekte inflacije. Takođe, ne može se koristiti kao značajni pokazatelj za planiranje i ocenu rentabilnosti novih kapitalnih ulaganja u preduzeće.<sup>79</sup> Nedostatak je i nedostatak podrške menadžmenta tokom procesa i nepoverenje u merilo i što se ne može uspešno primeniti u svim preduzećima, kao što su preduzeća čiji veliki deo vrednosti čini nematerijalna aktiva, a koja postaje suštinski pokretač stvorene vrednosti, banke i druge finansijske institucije, koje moraju odvojiti određeni iznos sredstava kako bi ispunile regulatorne uslove.<sup>80</sup>

Prednosti EVA koncepta mogu biti ujedno i njeni nedostaci. Pre svega, zbog toga što se radi o godišnjem merilu performansi, EVA može dovesti do disfunkcionalnog ponašanja menadžera (nedovoljno investiranje u aktivnosti rasta). Zatim, postoje praktične poteškoće u implementaciji EVA merila na nivou manjih organizacionih delova (transferne cene između divizija može EVA ostvarenja učiniti varljivim). Takođe, EVA pokazuje da li preduzeće stvara vrednost, ali ne može ukazati na načine na koje preduzeće može popraviti svoje poslovanje.

Pored svih nedostataka, EVA može biti vrlo korisna za procenu tekućih performansi i utvrđivanje da li tekuće poslovne politike i strategije dovode do stvaranja vrednosti u preduzeću.

---

<sup>79</sup> Ivanišević, M. (2009): *Poslovne finansije*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, str. 308-309.

<sup>80</sup> Simons, R. (2000): *Performance Measurement & Control Systems for Implementing Strategy: Text and Cases*, Prentice Hall, New Jersey, str. 176-181.

### 2.3.3. Rezidualni dobitak

Rezidualni ili ekonomski dobitak je rigoroznije merilo u odnosu na dobitak i daje odgovor na pitanje koliko ostaje za investiranje u preduzeće, odnosno za distribuciju vlasnicima ako se uzme u obzir minimalna očekivana stopa prinosa na investicije.

Rezidualni dobitak se računa tako što se od dobitka oduzmu troškovi kapitala, odnosno prema sledećoj formuli:

Rezidualni dobitak = Dobitak – Troškovi kapitala

pri čemu se troškovi kapitala obračunavaju na sledeći način:

Troškovi kapitala = Kapital koji je učestvovao u stvaranju dobitka x Očekivana stopa prinosa

Rezidualni dobitak uzima u obzir trošak i duga i sopstvenog kapitala.

Rezidualni dobitak može se izračunati i na osnovu sledeće formule:

Rezidualni dobitak = Tekuća vrednost investiranog kapitala x (Stopa prinosa na investirani kapital posle poreza – Cena kapitala preduzeća)

Rezidualni dobitak = NOPLAT- (Investirani kapital x WACC)

ili pomoću obrasca:

Rezidualni dobitak = Investirani kapital x (ROIC-WACC)

Ukoliko je razlika između stope prinosa na investirani kapital posle poreza i cene kapitala pozitivna, to znači da konkretno preduzeće stvara vrednost. Ukoliko je stopa prinosa na investirani kapital posle poreza konkretnog preduzeća jednaka ceni kapitala tog preduzeća, rezidualni dobitak je jednak 0, dok je vrednost preduzeća jednaka tekućoj vrednosti investiranog kapitala. Drugim rečima preduzeće tada ne dodaje vrednost, ali je ni ne uništava. Ako je rezidualni dobitak pozitivan, to ima pozitivan uticaj na tržišnu vrednost preduzeća. Prednosti rezidualnog dobitka su pre svega fleksibilnost (jer cena kapitala varira u vremenu i u prostoru), lakoća razumevanja i izvođenja iz već

raspoloživih (korigovanih) računovodstvenih podataka, njegovo izražavanje u apsolutnom iznosu i uzimanje u obzir troškova ukupnog kapitala angažovanog za ostvarenje datog dobitka.

Na osnovu rezidualnog dobitka se mogu dobiti vrlo korisne informacije koje predstavljaju osnovu za predviđanje performansi preduzeća. Rezidualni dobitak odražava i različite nivoe poslovnog i finansijskog rizika.

Jedan od nedostataka ovog pokazatelja je nemogućnost poređenja ovog pokazatelja između segmenata različite veličine, jer veći segmenti imaju veću vrednost ovog pokazatelja u odnosu na manje segmente.<sup>81</sup>

Rezidualni dobitak pati od istih nedostataka kao i sam dobitak (stvaranje latentnih rezervi i skrivenih gubitaka preduzeća), što znatno smanjuje upotrebnost vrednost ovog pokazatelja. Zato su potrebne određene korekcije u obračunu koje su posledica računovodstvene procedure.

Velike poteškoće se javljaju i prilikom preciznog obračuna cene kapitala.<sup>82</sup> Obračun cene kapitala u praksi nije jednostavan, a najveći problemi sreću se u obračunu cene sopstvenog kapitala. Veličina investiranog kapitala uzima se iz bilansa stanja koji, pre svega, sadrži materijalnu aktivu. Međutim, s obzirom na to da na stvaranje dobitka u najvećoj meri utiče nematerijalna aktiva, potrebno je izvršiti i korekcije pozicija u bilansu pre nego što se definiše veličina investiranog kapitala.

Nedostatak rezidualnog dobitka je i nemogućnost njegovog izračunavanja za neki investicioni projekat dok se ne završi životni ciklus projekta, jer je nemoguće oceniti efekte projekta sve dok ne budu bile dostupne informacije o celokupnom prinosu projekta.

---

<sup>81</sup> Friedlop, G., Schleifer, L., Plewa, F. (2002): *Management Accounting Best Practices: A Guide for the Professional Accountant*, John Wiley & Sons, New York, str. 186.

<sup>82</sup> Arnold, G., *Tracing the Development of Value-based Management*, edited by Arnold, G., Davies, M. (2000): *Value-based Management: Context and Application*, John Wiley & Sons, England, str. 16-17.

#### 2.3.4. Vrednost za akcionare – SV

Vrednost za akcionare se dobija prema sledećoj formuli:

Vrednost za akcionare = Vrednost kompanije – Vrednost duga

Dakle, iz prethodne formule se vidi da je vrednost za akcionare jednaka razlici između vrednosti konkretne kompanije i vrednosti duga iste. Na osnovu dodate vrednosti (Shareholder Value – SV) dalje se može računati dodata vrednost za akcionare.

#### 2.3.5. Dodata vrednost za akcionare – SVA

Ovo merilo performansi (Shareholder Value Added - SVA) predstavlja promenu vrednosti za akcionare tokom određenog vremenskog perioda (godišnja SVA je razlika između vrednosti za akcionare na kraju godine i vrednosti za akcionare na početku godine). Ovaj model je razvio Alfred Rappaport 1986. godine. Model dodate vrednosti za akcionare je zasnovan na ekonomskoj vrednosti i baziran je na pokretačima vrednosti. Rappaport smatra da se vrednost koju akcionari primaju kao povraćaj uložениh sredstava, može izračunati pomoću sledeće formule:

SVA = Kumulativna sadašnja vrednost novčanih tokova + Sadašnja vrednost likvidacije na kraju perioda - Tekuća likvidaciona vrednost

Za dobijanje dodate vrednosti za akcionare koriste se različite metodologije, pa se Dodata vrednost za akcionare može izračunati na različite načine:

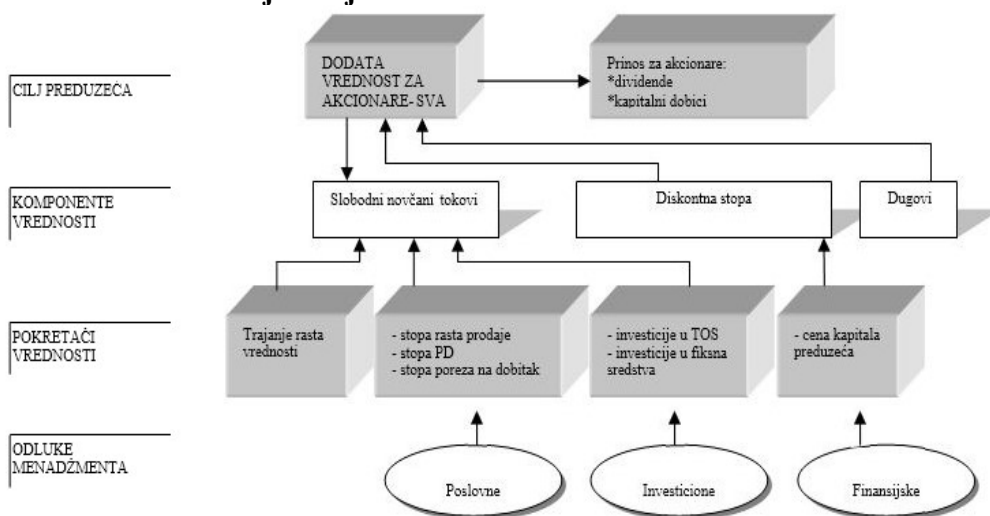
SVA = Povećanje tržišne vrednosti vlasničkog kapitala + Isplaćene dividende po akciji u toku godine + Druge isplate akcionarima - Odlivi za kapitalna ulaganja, izvršene opcije i varante - Konverzija konvertibilnih obveznica

$$\text{Dodata vrednost za akcionare} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Slobodni NT}_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{Poslovni NT}_t}{r * (1+r)^t} - \frac{\text{Poslovni NT}_{1-t}}{r * (1+r)^{t-1}}$$

gde je r – diskontna stopa.

Dodata vrednost za akcionare jednaka je sadašnjoj vrednosti budućih slobodnih novčanih tokova koju treba umanjiti za dugove i poreze, a uvećati za vrednost neoperativne imovine.<sup>83</sup> Ovo merilo performansi poštuje vremensku vrednost novca i razmatra cenu kapitala svih investitora.<sup>84</sup> Rappaport-ov model stvaranja vrednosti uključuje sledeće pokretače vrednosti:<sup>85</sup> stopu rasta prodaje, stopu poslovnog dobitka, stopu poreza na dobitak, investicije u trajna obrtna sredstva, kapitalne investicije, cenu kapitala preduzeća (na koju utiču troškovi finansiranja i struktura kapitala) i trajanje rasta vrednosti. Rappaport navedene pokretače vrednosti smešta u tzv. „mrežu vrednosti za akcionare“ (shareholder value network), što se vidi iz prikazane ilustracije:

### Ilustracija broj 8: Mreža vrednosti za akcionare



Izvor: Rappaport, A., 1998, *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, revised and updated, The Free Press, New York, str. 56.

<sup>83</sup> Schulze, C., Skiera, B., Wiesel, T. (2012): „Linking customer and financial metrics to shareholder value: The leverage effect in customer based valuation“, *Journal of Marketing*, 17-32, str. 19.

<sup>84</sup> Collier, P. (2009): *Fundamentals of Risk Management for Accountants and Managers: Tools & Technique*, Butterworth Heinemann, Oxford, str. 16.

<sup>85</sup> Todorović, M. (2010): *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 64-67.

Na navedenoj ilustraciji predstavljena je veza između ciljeva korporacije, komponenti vrednosti, pokretača vrednosti i samih odluka menadžera različitih nivoa. Poslovne odluke (odluka o proizvodnom miks, cenama, promociji, distribuciji i uslugama za potrošače i naponi na uštedama u proizvodnim i neproizvodnim troškovima) utiču na stopu rasta prodaje, stopu poslovnog dobitka i stopu poreza na dobitak. Investicione odluke determinišu investicije u trajna obrtna sredstva i fiksna sredstva, a finansijske odluke u velikoj meri određuju prosečnu cenu kapitala preduzeća.

Kao što ilustracija prikazuje, novčani tok iz poslovanja je određen poslovnim i investicionim faktorima vrednosti, zajedno sa periodom trajanja rasta vrednosti. Druga komponenta, diskontna stopa, je bazirana na ceni kapitala. Poslednji pokretač vrednosti, trajanje rasta vrednosti, od ključnog je značaja, jer ističe uslov za kreiranje vrednosti: on predstavlja najbolju ocenu vremenskog perioda u kome se očekuje da će preduzeće ostvarivati stope prinosa na investiranom kapitalu veće od cene kapitala preduzeća.

Kao takav, u najvećoj meri, on zavisi od sposobnosti preduzeća da kreira i održava konkurentsku prednost. Isticanje pokretača vrednosti omogućava da top menadžment bude svestan ključnih varijabli vrednosti, omogućava postavljanje targeta za pokretače i merenje ostvarenja i to na bazi poređenja sa targetiranim veličinama i sa konkurentima u grani. Ove pokretače menadžment može koristiti u cilju uvećanja nivoa stvorene vrednosti, mereno CVA merilom.<sup>86</sup> Pitanja koja se tiču sveobuhvatne strategije firme, čiji je značajan deo tržišna strategija, mogu se rešavati na samom vrhu organizacije, dok se druge aktivnosti odvijaju na srednjem nivou menadžmenta.<sup>87</sup>

Ukupna vrednost preduzeća, prema Rappaport, sastoji se iz sadašnje vrednosti budućih slobodnih novčanih tokova u periodu projekcije (FCF) koji su diskontovani prosečnom ponderisanom cenom kapitala preduzeća (WACC), sadašnje vrednosti rezidualne vrednosti preduzeća i tekuće vrednosti gotovine, utrživih hartija od vrednosti i drugih investicija preduzeća koje mogu biti konvertovane u gotovinu. Diskontovanje novčanih tokova iz poslovanja ima za

---

<sup>86</sup> Bender, R., Ward, K. (2009): *Corporate Financial Strategy*, Butterworth – Heinemann, Oxford, str. 17-19.

<sup>87</sup> Cvijanović, D., Mihailović, B., Simonović, Z. (2009): *Uloga i značaj marketinga u razvoju agrarnog sektora Srbije*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd.

rezultat vrednost kapitala na nivou preduzeća (tzv. vrednost investiranog kapitala), od koje se, kada se odbije vrednost duga, dobija vrednost kapitala za akcionare. Znači, da bi smo dobili dodatnu vrednost za akcionare potrebno je od diskontovane vrednosti novčanih tokova odbiti iznos dugova. Stvorena vrednost za akcionare, služi kao osnova za obezbeđivanje prinosa akcionarima koji se sastoji od dividendi i kapitalnih dobitaka.

Ako je SVA pozitivna, to znači da preduzeće kreira vrednost za akcionare, što će se u budućnosti odraziti kroz rast prinosa za akcionare kroz veće dividende ili rast cene akcija. Da bi preduzeće stvorilo vrednost, ostvareni novčani tokovi moraju biti veći od troškova kapitala, odnosno oni moraju da pokriju sve dospele obaveze i zahtevane prinose investitora. U suprotnom, preduzeće uništava vrednost, odnosno SVA je negativna. Naime, ako preduzeće ne ostvari stopu prinosa koja je viša od cene kapitala, ono vrši uništavanje vrednosti preduzeća i, samim tim, vrednosti za akcionare.

Prednost ovog merila je što uzima u obzir veličinu, vreme i rizik pojave novčanih tokova, odnosno uvažava ekonomsku realnost da se cene akcija (vrednost preduzeća i vrednost za akcionare) određuju na bazi očekivanih novčanih tokova. Ovo merilo omogućava evaluaciju procesa stvaranja vrednosti za celokupni period predviđanja. Prednost merila je i u tome što stvorenu vrednost razdvaja na dve komponente: NOPAT i inkrementalne investicije, čime omogućava menadžerima da pažljivije prouče kako operativne odluke i alokacija kapitala utiču na vrednost.

Bez obzira na svoju široku primenu, ovaj pokazatelj ima brojne nedostatke. Pre svega, SVA je teško primeniti u samo jednom periodu. Naime, negativni novčani tokovi ne moraju ukazivati na loše stanje u preduzeću dugoročno posmatrano, s obzirom da se vrednost ne stvara u periodu kada se investira, već u periodu eksploatacije izvršenih investicija.

Takođe, veliki broj inputa i poteškoće njihovog predviđanja čine proces praktične primene modela izuzetno teškim, skupim i dugotrajnim. Gotovo nijedan od potrebnih inputa ne obezbeđuje okvir konvencionalnog računovodstva, a proces determinisanja inputa, kao npr. trajanje perioda rasta i cena kapitala preduzeća, može biti veoma subjektivan. Navedeni problemi čine dodatnu vrednost za akcionare prevashodno teorijskim modelom i merilom performansi.



### 2.3.6. Stopa gotovinskog prinosa na ulaganja – CFROI

Na tržišnu vrednost preduzeća utiču tri ključna finansijska pokretača vrednosti: stopa gotovinskog prinosa na ulaganja, stopa rasta i cena kapitala. Stopa gotovinskog prinosa na ulaganja (Cash Flow Return on Investment - CFROI) je merilo prinosa na investicije, koje je pored EVA najzastupljenije merilo. Navedeno merilo je razvila konsultantska kuća HOLT Value Associates, pa se može sresti i pod nazivom HOLT metod. Primenjuju ga i mnoge druge konsultantske kuće (BCG, PwC i Deloitte)<sup>88</sup>, ali na različite načine, što dovodi do različitih rezultata merenja.

Mnogi autori ovo merilo posmatraju kao kompozitnu internu stopu prinosa, koja je izražena u tekućoj vrednosti valute ili kao tradicionalnu stopu prinosa na investicije (ROI), iako se međusobno razlikuju.

CFROI odražava dodatnu vrednost koja je dugoročno stvorena za akcionare. Ovo merilo je stopa povraćaja, odnosno interna stopa prinosa koja je izražena u gotovinskom toku koji pripada investitorima nakon plaćanja poreza i korekcija za inflaciju, uz uvažavanje postojećeg životnog veka imovine koja se koristi.<sup>89</sup>

Formula za obračun CFROI je:

$$\text{CFROI} = \frac{\text{Diskontovani neto gotovinski tok}}{\text{Investirana gotovina}^{90}}$$

Neto gotovinski tok = Poslovni dobitak – Porez + Amortizacija - Ekonomska amortizacija

Investirana gotovina = Trajna aktiva + Obrtna sredstva

---

<sup>88</sup> Fabozzi, F., Grant, J. (2000): *Value –Based Metrics: foundations and principles*, Wiley, New Jersey, str. 25-27.

<sup>89</sup> Peterson, P., Peterson, D. (1996): *Company performance and Measures of Value Added*, The research Foundation of the ICFA, Virginia, str. 36.

<sup>90</sup> Đuričin, D., Janošević, S., Kaličanin, Đ. (2010): *Menadžment i strategija*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 158

Prema navedenom, prvo se obračunava stvarni gotovinski tok koji se potom deli grupom poslovne imovine po tekućim cenama. Stvarni tok gotovine se izvodi nakon serije prilagođavanja dobitka posle poreza, uglavnom za negotovinske stavke. Knjigovodstvena vrednost aktive se smanjuje za goodwill, a uvećava za amortizaciju i korekciju za inflaciju.

Stopa gotovinskog prinosa na ulaganja poredi gotovinski tok (posle oporezivanja i korigovan za inflaciju) koji pripada investitorima sa bruto gotovinskim investicijama (koje su takođe korigovane za inflaciju), zatim se dobijeni iznos konvertuje u stopu procenjenim ekonomskim vekom trajanja aktive koja se amortizuje i ostatke vrednosti aktive koja se ne amortizuje.<sup>91</sup>

CFROI je diskontovani novčani prinos na sredstva, pri čemu se novčani tok diskontuje cenom kapitala, koju predstavlja zahtevana stopa prinosa investitora, na koji način CFROI uzima u razmatranje i cenu kapitala. Uobičajena cena kapitala koju preduzeće koristi je data u nominalnom izrazu, pa ovu stopu treba prilagoditi kako bi cena kapitala, koja se koristiti prilikom primene CFROI metoda, bila iskazana u realnim vrednostima, kao i sama stopa.

Kao procenat godišnjeg prinosa, CFROI omogućava poređenje sa zahtevanom stopom prinosa investitora, odnosno dobijeni rezultat prilikom obračuna CFROI mora da se uporedi sa internom zahtevanom stopom prinosa (IRR) ili cenom kapitala preduzeća. Na taj način, investitori mogu da sagledaju da li je preduzeće bilo uspešno u stvaranju vrednosti, odnosno da li je realnim prinosima prevazišlo cenu kapitala. Naime, ako je preduzeće bilo uspešno u stvaranju vrednosti, onda je CFROI veći od cene kapitala ili IRR i suprotno. Prednosti ovog merila su pomeranje fokusa analitičara sa računovodstvenog koncepta dobitka ka ekonomskim merilima performansi. Navedeni pokazatelj govori o izvorima tokova gotovine, kao i o načinima za zadržavanje i poboljšanje strateške pozicije preduzeća,<sup>92</sup> u saglasnosti je sa ukupnim prinosom akcionara koji nam daje informaciju o promeni bogatstva akcionara.

---

<sup>91</sup> Kaličanin, Đ. (2006): *Menadžment vrednosti preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 113.

<sup>92</sup> Jahnsson, H., Kihlstedt, P. (2005): *Performance-based Reporting: A New Management Tools for Unpredictable Times*, John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, New Jersey, str. 104.

Prednost ovog pokazatelja, kao i kod većine drugih, je njegovo izražavanje u procentima - prinos je izražen u realnim (a ne nominalnim) vrednostima, što omogućava lakše i preciznije poređenje ostvarenog CFROI u različitim periodima vremena, za poređenje preduzeća, divizija i investicija. Kao output CFROI-a javlja se stopa prinosa, koja je slična tradicionalnoj stopi prinosa sa kojom su menadžment kompanije i finansijski stručnjaci dobro upoznati.

CFROI ukazuje na odnos između uposlenog kapitala i stvorene vrednosti i zasniva se na novčanim tokovima koji predstavljaju bolji pokazatelj performansi i efektivni su za procenu različitih strategijskih opcija.

Obračun CFROI merila zahteva da novčani prilivi i investicije budu izraženi u tekućim monetarnim vrednostima, odnosno prilikom izračunavanja CFROI merila uzimaju se u obzir realni novčani tokovi preduzeća, što može biti prednost, ali i nedostatak ovog merila, zbog osetljivosti na prilagođavanja trenutne vrednosti valute i zavisnosti od kvaliteta izvršenih prilagođavanja. Naime, za izračunavanje ovog pokazatelja neophodno je izvršiti čitav niz prilagođavanja, kao što je prilagođavanje za inflaciju, što otežava praktičnu primenu ovog pokazatelja.

Takođe je neophodno izvršiti i procenu budućih novčanih tokova i procenu prilikom obavljanja kalkulacije cene kapitala, što komplikuje analizu, a naročito manjim preduzećima koja ne poseduju stručnjake koji mogu da sprovedu takvu analizu, a i eksterni analitičari ne mogu da znaju očekivanja preduzeća o budućim novčanim tokovima. Zato se ne posmatraju budućni novčani tokovi, što znači da je CFROI istorijska mera, odnosno procenjuje se na osnovu istorijskih podataka iz finansijskih izveštaja i računa se isto kao i interna stopa prinosa, ali ne pomoću projektovanih, već stvarnih novčanih tokova.

Iz navedenih razloga, ovo merilo se vrlo teško može objasniti nefinansijskim menadžerima.

### *2.3.7. Višak prinosa – ER*

Višak prinosa (Excess Return – ER) govori o kumulativnoj vrednosti kompanije. Dobija se kao razlika između aktuelnog bogatstva i očekivanog bogatstva, odnosno:

Višak prinosa = Aktuelno bogatstvo – Očekivano bogatstvo

Višak prinosa = Buduća vrednost gotovinskog toka koja je usmerena na akcionare – Buduća vrednost inicijalne investicije<sup>93</sup>, ili

Višak prinosa = Kapitalizovana vrednost budućeg viška unapređenja EVA + Višak budućeg rasta vrednosti<sup>94</sup>

Višak prinosa otklanja nedostatke koji se pripisuju dodatnoj tržišnoj vrednosti i daje najbolji uvid u kumulativni rast bogatstva akcionara.

Nedostatak ovog pokazatelja je da se isti može obračunavati samo na nivou akcionarskog preduzeća čijim akcijama se javno trguje. Veliki nedostatak je i činjenica da je ovaj pokazatelj veličina stanja, a ne toka, zbog čega ne postoje informacije o veličini ovog pokazatelja za određeni vremenski period.

### 2.3.8. Dodata gotovinska (novčana) vrednost – CVA

Dodata gotovinska vrednost (Cash Value Added - CVA) je model koji se takođe bazira na novčanim tokovima, odnosno pri njenom računanju uzimaju se u obzir novčani tokovi (ali se ne vrši procena budućih novčanih tokova), kao i cena kapitala preduzeća. Ovo merilo je razvijeno od strane konsultantske grupe Anelda.

Dodata gotovinska vrednost predstavlja savremeni oblik rezidualnog dobitka i meri poslovne aktivnosti jednog preduzeća u apsolutnom iznosu, odnosno to je iznos gotovine koji je generisan iz poslovnih aktivnosti.

CVA može da se izračuna na nekoliko načina:

$CVA = \text{Poslovni novčani tok} - (\text{Ponderisana prosečna cena kapitala} \times \text{Bruto ulaganje})^{95}$

---

<sup>93</sup> Young, D., O'byrne, S. (2000): *EVA and Value-based Management: A practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill, New York, str. 31.

<sup>94</sup> Young, D., O'byrne, S. (2000): *EVA and Value-based Management: A practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill, New York, str. 38.

<sup>95</sup> Čupić, M. (2010): „Ocena značaja četiri varijante rezidualnog dobitka za ostvarenje cilja maksimiranja vrednosti za akcionare”, *Ekonomski horizonti*, 113-132, str. 128.

CVA = Novčani tok iz poslovanja – Potrebe za gotovinom

pri čemu se novčani tok iz poslovanja dobija na sledeći način:

Novčani tok iz poslovanja = Prihodi od prodaje – Troškovi prodatih proizvoda  
+/- Promene obrtnog kapitala – Nestrategijske investicije

CVA = Bruto novčani tokovi – Ekonomska depresijacija - Troškovi kapitala

$CVA = (CFROI - s) \times GK$

gde je s cena kapitala, a GK bruto kapital, odnosno bruto investicije.<sup>96</sup>

Kao što se vidi iz navedenih formula, koncept dodate gotovinske vrednosti uzima u obzir samo gotovinske elemente, kao što su EBDIT, promene u obrtnom kapitalu i investicije koje nisu dugoročne. Prilikom analize pravi se poređenje novčanih tokova iz poslovanja sa zahtevima za gotovinom u toku poslovanja, odnosno sa oportunitetnim troškovima koji su izraženi u apsolutnim iznosima, a razlika između ovih veličina predstavlja dodatnu gotovinsku vrednost - CVA. Naime, umesto oportunitetnih troškova kapitala koji su izraženi relativno, tj. kao stopa prinosa koju akcionari očekuju da ostvare od svojih ulaganja, ovo merilo uzima u obzir oportunitetne troškove kapitala u apsolutnom iznosu.

$CVA \text{ index} = \text{Novčani tok iz poslovanja} / \text{Zahtevi za novčanim tokovima iz poslovanja}$

Ukoliko je ovaj index veći od jedan, preduzeće stvara vrednost. Osnovna ideja je da preduzeće ostvari iznos gotovine koji je veći od iznosa koji je potreban za pokriće troškova poslovanja i zahtevane vrednosti za akcionare.

Na ovaj pokazatelj ne utiče metoda otpisa osnovnih sredstava, tj. stepen depresijacije sredstava ne bi trebalo da značajno utiče na ostvareni rezultat. Prilikom obračuna CVA, aktiva se vrednuje po istorijskim troškovima.

---

<sup>96</sup> Schaefer, O. (2002): *Performance Measures in Value Management: A model based approach to explain the CVA and Eva Measurement*, Erich Schmidt Verlag, str. 9-19.

Kao prednost ovog merila navodi se da je on dobar pokazatelj poslovanja i ostvarenih performansi, jer ukazuje na to da li su generisani novčani tokovi iz poslovanja dovoljni da se ispune zahtevi svih finansijera preduzeća za posmatrani period. Sledeća prednost je da se može koristiti na svim nivoima u organizaciji, dakle kako na nivou celokupne organizacije, tako i na nivou manjih organizacionih delova kao što je divizija, da se može koristiti za evaluaciju performansi tokom vremena. Prednost je i njegova kompatibilnost sa ključnim indikatorima performansi, jer se vrlo lako može razložiti na ključne indikatore performansi koji se zatim, mogu koristiti kao osnova za poređenje, bilo unutar kompanije ili poređenje na eksternom tržištu, kao i uspostavljanje i ostvarivanje zadatih ciljeva.<sup>97</sup>

U nastavku rada sledi analiza određenih tržišnih merila (dobitak po akciji, odnos tržišne cene akcija i dobitka po akciji, odnos između tržišne i knjigovodstvene vrednosti, racio plaćanja dividendi, dividendni prinos običnih akcionara, ukupan prinos akcionara i interna stopa rasta).

#### **2.4. Tržišna merila**

Pored računovodstvenih merila performansi čiji se obračun zasniva na istorijskim podacima i stvarnim vrednostima, postoje i tržišna merila koja se odnose na predviđanje i koja se zasnivaju na očekivanim vrednostima. Tržišna merila mere profitabilnost preduzeća iz ugla investitora, odnosno na osnovu tržišnih merila performansi investitori donose odluku da li će ulagati u preduzeće ili ne.

S obzirom da se tržišna merila zasnivaju na proceni budućnosti, prilikom njihovog obračuna javlja se visok stepen subjektivnosti. Takođe, ova merila obuhvataju i nematerijalni deo aktive preduzeća i u velikoj meri uvažavaju rizik.

Kada postoji nekonzistentnost između računovodstvenih i tržišnih merila performansi, dobre poslovne odluke se mogu doneti isključivo uvažavanjem i jednih i drugih pokazatelja. Sama završnica analize je povezivanje tržišnih i

---

<sup>97</sup> Hejazi, R., Oskouei, M. (2007): „The information content of Cash Value Added (CVA) and P/E ratio: Evidence on association with Stock Returns for industrial companies in the Tehran Stock Exchange“, *Iranian Accounting & Auditing Review*, Spring 2007, Vol.14 No. 47, str. 21-36.

računovodstvenih pokazatelja: povezivanje tržišne cene akcija sa dobitkom po akciji i knjigovodstvenom vrednošću akcije, vezivanje prinosa u vidu dividende za tržišnu vrednost akcije, uključivanje kapitalnih dobitaka zajedno sa dividendama u obračun ukupnih prinosa akcionara, što omogućava još kompleksnije sagledavanje profitabilnosti preduzeća.<sup>98</sup>

Osnovni tržišni pokazatelji profitabilnosti su:

- dobitak po akciji,
- odnos tržišne cene akcija i dobitka po akciji,
- odnos između tržišne i knjigovodstvene vrednosti,
- ratio plaćanja dividendi,
- dividendni prinos običnih akcionara,
- ukupan prinos akcionara i
- interna stopa rasta.

### *2.1.1. Dobitak po akciji*

Dobitak po akciji, koji se često naziva i zarada po akciji (Earnings Per Share – EPS), kao pokazatelj rentabilnosti preduzeća je naročito popularan među investitorima, zbog postojanja veze između dobitka, dividendi, novčanog toka i tržišne vrednosti akcija.

Naime, ovaj pokazatelj pokazuje zaradu svakog vlasnika običnih akcija u akcionarskom preduzeću, odnosno predstavlja odnos između ostvarenog neto dobitka konkretnog preduzeća koji je dostupan vlasnicima i broja akcija tog preduzeća (broj akcija kojim vlasnici raspolažu).

Visina ovog pokazatelja se navodi u bilansu uspeha, odnosno prema MRS 33 – Zarada po akciji, obaveza svakog akcionarskog preduzeća je da u godišnjem izveštaju navede informacije o ovom pokazatelju.

U zavisnosti od strukture i složenosti kapitala, postoje dva obračuna ovog pokazatelja. Kod prvog, kada preduzeće ima jednostavnu, prostu, strukturu kapitala, odnosno kada u strukturi izvora finansiranja ne postoje hartije od

---

<sup>98</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V. (2009): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet u Beogradu, str. 158.

vrednosti koje se mogu konvertovati u obične akcije,<sup>99</sup> računa se osnovni dobitak po akciji. Kod drugog, kada preduzeće ima složenu strukturu kapitala, odnosno kada se struktura izvora finansiranja sastoji od preferencijalnih akcija sa pravom zamene u obične akcije, konvertibilnih obveznica, opcija na akcije i slično, računa se umanjeni dobitak po akciji.

Naime, kod akcionarskih preduzeća koja su emitovala hartije od vrednosti sa svojstvom potencijalnih običnih akcija (preferencijalne akcije, konvertibilne obveznice i slične hartije od vrednosti sa pravom vlasnika da ih zameni za obične akcije preduzeća), prodate opcije i slična emitovana prava kupovine običnih akcija preduzeća, pojavljuje se potreba obračuna i objavljivanja:

- osnovne zarade po običnoj akciji, uzimajući u obzir samo stvarno prodate i postojeće (aktivne) obične akcije;
- redukovane zarade po običnoj akciji, uzimajući u obzir i stvarno prodate i postojeće obične akcije, ali i potencijalne obične akcije.

Osnovni dobitak po akciji dobijamo kada u odnos stavimo dobitak koji je dostupan vlasnicima običnih akcija i ponderisani prosečni broj akcija:

$$\text{Osnovni dobitak po akciji} = \frac{\text{Dobitak dostupan vlasnicima običnih akcija}}{\text{Ponderisani prosečni broj običnih akcija}}$$

Dobitak koji je dostupan vlasnicima običnih akcija predstavlja razliku između ostvarenog neto dobitka posle poreza i preferencijalnih dividendi, tako da formula za izračunavanje osnovnog dobitka po akciji glasi i:

$$\text{Osnovni dobitak po akciji} = \frac{\text{Neto dob. - Prefer. divid. za izveštajnu godinu}}{\text{Ponderisan broj postojećih običnih akcija}}$$

Informacije o dobitku se, kao što je već napomenuto, nalaze u bilansu uspeha, a informacije koje su potrebne za utvrđivanje ponderisanog prosečnog broja običnih akcija nalaze se u napomenama uz finansijske izveštaje.

---

<sup>99</sup> Malinić, D. (2006): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, str.44.



Taj broj nije ni početno ni krajnje stanje izdatih običnih akcija, s obzirom da se u toku godine mogu emitovati i prodati nove akcije, može se izvršiti otplata ranije upisanih akcija ili otkup sopstvenih akcija od strane preduzeća. Zbog toga se javlja potreba za ponderisanjem, a ulogu pondera ima broj dana njihovog držanja (365 dana u godini).<sup>100</sup>

Preferencijalne dividende, koje se u brojiocu oduzimaju od neto dobitka preduzeća da bi se dobio dobitak koji ostaje običnim akcionarima na raspolaganju, uključuju sve proglašene nekumulativne preferencijalne dividende i pripadajuće preferencijalne dividende, nezavisno od toga da li su proglašene ili ne.

Umanjeni dobitak po akciji se (UDPA), kao što je već rečeno, računa u onim akcionarskim društvima u kojima postoji složena struktura kapitala. Umanjeni dobitak po akciji se naziva još i razređeni ili razvodnjeni dobitak po akciji (diluted earnings per share – DEPS) i govori o mogućnosti razvodnjavanja vlasništva, ako bi došlo do konverzije pomenutih hartija od vrednosti u obične akcije.

$$\text{UDPA}^{101} = \frac{\text{Dobitak dostupan postojećim običnim akcionarima}}{\text{Ponderisani broj običnih akcija}} + \frac{\text{Preferencijalne dividende}}{\text{Ponderisani prosečni broj običnih akcija po osnovu moguće konverzije preferencijalnih akcija}} + \frac{\text{Rashodi kamata na obveznice umanjeni za poreske uštede}}{\text{Ponderisani prosečni broj običnih akcija po osnovu moguće konverzije obveznica}}$$

<sup>100</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V. (2009): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 232-233

<sup>101</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V. (2009): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 166.

Struktura osnovnog i umanjenog dobitka po akciji je različita. Kod umanjenog dobitka po akciji, pored odnosa između dobitka dostupnog običnim akcionarima i ponderisanog broja običnih akcija, mora se dodati i iznos preferencijalnih dividendi na konvertibilne preferencijalne akcije i iznos rashoda kamata na konvertibilne obveznice.

Porast dobitka po akciji ukazuje na rast prinodne snage preduzeća, preduzeće je stvorilo i povećalo vrednost za akcionare, na tržištu kapitala se povećava atraktivnost običnih akcija, podstiče se porast tržišnih cena običnih akcija, preduzeće lakše pribavlja dodatni kapital. Dobitak po akciji ima široku primenu u praksi, jer predstavlja osnovu za obračun i drugih tržišnih merila performansi (odnos tržišne cene akcija i dobitka po akciji, racio plaćanja dividendi), kao i za obračun mnogih drugih pokazatelja, tako da je jako bitno da se prilikom utvrđivanja dobitka ne naprave greške, jer one utiču na netačnost i tih drugih pokazatelja.

Nedostaci ovog pokazatelja su to što ne uzima u obzir visinu kapitala koji je učestvovao u njegovom stvaranju, veza između dobitka po akciji i cene akcija nije jednostavna, jer neke aktivnosti mogu dovesti do smanjenja dobitka po akciji u sadašnjosti zarad povećanja u budućnosti, uporedivost pokazatelja i upotrebnost vrednost ovog pokazatelja vezana je za kvalitet iskazanog dobitka.<sup>102</sup>

#### *2.4.2. Odnos tržišne cene akcija i dobitka po akciji*

Odnos tržišne cene akcije i dobitka po akciji, odnosno P/E racio (price-earnings ratio) govori o tome koliko su investitori spremni da plate za jedan dinar dobitka preduzeća, a izračunava se prema sledećoj formuli.

$$\text{P/E racio}^{103} = \frac{\text{Tržišna cena akcija}}{\text{Osnovni dobitak po akciji}}$$

---

<sup>102</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V. (2009): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 164-165.

<sup>103</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V. (2009): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 169.

Na osnovu navedene formule može se zaključiti da ovaj pokazatelj objedinjuje tržišne i računovodstvene informacije. Naime, da bi se ovaj racio broj izračunao neophodno je prvo odrediti iznos osnovnog dobitka po akciji, a podaci o dobitku se dobijaju iz zvaničnog bilansa uspeha. Takođe, i tržišne informacije su lako dostupne. Upravo su jednostavnost obračuna, kao i mogućnost korišćenja u različitim modelima vrednovanja, prednosti ovog pokazatelja.

S obzirom da ovaj pokazatelj govori o dužini vremenskog perioda koji je potrebno da protekne da bi se zaradila tržišna cena akcije, bolje je da vrednost ovog racio broja raste iz perioda u period, jer na taj način budući investitori stižu sigurnost ulaganja u konkretno preduzeće.

Različita preduzeća imaju različitu strukturu osnovnog kapitala i dobitka, tako da to treba imati u vidu prilikom tumačenja i upoređivanja ovog pokazatelja.

#### 2.4.3. Racio plaćanja dividendi

Racio plaćanja dividendi je indikator dobitka koji je isplaćen vlasnicima običnih akcija i predstavlja odnos između isplaćenih dividendi i ostvarenog neto dobitka posle oporezivanja:

$$\text{Racio plaćanja dividendi}^{104} = \frac{\text{Dividende običnih akcionara}}{\text{Neto dobitak - Preferencijalne dividende}}$$

Ovaj pokazatelj je povezan sa politikom dividendi. Menadžment se najčešće odlučuje za politiku stabilnih dividendi, a ona podrazumeva promenljivost ovog racia.

#### 2.4.4. Interna stopa rasta

Interna stopa rasta se definiše kao maksimalna stopa rasta po kojoj bi jedno preduzeće moglo da se razvija ukoliko se pođe od pretpostavke da se kao jedini izvor finansiranja tog preduzeća koristi zadržani dobitak.

---

<sup>104</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V. (2009): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 174.

Interna stopa rasta<sup>105</sup> = Stopa zadržanog dobitka x Stopa neto prinosa na imovinu

U praksi se najčešće uz ovaj racio broj računa i stopa zadržavanja dobitka. Ona predstavlja odnos između zadržanog dobitka i neto dobitka umanjenog za iznos preferencijalnih dividendi, tj:

$$\text{Stopa zadržavanja dobitka}^{106} = \frac{\text{Zadržani dobitak}}{\text{Neto dobitak} - \text{Preferencijalne dividende}}$$

Deo dobitka može biti zadržan u preduzeću u vidu neraspoređenog dobitka i rezervi. Zadržani dobitak je deo dobitka koji je sačuvan u preduzeću na poziciji neraspoređenog dobitka i predstavlja razliku između neto dobitka posle oporezivanja i ukupnih dividendi tog društva. Stopa neto prinosa na imovinu se dobija kao odnos između neto dobitka posle poreza umanjenog za iznos preferencijalne dividende i prosečne ukupne imovine.

Na osnovu ove stope se može zaključiti da li preduzeće posluje sa pozitivnim ili negativnim trendom i za preduzeće je bolje ukoliko je ova stopa što veća, jer to onda znači da preduzeće dobro koristi svoj zadržani dobitak i da ostvaruje pozitivne rezultate poslovanja. Vrednost ovog pokazatelja će biti veća ukoliko se povećava vrednost zadržanog dobitka u preduzeću i ukoliko se poveća stopa neto prinosa. Ovaj pokazatelj je važan u situaciji kada preduzeće ne može da računa na eksterne izvore finansiranja i kada se koristi u svrhe planiranja poslovne aktivnosti, tj. projektovanja rasta preduzeća.

#### 2.4.5. Dividendni prinos običnih akcionara

Svaki akcionar očekuje da od svog ulaganja u akcije nekog preduzeća ostvari određeni prinos i to u vidu dividende i kapitalnog dobitka, pa je dividendni prinos akcionara važna informacija za investitore koji preferiraju stabilne prinose na svoja ulaganja. Dividendni prinos je pokazatelj koji predstavlja stopu

---

<sup>105</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V. (2009): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 177.

<sup>106</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V. (2009): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 175.

prinosa koju vlasnici običnih akcija ostvaruju u vidu dividendi na osnovu svojih ulaganja u konkretno preduzeće i predstavlja odnos između dividendi po običnoj akciji i tržišne cene tih akcija.

$$\text{Divid. prinos običnih akcionara}^{107} = \frac{\text{Dividenda po običnoj akciji}}{\text{Tržišna cena akcija}} \times 100$$

Pored procene tekućih i prošlih ostvarenja preduzeća, ovaj pokazatelj govori i o tome na koji način investitori procenjuju tržišnu vrednost akcija. Oni nju izračunavaju kao količnik očekivane dividende po običnoj akciji i očekivanog dividendnog prinosa vlasnika običnih akcija.

Dividendni prinos akcionara je racio koji je povezan sa raciom pokriva dividendi. Prilikom tumačenja ovog pokazatelja potrebno je istaći i činjenicu da se ova stopa, u principu, kreće u intervalu od 0 do 10%-12%<sup>108</sup>. U slučaju da je ova stopa 0%, preduzeće nije odredilo dividendu. Stopu od 2-3% imaju preduzeća sa izraženim rastom i razvojem, a stopu od 7 i 8% imaju tzv. „zrela“ preduzeća. Ukoliko ova stopa iznosi 10 i 12%, onda je došlo do depresijacije tržišne cene akcija preduzeća.

Prednost ovog pokazatelja u odnosu na druge tržišne pokazatelje je u tome što se može pouzdanije porediti u nizu obračunskih perioda i sa prosečnim vrednostima u grani.

#### 2.4.6. Ukupan prinos akcionara – TSR

Ukupan prinos akcionara (Total Shareholder Value – TSR) jedan je od merila stvorene vrednosti koji se zasniva na tržišnim pokazateljima. Ukupan prinos akcionara je jedan od najpotpunijih pokazatelja stvaranja vrednosti za akcionare. On nam govori o promeni ukupnog bogatstva imaoaca akcija vlasnika. S obzirom da se ovaj pokazatelj zasniva na ideji da se vrednost koju primaju akcionari sastoji iz dividendi i kapitalnog dobitka, TSR predstavlja tržišnu vrednost koja sadrži dve komponente: dividendni prinos i potencijalni

---

<sup>107</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V. (2009): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 178.

<sup>108</sup> Ivanišević, M. (2009): *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 52.

kapitalni dobitak ili kapitalni gubitak. Naime, jedan akcionar, pored prinosa u vidu dividende može da očekuje i prinos u vidu kapitalnih dobitaka, koji su posledica promena u tržišnoj ceni akcija: kapitalni dobitak se javlja kada je tržišna cena viša u odnosu na nabavnu cenu. U obrnutoj situaciji se javlja kapitalni gubitak. Znači, ukupan prinos akcionara predstavlja zbir između dividendnih i kapitalnih dobitaka, tj. dobija se kada se dividende dodaju na promenu u ceni akcije u nekom periodu i taj zbir podeli početnom cenom akcije.

$$TSR^{109} = \frac{(\text{Dividende po akciji} + (\text{TC akcija na kraju} - \text{TC akcija na početku perioda}))}{\text{Tržišna cena akcija na početku perioda}}$$

Ovaj pokazatelj je zbir stope rasta tržišne cene akcija i dividendnog prinosa vlasnika akcija. TSR se izračunava za prethodni period, obično za tri do pet godina unazad.<sup>110</sup> Kada se TSR izračunava za više perioda, neophodno je, prilikom obračuna, uzeti u obzir i dividende koje su ostvarene u međuperiodu, kao i dividende ostvarene na kraju perioda. TSR se može prikazati kao ukupan prinos tokom perioda ili kao stopa.<sup>111</sup> Preduzeće može ostvariti prinos na akcije veći od zahtevane stope prinosa jedino ukoliko ostvaruje performanse bolje od očekivanih performansi. Pojedina preduzeća koja imaju visoke stope rasta i rastuću tržišnu vrednost imaju manje dividendne stope ili uopšte ne isplaćuju dividende, već celokupan iznos dobitka reinvestiraju, a razlog je to što akcionari očekuju veće buduće novčane tokove po osnovu reinvestiranja od iznosa dividendi koje bi primili u sadašnjosti. TSR je relativni pokazatelj, što predstavlja njegovu prednost. Ovaj pokazatelj ima veliku upotrebnu vrednost zbog svoje veze sa pokretačima vrednosti, kao što su rentabilnost postojeće aktive, rast, cena kapitala i slobodan novčani tok. Sledeća prednost je ta da je TSR sveobuhvatno merilo stvorene vrednosti koje prilikom obračuna uzima u obzir i primljene dividende i kapitalnu dobit, tako da pruža odgovor na pitanje

---

<sup>109</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V. (2009): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 180.

<sup>110</sup> Cinnamon, R., Helweg-Larsen, B. (2006): *How to Understand Business Finance*, Kogan Page, London, str. 91-93.

<sup>111</sup> Arnold, G. (2005): *The Handbook of Corporate Finance*, Prentice Hall, London, str. 197-200.

da li vlasnici dobijaju adekvatan prinos, meren ne samo dividendom već i kapitalnim dobitkom. Lakoća dobijanja i uporedivost kako u prostoru i vremenu, tako i sa tržišnim prosekom i sa drugim preduzećima, nepristrasnost prema veličini kompanije, takođe predstavljaju njegove prednosti.

Pored navadenog, TSR predstavlja savremeno merilo, sa kojim se teško može manipulirati. Nedostaci ovog merila su nemogućnost njegovog korišćenja kao merila performansi u preduzeću, odnosno ne može se koristiti za ocenjivanje efikasnosti menadžera, zato što menadžeri svojim odlukama ne mogu uticati na sve varijable, kao što je kretanje tržišne cene akcija,<sup>112</sup> a ne može se ni adekvatno koristiti za merenje performansi korporacije u dužem vremenskom periodu.

Ovaj pokazatelj meša istorijske, tekuće i očekivane buduće performanse i ni na koji način ne tretira rizik ostvarenja dodatog prinosa, jer se preduzeća sa istim TSR mogu razlikovati u pogledu rizika ostvarenja prinosa. Navedeni problem se može rešiti na dva načina: prvi je da se veličina pokazatelja upoređuje sa cenom kapitala datog preduzeća, a drugi je da se vrednost indikatora upoređuje sa pokazateljima preduzeća u istoj grani.

TSR se može koristiti jedino na nivou celokupnog preduzeća, ali ne i na nivou poslovnih jedinica. Prilikom utvrđivanja TSR polazi se od pretpostavke da je tržište efikasno, te da tržišne cene akcija savršeno odražavaju uspeh preduzeća, kao i očekivanja investitora. Zbog razlika u izabranom periodu posmatranja, javljaju se razlike između TSR pokazatelja utvrđenih za jedno preduzeće: TSR za period posmatranja od jedne godine može se razlikovati od TSR pokazatelja za petogodišnji period.<sup>113</sup> Naredni deo monografije je najvažniji deo u kome će biti objašnjen najpre postupak izbora preduzeća za koja će biti izračunati određeni pokazatelji performansi i metodologija izračunavanja istih, a zatim će biti analizirane performanse preduzeća pre i posle privatizacije na osnovu dobijenih pokazatelja.

---

<sup>112</sup> Akalu, M. (2002): *Projects for Shareholder Value: a capital budgeting perspective*, Rozenberg Publishers, Amsterdam, str. 208-209.

<sup>113</sup> Čupić, M. (2008): *Koncepti rezultata u funkciji upravljanja korporativnim preduzećima*, Ekonomika preduzeća, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 95.

## **DEO III      ANALIZA      PERFORMANSI      PRIVATIZOVANIH PREDUZEĆA**

### **3.1. Izbor uzorka preduzeća i opis metodologije**

Kao što je navedeno u prvom delu rada, u periodu od 2002. godine do 2011. godine, putem javnog tendera privatizovano je 129 preduzeća. Od navedenih preduzeća, izbor uzorka preduzeća izvršen je na bazi sledećih kriterijuma:

*1. Godina privatizacije* – U izabranom uzorku nalaze se preduzeća koja su prodana u 2009. godini, kako bi za analizu bio obuhvaćen period od poslednjih 5 godina za koje su raspoloživi podaci. Pored navedenog, a kako se analiza performansi preduzeća ne bi zasnivala isključivo na bazi performansi tih preduzeća, uzorkom su obuhvaćena i preduzeća koja su prodana u 2006. godini, 2007. godini i 2008. godini, odnosno u godinama kada je privatizovan najveći broj preduzeća putem javnog tendera.

*2. Kupac* – U privatizaciji kupac može biti domaće i strano pravno ili fizičko lice ili konzorcijum pravnih i/ili fizičkih lica. Međutim, za razliku od preduzeća koja su prodana putem javne aukcije, kupac kapitala preduzeća koja su prodana putem javnog tendera ne može biti samo fizičko lice, s obzirom da se za ta preduzeća traži strateški partner koji treba da ispuni kvalifikacione uslove iz javnog poziva, koji se najčešće odnose na to da potencijalni kupac mora da obavlja određenu traženu delatnost i da je u pitanju investitor koji je u određenoj godini ostvario poslovne prihode veće od traženog iznosa. Imajući u vidu navedeni kriterijum, uzorkom su obuhvaćena preduzeća kod kojih je kupac domaće i strano pravno lice, konzorcijum domaćih i stranih pravnih lica, konzorcijum domaćih pravnih i fizičkih lica, konzorcijum stranih pravnih lica i konzorcijum domaćih fizičkih lica i stranih pravnih lica.

*3. Delatnost* – U skladu sa ovim kriterijumom, izabrana su preduzeća koja se bave različitom delatnošću, pri čemu se vodilo računa da to budu preduzeća koja se bave i proizvodnom i uslužnom delatnošću, poljoprivrednom proizvodnjom, preduzeća iz tekstilne industrije, prerađivačke industrije itd.

*4. Restrukturiranje* – Mnoga preduzeća koja su privatizovana, prethodno su bila u procesu restrukturiranja, kako bi se pripremila za prodaju. Sa tog aspekta, uzorkom su obuhvaćena i preduzeća koja su pre prodaje bila u postupku restrukturiranja. Radi se o preduzećima koja su iz restrukturiranja izašla sa i



dalje velikim dugovima i bez kapitala, odnosno sa gubicima koji su prevazilazili vrednost kapitala. Kod navedenih preduzeća predmet prodaje je uglavnom bilo 100% kapitala.

5. *Raskid Ugovora o prodaji* – U vezi sa ovim kriterijumom, uzorkom su obuhvaćena i ona preduzeća kod kojih je raskinut Ugovor o prodaji zbog neizvršavanja određenih ugovornih obaveza od strane kupaca.

Pored navedenih kriterijuma, prilikom izbora preduzeća vodilo se računa da uzorkom ne budu obuhvaćena samo preduzeća koja su poslovala pozitivno, već i preduzeća koja su ostvarivala gubitke i to kako pre, tako i posle privatizacije. Navedenim, kao i izborom kriterijumima koji se odnose na restrukturiranje i raskid Ugovora o prodaji, cilj je bio da se ukaže na to kakva su preduzeća ušla u postupak privatizacije, odnosno da se pokaže da se među njima nalaze i preduzeća koja su poslovala sa gubitkom, koja su imala velike obaveze, bez kapitala, odnosno sa gubicima iznad visine kapitala, viškom zaposlenih, zastarelom tehnologijom.

Navedeno je uticalo i na metodologiju izračunavanja pokazatelja performansi privatizovanih preduzeća. Naime, za određena preduzeća nije bilo moguće izračunati određene pokazatelje koji se baziraju na podacima o kapitalu i dobitku, odnosno za izračunavanje određenih pokazatelja su se umesto podataka o ostvarenom dobitku koristili podaci o ostvarenom gubitku, pri čemu zbog navedenog, određeni pokazatelji imaju negativne vrednosti.

Pored navedenog, izračunati pokazatelji koji su predstavljeni u narednom delu rada odnose se na računovodstvene i tržišne pokazatelje. Od savremenih pokazatelja, za ova preduzeća je bilo moguće izračunati samo Dodatu tržišnu vrednost i to uglavnom za period nakon prodaje, s obzirom da su preduzeća koja su bila predmet privatizacije, pre prodaje poslovala sa većinskim društvenim i državnim kapitalom koji nije bio izražen u akcijama koje su se kotirale na berzi, iz kojih razloga nisu postojali podaci o tržišnim cenama akcija. Sledeći razlog su poznati problemi koji su vezani za određivanje troškova kapitala, odnosno prosečne ponderisane cene kapitala preduzeća-WACC, koja je osnov za obračun mnogih savremenih pokazatelja.

Analizirani pokazatelji izračunati su prema matematičkim formulama koje su objašnjene u prethodnim delovima rada, na osnovu dostupnih računovodstvenih i tržišnih podataka. Što se tiče određivanja perioda za koji će se pokazatelji

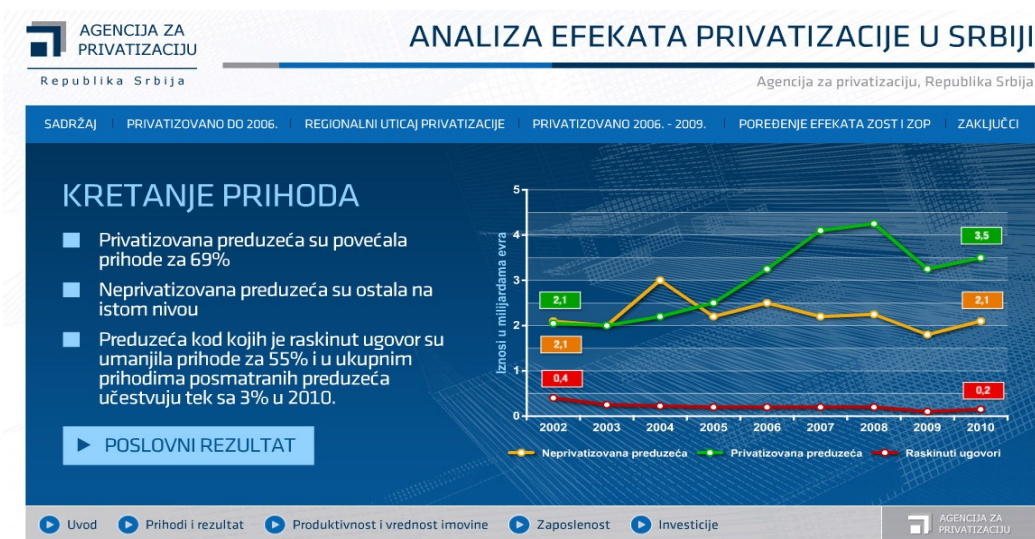
izračunavati, uzet je period koji se koristio i prilikom praćenja izvršenja obaveza kupaca iz Ugovora o prodaji za preduzeća čije su performanse predmet analiza.

Navedeno podrazumeva da je kao osnova za poređenje uzeta godina koja je prethodila zaključenju Ugovora o prodaji, a period nakon prodaje se poklapa sa periodom u kome je preduzeće bilo u nadležnosti Agencije za privatizaciju – do izvršenja svih ugovornih obaveza ili do raskida Ugovora o prodaji.

### 3.2. Performanse preduzeća pre i posle privatizacije

Agencija za privatizaciju je na svom sajtu objavila podatke o izvršenoj analizi efekata privatizacije sa aspekta kretanja prihoda, poslovnog rezultata, produktivnosti, vrednosti imovine i zaposlenosti, u periodu od 2002. godine do 2010. godine, što je predstavljeno na sledećim ilustracijama:

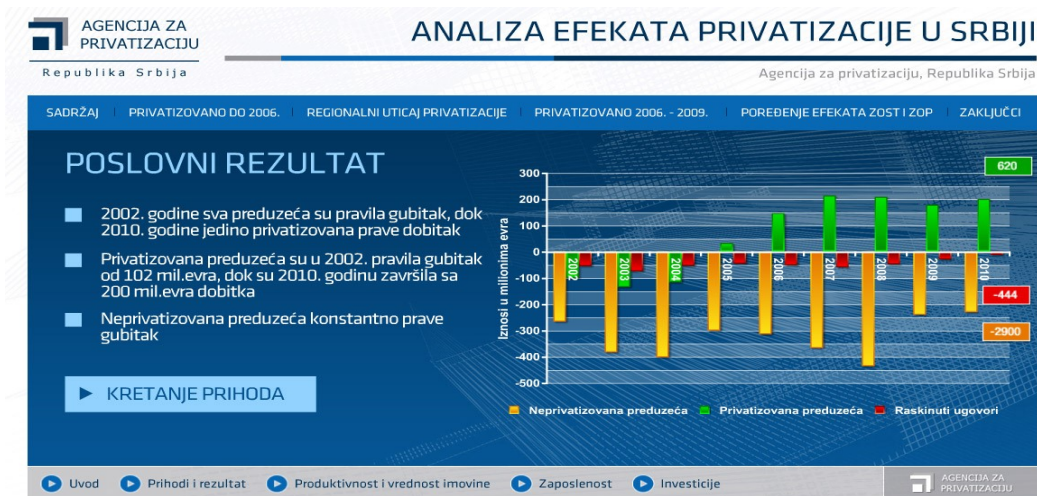
#### Ilustracija broj 9: Analiza efekata privatizacije u Srbiji – kretanje prihoda



Izvor: Agencija za privatizaciju, [www.priv.rs](http://www.priv.rs)

Prema navedenoj ilustraciji, privatizovana preduzeća su povećala prihode za 69%, pri čemu je najveći rast prihoda bio u 2007. godini i 2008. godini. Neprivatizovana preduzeća su ostala na istom nivou, dok su preduzeća kod kojih je raskinut ugovor o prodaji umanjila prihode za 55%.

## Ilustracija broj 10: Analiza efekata privatizacije u Srbiji – poslovni rezultat



Izvor: Agencija za privatizaciju, [www.priv.rs](http://www.priv.rs)

Što se tiče poslovnog rezultata, prema navedenoj ilustraciji 2002. godine sva preduzeća su pravila gubitak, dok 2010. godine jedino privatizovana preduzeća prave dobitak. Neprivatizovana preduzeća konstantno prave gubitak u posmatranom periodu. Najveći dobitak privatizovana preduzeća ostvarila su u 2007. godini i 2008. godini.

## Ilustracija broj 11: Analiza efekata privatizacije u Srbiji – produktivnost, vrednost imovine i zaposlenost



Izvor: Agencija za privatizaciju, [www.priv.rs](http://www.priv.rs)

Dobro poznata činjenica je da je u društvenim i državnim preduzećima postojao višak zaposlenih, koji se nije otpuštao radi održavanja socijalne stabilnosti u zemlji. Nakon prodaje preduzeća, novi vlasnik kapitala mogao je da otpušta zaposlene kao tehnološki višak, uz isplatu određenog iznosa otpremnine. U posmatranom periodu, zaposlenost opada kod preduzeća koja su privatizovana, ali i kod neprivatizovanih preduzeća, realizacijom socijalnih programa.

Prema navedenoj ilustraciji, prihodi po zaposlenom najviše su se povećali u privatizovanim preduzećima, ali i u neprivatizovanim preduzećima, ali više kao posledica smanjenja broja zaposlenih nego povećanja prihoda. Vrednost imovine je u privatizovanim preduzećima porasla za 47%, a u neprivatizovanim preduzećima se smanjila za 17%.

U sledećim tabelama dati su, prvo, finansijski i tržišni podaci subjekata privatizacije na osnovu kojih su izračunati određeni pokazatelji, a zatim i sami pokazatelji.

*„MK Rudnik“, Gornji Milanovac*

Preduzeće MK „Rudnik eksport-import“ ad Gornji Milanovac osnovano je 1952. godine. Delatnost preduzeća je proizvodnja drugih odevnih predmeta i pribora, a proizvodni asortiman čini gotova odeća: ženske suknje, bluze, haljine, jakne, kompleti, pantalone, muške košulje i pantalone, dečija odeća, radna odeća i vojne uniforme.

Postupak restrukturiranja ovog preduzeća pokrenut je 2004. godine, a u skladu sa usvojenim Programom restrukturiranja, predviđeno je da se kapital preduzeća proda putem javnog tendera.

Ugovor o prodaji društvenog kapitala navedenog subjekta privatizacije, metodom javnog tendera, zaključen je 15.12.2006. godine sa kupcem Konzorcijumom pravnih i fizičkih lica koji čine “Irva investicije” d.o.o. Beograd, “Jabuka” a.d. Beograd i Mihailo Mikić. U skladu sa navedenim Ugovorom, prodato je 100% društvenog kapitala.

Preduzeće je pre prodaje bilo u procesu restrukturiranja i u trenutku prodaje imalo je gubitak iznad visine kapitala u iznosu od 809.904 hiljade dinara. Pored navedenog, i u godini pre privatizacije i u godinama posle privatizacije, preduzeće je nastavilo da posluje sa gubicima, osim u 2008. godini kada je

ostvaren dobitak u iznosu od 23.369 hiljade dinara, što nije bilo ni blizu dovoljno da se pokriju akumulirani gubici. U 2008. godini dobitak je ostvaren zahvaljujući ostalim prihodima u iznosu od 132.537 hiljada dinara, koji se najvećim delom odnose na prihode od prodaje učešća i dugoročnih hartija od vrednosti.

**Tabela broj 3: Finansijski i tržišni podaci za preduzeće MK „Rudnik eksport-import“, Gornji Milanovac za period 2005-2010. godine**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Prihodi od prodaje (u 000 dinara)	79.592	120.113	197.180	177.257	134.757	161.216
Poslovni prihodi (u 000 dinara)	68.245	126.879	215.177	179.247	140.252	167.376
Troškovi materijala (u 000 dinara)	14.132	24.788	36.137	31.943	20.084	21.260
Nabavna vrednost prodate robe (u 000 dinara)				1.627	3.287	1.381
Troškovi amortizacije (u 000 dinara)	24.246	20.906	17.942	18.029	21.344	20.142
Poslovni rashodi (u 000 dinara)	142.236	202.674	253.294	251.507	241.950	336.725
Poslovni gubitak/dobitak (u 000 dinara)	-73.991	-75.795	-38.117	-72.260	-101.698	-169.349
Ukupni prihodi (u 000 dinara)	54.769	131.364	220.142	313.390	475.935	319.905
Troškovi kamata (u 000 dinara)				6.037	210.689	5.048
Ukupni rashodi (u 000 dinara)	142.263	207.930	256.922	296.021	741.978	374.816
Bruto gubitak/dobitak (u 000 dinara)	-57.494	-76.566	-36.780	23.369	-266.043	-54.911
Neto gubitak/dobitak (u 000 dinara)	-57.494	-76.566	-36.780	23.369	-266.043	-54.911
Poslovna imovina (u 000 dinara)	388.720	385.973	397.697	380.000	393.283	348.280
Stalna imovina (u 000 dinara)	281.368	269.715	283.300	292.120	296.649	270.484
Obrtna imovina (u 000 dinara)	107.352	116.258	114.397	87.880	96.634	77.796
Zalihe (u 000 dinara)	28.552	27.667	31.147	21.878	18.336	16.051
Gotovina i gotovinski ekvivalenti (u 000 dinara)	15.900	25.416	8.274	5.425	65	14.411
Aktivna vremenska razgraničenja (u 000 dinara)						
Sopstveni kapital (u 000 dinara)						
Neraspoređeni dobitak (u 000 dinara)						
Ukupne obaveze (u 000 dinara)	1.122.058	1.195.877	755.074	684.364	971.661	989.870
Kratkoročne obaveze (u 000 dinara)	382.468	398.571	360.365	424.606	952.308	970.517
Neto novčani tok iz poslovanja (u 000 dinara)	6.097	9.516	-17.142	-2.849	-5.360	-4.654
Isplaćena dividenda (u 000 dinara)						
Dividenda po akciji						
Broj običnih akcija		104.494	104.494	104.494	161.836	161.836
Tržišna cena akcija na početku perioda			436	436	436	436
Tržišna cena akcija na kraju perioda			436	436	436	436
Dobitak pre kamata i poreza - EBIT (u 000 dinara)	-57.494	-76.566	-36.780	29.406	-55.354	-49.863

Izvor: Agencija za privredne registre, [www.apr.rs](http://www.apr.rs), Agencija za privatizaciju, [www.priv.rs](http://www.priv.rs), Beogradska berza, [www.belex.rs](http://www.belex.rs)

Iz navedenih razloga, preduzeće u posmatranom periodu nije imalo kapital i nije isplaćivalo dividende akcionarima, tako da mnoge pokazatelje za ovo preduzeće nije bilo moguće izračunati, kao što su:

- stopa prinosa na sopstveni kapital,
- racio plaćanja dividendi,
- interna stopa rasta,

- dividendni prinos običnih akcionara,
- ukupan prinos akcionara,
- ratio pokriva stalne imovine,
- ratio zaduženosti i
- ratio obrta kapitala.

**Tabela broj 4: Merila performansi preduzeća MK „Rudnik eksport-import“, Gornji Milanovac**

MERILA	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>MERILA PROFITABILNOSTI</b>						
Stopa prinosa na ukupna sredstva - ROA	-14,79%	-19,84%	-9,25%	7,74%	-14,07%	-14,32%
<b>TRŽISNA MERILA</b>						
Dobitak po akciji - EPS		-732,73	-351,98	223,64	-1643,90	-339,30
P/E ratio			-1,24	1,95	-0,27	-1,28
<b>RACIO BROJEVI</b>						
Opšti ratio likvidnosti	0,28	0,29	0,32	0,21	0,10	0,08
Rigorozni ratio I	0,04	0,06	0,02	0,01	0,00007	0,01
Rigorozni ratio II	0,21	0,22	0,23	0,16	0,08	0,06
Neto obrtni kapital - NOK	-275.116	-282.313	-245.968	-336.726	-855.674	-892.721
Racio pokriva obrtne imovine	-2,56	-2,43	-2,15	-3,83	-8,85	-11,48
Racio pokriva zaliha NOK-om	-9,64	-10,20	-7,9	-15,39	-46,67	-55,62
Racio pokriva kamate zaradom				4,87	-0,26	-9,88
Racio pokriva obaveza NNT iz poslovanja	0,005	0,008	-0,02	-0,004	-0,006	-0,005
Racio pokriva kamata NNT iz poslovanja				-0,47	-0,03	-0,92
Racio obrta poslovne imovine	0,20	0,31	0,50	0,46	0,35	0,43
Racio obrta fiksne imovine	0,28	0,44	0,71	0,62	0,46	0,57
Racio obrta obrtne imovine	0,74	1,07	1,71	1,75	1,46	1,85
Stopa bruto poslovnog dobitka	67,99%	85,00%	90,80%	82,18%	86,73%	89,78%
Stopa neto poslovnog dobitka	-92,96%	-63,10%	-19,33%	-40,77%	-75,47%	-105,04%
Racio neto profitne marže	-0,72	-0,64	-0,19	0,13	-1,97	-0,034
Racio bruto profitne marže	-0,72	-0,64	-0,19	0,16	0,41	-0,31
<b>SAVREMENA MERILA</b>						
Dodata tržišna vrednost - MVA			45.559	45.559	70.560	70.560

*Izvor: Obrada autora na osnovu podataka Agencije za privredne registre i Agencije za privatizaciju*

Dana 06.05.2010. godine, Ugovor o prodaji društvenog kapitala navedenog subjekta privatizacije raskinut je, između ostalog i zbog neodržavanja kontinuiteta poslovanja.

*„Radijator“, Zrenjanin*

Preduzeće „Radijator“, Zrenjanin osnovano je 1932. godine, a poslovalo je kao društveno preduzeće od 1946. godine. Delatnost preduzeća je proizvodnja kotlova i radijatora za centralno grejanje.



Ugovor o prodaji akcija iz portfelja Akcijskog fonda Akcionarskog društva za proizvodnju radijatora, kotlova i uslužnog liva „Radijator“, Zrenjanin, metodom javnog tendera, zaključen je 15.11.2007. godine sa kupcem Konzorcijumom pravnih lica koga čine Ljevaonica Bjelovar d.o.o. Bjelovar, Ljevaonica produkt d.o.o. Mali Zdenci i Akva trgovina d.o.o. Mali Zdenci, svi iz Republike Hrvatske.

Predmet prodaje je 50,6215% osnovnog kapitala preduzeća, a paket akcija koji je predmet prodaje sastoji se od 179.254 akcija, od kojih je 144.095 akcija u vlasništvu Akcijskog fonda, a 35.159 akcija u vlasništvu PIO fonda.

**Tabela broj 5: Finansijski i tržišni podaci za preduzeće „Radijator“, Zrenjanin za period od 2006. godine do 2012. godine**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Prihodi od prodaje (u 000 dinara)	851.345	756.944	869.319	937.894	1.191.772	1.686.262	1.636.452
Poslovni prihodi (u 000 dinara)	903.302	821.184	952.296	927.498	1.239.112	1.935.754	1.658.176
Troškovi materijala (u 000 dinara)	452.624	463.297	553.553	500.222	657.881	1.235.440	909.463
Nabavna vrednost prodate robe (u 000 dinara)	2.433	1.880	12.896	939	1.804	7.048	2.609
Troškovi amortizacije (u 000 dinara)	23.960	27.503	29.611	31.292	31.869	34.839	40.809
Poslovni rashodi (u 000 dinara)	896.238	867.581	946.921	861.421	1.109.508	1.833.446	1.605.266
Poslovni gubitak/dobitak (u 000 dinara)	7.064	-46.397	5.375	66.077	129.604	102.308	52.910
Ukupni prihodi (u 000 dinara)	952.332	892.764	1.047.566	984.212	1.343.777	2.014.583	1.789.294
Rashodi kamata (u 000 dinara)	11.344	562	8.653	19.006	17.689	29.857	68.867
Ukupni rashodi (u 000 dinara)	946.070	888.755	1.038.166	917.238	1.211.966	1.962.417	1.931.374
Bruto gubitak/dobitak (u 000 dinara)	6.262	4.009	9.400	66.974	131.811	52.166	-142.080
Neto gubitak/dobitak (u 000 dinara)	5.622	4.122	9.400	66.974	131.811	52.166	270.670
Poslovna imovina (u 000 dinara)	1.545.533	1.518.090	1.818.822	2.058.894	2.473.301	2.761.383	3.861.155
Stalna imovina (u 000 dinara)	458.611	489.153	555.827	658.314	739.062	909.145	1.527.544
Obrtna imovina (u 000 dinara)	1.086.922	1.028.937	1.262.995	1.400.580	1.734.239	1.852.238	1.920.861
Zalihe (u 000 dinara)	613.221	678.604	768.054	726.775	820.191	988.492	1.059.587
Gotovina i gotovinski ekvivalenti (u 000 dinara)	108.639	93.226	17.740	15.952	15.839	42.384	13.499
Aktivna vremenska razgraničenja (u 000 dinara)	22.348	1.199	3.656	5.077	13.553	10.730	23.238
Sopstveni kapital (u 000 dinara)	1.316.523	1.320.645	1.330.045	1.396.248	1.528.830	1.573.615	1.839.312
Neraspoređeni dobitak (u 000 dinara)	5.622	4.122	9.400	66.974	131.811	52.166	270.670
Ukupne obaveze (u 000 dinara)	229.010	196.660	488.777	662.646	944.471	1.187.768	2.021.843
Kratkoročne obaveze (u 000 dinara)	94.689	101.545	402.360	527.724	754.497	1.040.282	1.455.460
Neto novčani tok iz poslovanja (u 000 dinara)	-68.865	-19.833	-51.626	-192.451	12.086	175.064	226.344
Isplaćena dividenda (u 000 dinara)							
Dividenda po akciji							
Broj običnih akcija	174.852	174.852	174.852	174.852	174.852	174.852	354.106
Tržišna cena akcija na početku perioda	2.500	2.150	1.500	679	484	550	450
Tržišna cena akcija na kraju perioda	2.200	1.700	679	484	550	450	480
Dobitak pre kamate i poreza - EBIT (u 000 dinara)	17.606	4.571	18.053	85.980	149.500	82.023	-73.213

Izvor: Agencija za privredne registre, [www.apr.rs](http://www.apr.rs), Agencija za privatizaciju, [www.priv.rs](http://www.priv.rs), Beogradska berza, [www.belex.rs](http://www.belex.rs)

Preduzeće je tokom celog posmatranog perioda ostvarivalo dobitak, pri čemu se dobitak povećavao u godinama nakon prodaje, kao i prihodi od prodaje. U godini kada je prodato, preduzeće je ostvarilo poslovni gubitak, a nakon prodaje

preduzeće je ostvarivalo pozitivan poslovni rezultat koji se povećavao u odnosu na poslovni dobitak ostvaren u 2006. godini. Navedeni rast prihoda i dobitka, prati i rast imovine, ali i obaveza preduzeća.

**Tabela broj 6: Merila performansi preduzeća „Radijator“, Zrenjanin**

MERILA	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>MERILA PROFITABILNOSTI</b>							
Stopa prinosa na sopstveni kapital - ROE	0,43%	0,31%	0,71%	4,80%	8,62%	3,32%	14,72%
Stopa prinosa na ukupna sredstva - ROA	1,14%	0,30%	0,99%	4,18%	6,04%	2,97%	-1,90%
<b>TRŽIŠNA MERILA</b>							
Dobitak po akciji - EPS	32,15	23,57	53,76	383,03	753,84	298,34	764,38
P/E racion	77,76	81,67	20,27	1,52	0,69	1,68	0,61
Interna stopa rasta	37,00%	27,00%	56,00%	345,00%	582,00%	199,00%	817,00%
<b>RACIO BROJEVI</b>							
Opšti racion likvidnosti	11,48	10,13	3,14	2,65	2,30	1,78	1,32
Rigorozni racion I	1,15	0,92	0,04	0,03	0,02	0,04	0,01
Rigorozni racion II	5,00	3,45	1,23	1,28	1,21	0,83	0,59
Neto obrtni kapital - NOK	992.233	927.392	860.635	872.856	979.742	811.956	465.401
Racion pokriva stalne imovine	2,87	2,70	2,39	2,12	2,07	1,73	1,20
Racion pokriva obrtne imovine	0,91	0,90	0,68	0,62	0,56	0,44	0,24
Racion pokriva zalih NOK-om	1,56	1,36	1,12	1,19	1,18	0,81	0,43
Racion zaduženosti	0,17	0,15	0,38	0,47	0,62	0,75	1,10
Racion pokriva kamate zaradom	1,55	8,13	2,09	4,52	8,45	2,75	-1,06
Racion pokriva obaveza NNT iz poslovanja	-0,34	-0,09	-0,15	-0,33	0,02	0,16	0,14
Racion pokriva kamata NNT iz poslovanja	-6,07	-35,29	-5,97	-10,13	0,68	5,86	3,29
Racion obrta poslovne imovine	0,56	0,49	0,52	0,48	0,53	0,64	0,49
Racion obrta fiksne imovine	1,84	1,60	1,66	1,54	1,71	2,05	1,34
Racion obrta obrtne imovine	0,81	0,72	0,76	0,70	0,76	0,94	0,87
Racion obrta kapitala	0,65	0,57	0,66	0,69	0,81	1,09	0,96
Stopa bruto poslovnog dobitka	52,65%	47,03%	44,38%	45,46%	48,62%	41,11%	45,59%
Stopa neto poslovnog dobitka	0,83%	-6,13%	0,62%	7,05%	10,87%	6,07%	3,23%
Racion neto profitne marže	0,66	0,54	1,08	7,14	11,06	3,09	16,54
Racion bruto profitne marže	2,07	0,60	2,08	9,17	12,54	4,86	-4,47
<b>SAVREMENA MERILA</b>							
Dodata tržišna vrednost - MVA	-879.393.000	-1.023.396.600	-1.211.320.492	-1.311.619.632	-1.432.661.400	-1.494.931.600	-1.669.341.120

*Izvor: Istraživanje autora;*

*„Stari Tamiš“, Pančevo*

Preduzeće „Stari Tamiš“, Pančevo osnovano je 1952. godine. Delatnost ovog subjekta privatizacije je gajenje žita (osim pirinča), leguminoza i uljarica.

Ugovor o prodaji kapitala AD „Stari Tamiš“, Pančevo, metodom javnog tendera, zaključen je 04.12.2008. godine sa kupcem „Almex“ d.o.o. Pančevo. Kupac je kupio 70% celokupnog iznosa društvenog kapitala, odnosno 58,1197% ukupnog registrovanog kapitala preduzeća i 32.849 akcija preduzeća u vlasništvu Akcijskog fonda, što zajedno predstavlja 71,0459% ukupnog registrovanog kapitala.



**Tabela broj 7: Finansijski i tržišni podaci za preduzeće „Stari Tamiš“, Pančevo za period od 2008. godine do 2013. godine**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Prihodi od prodaje (u 000 dinara)	580.897	641.404	790.922	1.177.904	1.416.287	1.692.723
Poslovni prihodi (u 000 dinara)	642.879	750.395	797.883	1.187.747	1.420.060	1.869.820
Troškovi materijala (u 000 dinara)	276.486	344.653	479.072	660.150	779.700	1.125.821
Nabavna vrednost prodate robe (u 000 dinara)	7.970	1.368	965	104.517	64.640	67.729
Troškovi amortizacije (u 000 dinara)	56.616	63.415	60.723	65.171	67.417	70.078
Poslovni rashodi (u 000 dinara)	649.700	706.506	792.742	1.091.884	1.249.223	1.608.721
Poslovni gubitak/dobitak (u 000 dinara)	-6.821	43.889	5.141	95.863	170.837	261.099
Ukupni prihodi (u 000 dinara)	710.951	761.410	901.276	1.244.689	1.438.257	1.871.407
Rashodi kamata (u 000 dinara)		653	1.024	1.652	5.531	6.959
Ukupni rashodi (u 000 dinara)	685.202	735.817	867.239	1.151.035	1.286.074	1.629.029
Bruto gubitak/dobitak (u 000 dinara)	25.749	25.593	34.037	93.654	152.183	242.378
Neto gubitak/dobitak (u 000 dinara)	29.676	25.593	34.037	93.654	152.183	215.315
Poslovna imovina (u 000 dinara)	974.653	1.145.331	1.264.115	1.288.011	1.791.870	2.411.375
Stalna imovina (u 000 dinara)	477.780	554.136	630.878	621.334	777.429	1.450.642
Obrtna imovina (u 000 dinara)	484.254	575.422	617.464	650.904	998.668	958.289
Zalihe (u 000 dinara)	308.641	376.917	349.623	322.104	456.105	376.159
Gotovina i gotovinski ekvivalenti (u 000 dinara)	41.094	14.251	4.557	3.300	6.619	1.721
Aktivna vremenska razgraničenja (u 000 dinara)						
Sopstveni kapital (u 000 dinara)	936.425	1.031.283	1.100.856	1.217.197	1.361.331	2.026.128
Neraspoređeni dobitak (u 000 dinara)	28.389	24.313	32.335	88.971	144.574	202.743
Ukupne obaveze (u 000 dinara)	38.228	114.048	163.259	70.814	430.539	385.247
Kratkoročne obaveze (u 000 dinara)	38.228	43.559	133.795	70.814	233.402	313.911
Neto novčani tok iz poslovanja (u 000 dinara)	35.146	-34.429	66.941	107.076	-122.815	-1.098
Isplaćena dividenda (u 000 dinara)	1.287	1.280	1.702	4.683	7.609	12.572
Dividenda po akciji	5,07	5,04	6,70	18,43	29,94	49,47
Broj običnih akcija	43.130	254.127	347.173	395.815	395.815	395.815
Tržišna cena akcija na početku perioda	3.720	1.900	2.168	2.168	1.400	1.290
Tržišna cena akcija na kraju perioda	1.900	2.168	2.168	1.400	1.290	1.250
Dobitak pre kamata i poreza - EBIT (u 000 dinara)	25.749	26.246	35.061	95.306	157.714	249.337

Izvor: Agencija za privredne registre, [www.apr.rs](http://www.apr.rs), Agencija za privatizaciju, [www.priv.rs](http://www.priv.rs), Beogradska berza, [www.belex.rs](http://www.belex.rs)

Navedeno preduzeće je tokom celog posmatranog perioda poslovalo sa dobitkom, pri čemu se iznos dobitka iz godine u godinu povećavao. Navedeni trend rasta pratili su i prihodi od prodaje, stalna i obrtna imovina, kapital i obaveze preduzeća. Što se tiče poslovnog rezultata, on je u 2008. godini bio negativan, a u periodu od 2009. godine do 2013. godine pozitivan. Najmanji poslovni dobitak ostvaren je u 2010. godini – 5.141 hiljada dinara, a najveći u 2013. godini – 261.099 hiljada dinara.

**Tabela broj 8: Merila performansi preduzeća „Stari Tamiš“, Pančevo**

MERILA	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>MERILA PROFITABILNOSTI</b>						
Stopa prinosa na sopstveni kapital - ROE	3,17%	2,48%	3,09%	7,69%	11,18%	10,63%
Stopa prinosa na ukupna sredstva - ROA	2,64%	2,29%	2,77%	7,40%	8,80%	10,34%
<b>TRŽIŠNA MERILA</b>						
Dobitak po akciji - EPS	688,06	100,71	98,04	236,61	384,48	543,98
P/E ratio	4,08	20,20	22,11	7,54	3,50	2,33
Racio plaćanja dividendi	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Interna stopa rasta	286,90%	228,95%	268,85%	697,30%	938,60%	973,75%
Dividendni prinos običnih akcionara	0,18%	0,25%	0,31%	1,04%	2,27%	3,90%
Ukupan prinos akcionara - TSR	75,67%	107,32%	100,31%	82,68%	98,21%	102,28%
<b>RACIO BROJEVI</b>						
Opšti racio likvidnosti	12,67	13,21	4,62	9,19	4,28	3,05
Rigorozni racio I	1,07	0,33	0,03	0,05	0,03	0,01
Rigorozni racio II	4,59	4,56	2,00	4,64	2,29	1,85
Neto obrtni kapital - NOK	446.026	531.863	483.669	580.090	765.266	644.378
Racio pokriva stalne imovine	1,96	1,86	1,74	1,96	1,75	1,40
Racio pokriva obrtne imovine	0,99	0,92	0,78	0,89	0,77	0,67
Racio pokriva zaliha NOK-om	1,45	1,41	1,38	1,80	1,68	1,71
Racio zaduženosti	0,04	0,11	0,15	0,06	0,32	0,19
Racio pokriva kamate zaradom		40,19	34,24	57,69	28,51	35,83
Racio pokriva obaveza NNT iz poslovanja	0,92	-0,45	0,48	0,91	-0,49	-0,003
Racio pokriva kamata NNT iz poslovanja		-52,72	65,37	64,82	-22,20	-0,16
Racio obrta poslovne imovine	0,60	0,61	0,66	0,92	0,92	0,84
Racio obrta fiksne imovine	1,16	1,24	1,33	1,88	2,03	1,52
Racio obrta obrtne imovine	1,23	1,21	1,33	1,86	1,72	1,73
Racio obrta kapitala	0,62	0,65	0,74	1,02	1,10	1,00
Stopa bruto poslovnog dobitka	61,70%	63,05%	40,19%	35,92%	40,65%	39,95%
Stopa neto poslovnog dobitka	-1,17%	6,84%	0,65%	8,14%	12,06%	15,42%
Racio neto profitne marže	0,05	0,04	0,04	0,08	0,11	0,13
Racio bruto profitne marže	0,04	0,04	0,04	0,08	0,11	0,15
<b>SAVREMENA MERILA</b>						
Dodata tržišna vrednost - MVA	-854.478.000	-480.335.664	-348.184.936	-663.056.000	-850.729.650	-1.531.359.250

*Izvor: Obrada autora na osnovu podataka Agencije za privredne registre i Agencije za privatizaciju*

*„Novosadska fabrika kabela“, Novi Sad*

„Novosadska fabrika kabela“, Novi Sad osnovana je 1922. godine kao deo evropskog koncerna za proizvodnju kablova Felten and Guilleaum. Delatnost preduzeća je proizvodnja ostalih elektronskih i električnih provodnika i kablova. Preduzeće je od jula 1998. godine registrovano kao akcionarsko društvo: 87,20% kapitala bilo je u društvenom vlasništvu, a preostali procenat kapitala u vlasništvu Fonda za razvoj Republike Srbije, Erste banke i DDOR, Novi Sad.

Preduzeće je u postupku restrukturiranja bilo od novembra 2003. godine, a Agencija za privatizaciju je juna 2006. godine donela odluku o pokretanju novog postupka restrukturiranja. Postupak restrukturiranja je okončan u martu 2010. godine, odnosno godinu dana nakon privatizacije preduzeća. Naime, Ugovor o prodaji kapitala Akcionarskog društva za proizvodnju kablova i

provodnika „Novkabel“, Novi Sad, metodom javnog tendera, zaključen je 23.01.2009. godine sa kupcem East Point Holdings Ltd. Cyprus. U skladu sa navedenim Ugovorom, prodato je 100% ukupnog društvenog kapitala subjekta privatizacije i 100% kapitala u vlasništvu Fonda za razvoj, što zajedno predstavlja 93,07% ukupnog registrovanog kapitala preduzeća.

**Tabela broj 9: Finansijski i tržišni podaci za preduzeće „Novkabel“, Novi Sad za period od 2008. godine do 2013. godine**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Prihodi od prodaje (u 000 dinara)	3.234.614	2.127.905	2.359.289	3.670.418	3.680.567	3.204.465
Poslovni prihodi (u 000 dinara)	3.439.015	2.099.418	2.452.502	3.729.780	3.786.036	3.157.785
Troškovi materijala (u 000 dinara)	2.472.454	1.678.586	2.048.086	3.014.856	3.063.833	2.654.148
Nabavna vrednost prodane robe (u 000 dinara)	1.099			9.016		1.220
Troškovi amortizacije (u 000 dinara)	53.281	52.465	73.167	65.096	162.948	161.336
Poslovni rashodi (u 000 dinara)	3.401.351	2.331.692	2.856.855	3.853.237	3.973.503	3.549.431
Poslovni gubitak/dobitak (u 000 dinara)	37.664	-232.274	-404.353	-123.457	-187.467	-391.646
Ukupni prihodi (u 000 dinara)	3.652.564	3.168.813	3.987.939	5.141.592	4.921.001	3.443.969
Rashodi kamata (u 000 dinara)	455.017	384.157	32.070	28.465	40.297	29.405
Ukupni rashodi (u 000 dinara)	4.363.754	3.150.581	3.587.909	5.034.757	4.871.483	3.959.816
Bruto gubitak/dobitak (u 000 dinara)	-711.190	18.232	400.030	106.835	49.518	-515.847
Neto gubitak/dobitak (u 000 dinara)	-711.203	18.232	400.030	100.469	49.518	-516.400
Poslovna imovina (u 000 dinara)	2.093.236	1.901.917	2.109.451	2.368.261	2.210.199	5.532.911
Stalna imovina (u 000 dinara)	756.533	738.126	665.510	1.204.574	1.176.451	4.475.819
Obrtna imovina (u 000 dinara)	1.336.703	1.163.791	1.443.941	1.163.687	1.028.226	1.057.092
Zalihe (u 000 dinara)	560.353	519.362	617.887	601.014	622.701	569.314
Gotovina i gotovinski ekvivalenti (u 000 dinara)	151.242	29.398	14.207	113.372	48.984	96.120
Aktivna vremenska razgraničenja (u 000 dinara)	11.507	6.619	11.289	14.697	17.343	13.250
Sopstveni kapital (u 000 dinara)						
Neraspoređeni dobitak (u 000 dinara)						
Ukupne obaveze (u 000 dinara)	6.080.088	5.912.642	6.157.014	5.786.452	5.505.745	5.831.804
Kratkoročne obaveze (u 000 dinara)	2.911.537	2.674.733	3.072.395	3.033.703	2.910.734	2.214.112
Neto novčani tok iz poslovanja (u 000 dinara)	66.565	-384.358	-328.625	140.939	171.481	70.038
Isplaćena dividenda (u 000 dinara)						
Dividenda po akciji						
Broj običnih akcija	330	2.597	4.732	4.732	4.732	10.570
Tržišna cena akcija na početku perioda		95.779	95.779	95.779	95.779	95.779
Tržišna cena akcija na kraju perioda		95.779	95.779	95.779	95.779	95.779
Dobitak pre kamate i poreza - EBIT (u 000 dinara)	-256.173	402.389	431.100	135.300	89.815	-486.442

Izvor: Agencija za privredne registre, [www.apr.rs](http://www.apr.rs), Agencija za privatizaciju, [www.priv.rs](http://www.priv.rs), Beogradska berza, [www.belex.rs](http://www.belex.rs)

Navedeno preduzeće nema sopstveni kapital, a dobitak koji je ostvaren samo u periodu od 2009. godine do 2012. godine, raspodeljen je za pokriće gubitaka ranijih godina, jer je preduzeće iz postupka restrukturiranja izašlo sa gubitkom iznad visine kapitala u iznosu od oko 4.000.000 hiljada dinara. Gubitak iznad

visine kapitala znatno je smanjen u 2013. godini, usled povećanja stalne imovine preduzeća, što je posledica izvršene procene fer vrednosti građevinskih objekata i zemljišta na dan 31.12.2013. godine. Efekat procene je povećanje vrednosti sredstava (nekretnine i zemljište) i revalorizacionih rezervi u iznosu od 3.459.553 hiljada dinara. Međutim, u godinama nakon prodaje, preduzeće posluje sa negativnim poslovnim rezultatom. Zahvaljujući prihodima od smanjenja obaveza koji u 2010. godini iznose 1.298.565 hiljada dinara, preduzeće ne samo da je ostvarilo dobitak, već je i značajno povećalo ukupni dobitak u odnosu na 2009. godinu. U 2011. godini prihodi od smanjenja obaveza su manji i iznose 478.291 hiljada dinara, a u 2012. godini 682.310 hiljada dinara.

**Tabela broj 10: Merila performansi preduzeća „Novkabel“, Novi Sad**

MERILA	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>MERILA PROFITABILNOSTI</b>						
Stopa prinosa na ukupna sredstva - ROA	-12,24%	21,16%	20,48%	5,71%	4,06%	-8,79%
<b>TRŽIŠNA MERILA</b>						
Dobitak po akciji - EPS	-2.155.160,61	7.020,41	84.537,19	21.231,83	10.464,50	-48.855,25
P/E ratio		13,64	1,13	4,51	9,15	-1,96
<b>RACIO BROJEVI</b>						
Opšti ratio likvidnosti	0,46	0,44	0,47	0,38	0,35	0,48
Rigorozni ratio I	0,05	0,01	0,005	0,04	0,02	0,04
Rigorozni ratio II	0,27	0,24	0,27	0,19	0,14	0,22
Neto obrtni kapital - NOK	-1.574.834	-1.510.942	-1.628.454	-1.870.016	-1.882.508	-1.157.020
Racio pokrića obrtne imovine	-1,18	-1,30	-1,13	-1,61	-1,83	-1,09
Racio pokrića залиha NOK-om	-2,75	-2,87	-2,59	-3,04	-2,94	-1,99
Racio pokrića kamata zaradom	-0,56	1,05	13,47	4,75	2,23	-16,54
Racio pokrića obaveza NNT iz poslovanja	0,01	-0,06	-0,05	0,02	0,03	0,01
Racio pokrića kamata NNT iz poslovanja	0,15	-1,00	-10,25	4,95	4,26	2,38
Racio obrta poslovne imovine	1,71	1,07	1,18	1,64	1,61	0,83
Racio obrta fiksne imovine	4,23	2,85	3,36	3,93	3,09	1,13
Racio obrta obrtne imovine	2,86	1,70	1,81	2,82	3,36	3,07
Stopa bruto poslovnog dobitka	29,85%	19,78%	17,14%	19,23%	19,62%	15,68%
Stopa neto poslovnog dobitka	1,16%	-10,92%	-17,14%	-3,36%	-5,09%	-12,22%
Racio neto profitne marže	-0,22	0,86	0,17	0,03	0,01	-0,16
Racio bruto profitne marže	-0,08	0,19	0,18	0,04	0,02	-0,15
<b>SAVREMENA MERILA</b>						
Dodata tržišna vrednost - MVA		248.738.063	453.226.228	453.226.228	453.226.228	1.012.384.030

*Izvor: Obrada autora na osnovu podataka Agencije za privredne registre i Agencije za privatizaciju*

Dana 25.09.2014. godine, Ugovor o prodaji kapitala navedenog subjekta privatizacije je raskinut.

„FKL“, Temerin

Ugovor o prodaji društvenog kapitala Fabrike kotrljajućih ležajeva i kardana „FKL“, Temerin, metodom javnog tendera, zaključen je 23.04.2009. godine sa kupcem Konzorcijumom lica koga čine ZAO Tehnika Servis Voronjež, Rusija i Dragan Rodić. Navedenim Ugovorom prodato je 70% celokupnog društvenog kapitala preduzeća, odnosno 62,95086% ukupnog registrovanog kapitala preduzeća. Preduzeće je organizovano kao akcionarsko društvo 2004. godine. Delatnost ovog subjekta privatizacije je proizvodnja kotrljajućih ležajeva, zupčanika, zupčastih prenosnika i pogonskih mehanizama. Pretežan proizvodni program čini proizvodnja ležajeva za široku potrošnju, automobilsku industriju, poljoprivrednu mehanizaciju, dok se proizvodni program kardana koristi u industriji kamiona, za poljoprivrednu mehanizaciju i za specijalne mašine po posebnim porudžbinama.

**Tabela broj 11: Finansijski i tržišni podaci za preduzeće „FKL“, Temerin za period od 2008. godine do 2013. godine**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Prihodi od prodaje (u 000 dinara)	936.363	816.089	1.770.011	2.156.074	1.301.562	1.170.785
Poslovni prihodi (u 000 dinara)	975.043	852.988	1.701.707	2.305.902	1.326.532	1.292.352
Troškovi materijala (u 000 dinara)	427.040	355.152	884.269	1.212.570	693.267	555.970
Nabavna vrednost prodate robe (u 000 dinara)	25.654	19.564	49.142	88.003	35.493	55.517
Troškovi amortizacije (u 000 dinara)	23.114	23.250	30.741	41.786	43.893	48.876
Poslovni rashodi (u 000 dinara)	959.373	755.657	1.556.910	2.089.784	1.289.519	1.178.072
Poslovni gubitak/dobitak (u 000 dinara)	15.670	97.331	144.797	216.118	37.013	114.280
Ukupni prihodi (u 000 dinara)	1.084.044	934.208	1.825.574	2.406.940	1.463.768	1.362.948
Rashodi kamata (u 000 dinara)	43.019	64.704	48.174	45.765	52.051	41.158
Ukupni rashodi (u 000 dinara)	1.079.214	932.571	1.761.148	2.321.169	1.459.746	1.339.755
Bruto gubitak/dobitak (u 000 dinara)	4.830	1.637	64.426	85.771	4.022	23.193
Neto gubitak/dobitak (u 000 dinara)	10.088	5.331	63.756	84.241	1.552	17.296
Poslovna imovina (u 000 dinara)	1.052.335	1.026.378	1.339.277	1.473.080	1.386.373	1.364.171
Stalna imovina (u 000 dinara)	270.324	248.419	294.194	343.578	366.258	367.900
Obrtna imovina (u 000 dinara)	782.011	777.959	1.045.083	1.129.502	1.020.115	996.271
Zalihe (u 000 dinara)	559.647	556.008	540.177	709.543	611.336	710.583
Gotovina i gotovinski ekvivalenti (u 000 dinara)	4.740	3.029	1.448	24.507	13.612	1.672
Aktivna vremenska razgraničenja (u 000 dinara)	76.292	49.919	44.703	58.813	36.975	28.904
Sopstveni kapital (u 000 dinara)	159.541	165.203	239.803	280.425	273.129	273.919
Neraspoređeni dobitak (u 000 dinara)	10.088	5.064			1.552	16.296
Ukupne obaveze (u 000 dinara)	881.388	857.668	1.091.724	1.181.144	1.103.611	1.108.485
Kratkoročne obaveze (u 000 dinara)	741.391	677.857	944.064	962.878	912.184	647.462
Neto novčani tok iz poslovanja (u 000 dinara)	-52.532	-28.194	-3.740	123.014	62.059	163.902
Isplaćena dividenda (u 000 dinara)		267	63.756	84.241		1.000.000
Dividenda po akciji		2,27	550	727,76		8,64
Broj običnih akcija	11.799	117.167	127.545	147.378	170.795	170.795
Tržišna cena akcija na početku perioda		1.362	1.362	1.300	1.300	1.300
Tržišna cena akcija na kraju perioda		1.362	1.300	1.300	1.300	1.450
Dobitak pre kamate i poreza - EBIT (u 000 dinara)	47.849	66.341	112.600	131.536	56.073	64.351

Izvor: Agencija za privredne registre, [www.apr.rs](http://www.apr.rs), Agencija za privatizaciju, [www.priv.rs](http://www.priv.rs), Beogradska berza, [www.belex.rs](http://www.belex.rs)

Prihodi od prodaje koje je preduzeće ostvarilo u posmatranom periodu, u prve dve godine nakon prodaje se povećavaju, a zatim se smanjuju, ali ne ispod nivoa koji je ostvaren u godini pre prodaje. Takođe, u posmatranom periodu preduzeće ostvaruje i ukupni i poslovni dobitak, pri čemu je u svim godinama nakon prodaje ostvaren veći poslovni dobitak u odnosu na 2008. godinu. Što se tiče ukupnog dobitka, on je u 2010. godini, 2011. godini i 2013. godini veći u odnosu na 2008. godinu, dok je u 2009. godini i 2012. godini manji.

**Tabela broj 12: Merila performansi preduzeća „FKL“, Temerin**

MERILA	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>MERILA PROFITABILNOSTI</b>						
Stopa prinosa na sopstveni kapital - ROE	6,32%	3,27%	26,59%	30,04%	0,57%	6,31%
Stopa prinosa na ukupna sredstva - ROA	4,55%	6,46%	8,41%	8,93%	4,04%	4,72%
<b>TRŽIŠNA MERILA</b>						
Dobitak po akciji - EPS	855,00	45,50	499,87	571,60	9,09	101,27
P/E racio		29,93	2,66	2,27	143,01	13,58
Racio plaćanja dividendi		0,05	1,00	1,00		0,06
Interna stopa rasta	96,00%	48,45%			11,00%	118,44%
Dividendni prinos običnih akcionara		0,17%	41,32%	55,98%		0,63%
Ukupan prinos akcionara - TSR		0,17%	44,93%	55,98%		-10,87%
<b>RACIO BROJEVI</b>						
Opšti racio likvidnosti	1,05	1,15	1,11	1,17	1,12	1,54
Rigorozni racio I	0,007	0,004	0,001	0,03	0,01	0,003
Rigorozni racio II	0,30	0,33	0,53	0,44	0,45	0,44
Neto obrtni kapital - NOK	140.620	100.102	101.019	166.624	107.931	348.809
Racio pokrića stalne imovine	0,59	0,67	0,82	0,82	0,75	0,74
Racio pokrića obrtne imovine	0,18	0,13	0,10	0,15	0,11	0,35
Racio pokrića zaliha NOK-om	0,22	0,17	0,17	0,22	0,17	0,47
Racio zaduženosti	5,52	5,19	4,55	4,21	4,04	4,05
Racio pokrića kamata zaradom	1,11	1,03	2,34	2,87	1,08	1,56
Racio pokrića obaveza NNT iz poslovanja	-0,06	-0,03	-3,84	0,11	0,05	0,15
Racio pokrića kamata NNT iz poslovanja	-1,22	-0,44	-0,08	2,69	1,19	3,98
Racio obrta poslovne imovine	0,89	0,79	1,50	1,53	0,91	0,85
Racio obrta fiksne imovine	3,46	3,15	6,52	6,76	3,67	3,19
Racio obrta obrtne imovine	1,20	1,05	1,94	1,98	1,21	1,16
Racio obrta kapitala	5,87	5,03	8,74	8,29	4,70	4,28
Stopa bruto poslovnog dobitka	55,78%	58,61%	43,41%	46,63%	45,93%	58,15%
Stopa neto poslovnog dobitka	1,67%	11,93%	8,18%	10,02%	2,84%	9,76%
Racio neto profitne marže	0,01	0,007	0,04	0,04	0,001	0,01
Racio bruto profitne marže	0,05	0,08	0,06	0,06	0,04	0,05
<b>SAVREMENA MERILA</b>						
Dodata tržišna vrednost - MVA		-5.621.546	-73.994.500	-88.833.600	-51.095.500	-26.266.250

*Izvor: Obrada autora na osnovu podataka Agencije za privredne registre i Agencije za privatizaciju*

„Kamenko Gagrčin“, Sombor (sada „Holcim agregati“, Popovac)

Navedeno preduzeće osnovano je 1977. godine, a delatnost mu je prevoz tereta unutrašnjim plovnim putevima. Pored prevoza, preduzeće se bavi i iskopavanjem peska i šljunka sa rečnog dna. Ugovor o prodaji kapitala DTD „Kamenko Gagrčin“, Sombor, metodom javnog tendera, zaključen je 03.06.2009. godine sa kupcem Holcim (Srbija) d.o.o. Popovac. U skladu sa navedenim Ugovorom, kupac je kupio 70% celokupnog društvenog kapitala preduzeća, odnosno 68,88763% ukupnog registrovanog kapitala.

**Tabela broj 13: Finansijski i tržišni podaci za preduzeće „Kamenko Gagrčin“, Sombor za period od 2008. godine do 2013. godine**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Prihodi od prodaje (u 000 dinara)	311.666	317.010	354.379	417.669	421.267	355.689
Poslovni prihodi (u 000 dinara)	352.141	362.976	362.273	489.129	422.521	362.113
Troškovi materijala (u 000 dinara)	132.174	79.582	106.052	145.924	130.374	100.752
Nabavna vrednost prodane robe (u 000 din)	103.929	83.890	63.089	131.953	62.229	76.322
Troškovi amortizacije (u 000 dinara)	478	12.884	102.855	75.917	48.897	59.232
Poslovni rashodi (u 000 dinara)	411.143	347.346	486.560	541.537	445.735	449.464
Poslovni gubitak/dobitak (u 000 dinara)	-59.002	15.630	-124.287	-52.408	-23.214	-87.351
Ukupni prihodi (u 000 dinara)	354.344	402.081	397.924	515.521	489.820	382.513
Rashodi kamata (u 000 dinara)	8.276	67.358	49.004	35.315	15.720	496
Ukupni rashodi (u 000 dinara)	425.003	428.492	580.598	624.211	521.417	477.229
Bruto gubitak/dobitak (u 000 dinara)	-70.659	-29.192	-182.674	-108.690	-31.597	-94.716
Neto gubitak/dobitak (u 000 dinara)	-71.416	-83.536	-176.920	-103.025	-48.842	-91.272
Poslovna imovina (u 000 dinara)	210.618	813.652	811.020	826.665	839.774	829.080
Stalna imovina (u 000 dinara)	117.609	722.448	724.718	753.133	716.804	681.807
Obrtna imovina (u 000 dinara)	92.865	91.204	83.806	72.470	121.406	146.147
Zalihe (u 000 dinara)	28.993	28.257	20.102	21.302	12.707	17.718
Gotovina i gotovinski ekvivalenti (u 000 dinara)	24	2.595	3.686	9.596	11.363	7.833
Aktivna vremenska razgraničenja (u 000 dinara)	278	164	4.215	1.530	2.854	2.167
Sopstveni kapital (u 000 dinara)		514.884	333.241	264.378	215.536	124.264
Neraspoređeni dobitak (u 000 dinara)						
Ukupne obaveze (u 000 dinara)	218.928	241.461	393.510	481.463	549.034	637.188
Kratkoročne obaveze (u 000 dinara)	213.402	239.864	357.495	421.556	181.270	186.147
Neto novčani tok iz poslovanja (u 000 din)	62.499	157.973	-95.216	-59.314	-15.157	-58.939
Isplaćena dividenda (u 000 dinara)						
Dividenda po akciji						
Broj običnih akcija	614	38.647	38.647	74.589	74.589	74.589
Tržišna cena akcija na početku perioda	2.005	2.005	2.005	2.005	2.005	2.005
Tržišna cena akcija na početku perioda	2.005	2.005	2.005	2.005	2.005	2.005
Dobitak pre kamate i poreza - EBIT (u 000 dinara)	-62.383	38.166	-133.670	-73.375	-15.877	-94.220

Izvor: Agencija za privredne registre, [www.apr.rs](http://www.apr.rs), Agencija za privatizaciju, [www.priv.rs](http://www.priv.rs), Beogradska berza, [www.belex.rs](http://www.belex.rs)



Ovo preduzeće u godinama nakon prodaje kapitala ostvaruje veće prihode od prodaje u odnosu na godinu pre prodaje. Što se tiče poslovnog i ukupnog rezultata poslovanja, osim u 2009. godini kada je ostvaren samo poslovni dobitak, u svim ostalim godinama je ostvaren gubitak, a njegova visina je različita po godinama. Najveći negativni rezultat poslovanja ostvaren je u 2010. godini. Vrednost poslovne i stalne imovina je u postprivatizacionom periodu značajno povećana, jer je u 2009. godini urađena procena fer vrednosti nepokretnosti i opreme, tako da je 31.12.2009. godine sadašnja vrednost osnovnih sredstava svedena na njihovu fer vrednost. Kratkoročne obaveze preduzeća su do 2011. godine veće, a u naredne dve godine manje, u odnosu na 2008. godinu.

**Tabela broj 14: Merila performansi preduzeća „Kamenko Gagrčin“, Sombor**

MERILA	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>MERILA PROFITABILNOSTI</b>						
Stopa prinosa na sopstveni kapital - ROE		-16,22%	-53,09%	-38,97%	-22,66%	-73,45%
Stopa prinosa na ukupna sredstva - ROA	-29,62%	4,69%	-16,48%	-8,88%	-1,89%	-11,36%
<b>TRŽISNA MERILA</b>						
Dobitak po akciji - EPS	-116.312,70	-2.161,51	-4.577,85	-1.381,24	-654,82	-1.223,67
P/E racio	-0,02	-0,93	-0,44	-1,45	-3,06	-1,64
<b>RACIO BROJEVI</b>						
Opšti racio likvidnosti	0,44	0,38	0,23	0,17	0,80	0,79
Rigorozni racio I	0,0001	0,01	0,01	0,02	0,06	0,04
Rigorozni racio II	0,30	0,26	0,18	0,12	0,60	0,70
Neto obrtni kapital - NOK	-120.537	-148.660	-273.689	-349.086	-59.864	-40.000
Racio pokrića stalne imovine		0,71	0,46	0,35	0,30	0,18
Racio pokrića obrtne imovine	-1,30	-1,63	-3,27	-4,82	-0,49	-0,27
Racio pokrića залиha NOK-om	-4,12	-5,23	-11,26	-15,29	-3,85	-2,01
Racio zaduženosti		0,47	1,18	1,82	2,55	5,13
Racio pokrića zarada kamatom	-7,54	0,57	-2,73	-2,08	-1,01	-189,96
Racio pokrića obaveza NNT iz poslovanja	0,29	0,67	-0,30	-0,14	-0,03	-0,06
Racio pokrića kamata NNT iz poslovanja	7,55	2,35	-1,94	-1,68	-0,96	-118,83
Racio obrta poslovne imovine	1,48	0,62	0,44	0,51	0,51	0,43
Racio obrta fiksne imovine	2,65	0,75	0,49	0,57	0,57	0,51
Racio obrta obrtne imovine	3,36	3,44	4,05	5,35	4,35	2,66
Racio obrta kapitala		0,62	0,84	1,40	1,76	2,09
Stopa bruto poslovnog dobitka	37,23%	62,93%	54,50%	50,58%	54,58%	52,02%
Stopa neto poslovnog dobitka	-18,93%	4,93%	-35,07%	-24,08%	-5,51%	-24,56%
Racio neto profitne marže	-0,23	-0,26	-0,50	-0,25	-0,12	-0,26
Racio bruto profitne marže	-0,20	0,12	-0,38	-0,18	-0,04	-0,26
<b>SAVREMENA MERILA</b>						
Dodata tržišna vrednost - MVA		-437.396.765	-255.753.765	-114.827.055	-65.985.055	25.286.945

Izvor: Obrada autora na osnovu podataka Agencije za privredne registre i Agencije za privatizaciju



„Elektroporcelan“, Arandelovac

„Elektroporcelan“, Arandelovac je osnovan kao društveno preduzeće 1954. godine, a od 1999. godine je organizovan kao akcionarsko društvo gde je društveni kapital većinski. Delatnost ovog subjekta privatizacije je proizvodnja izolatora i izolacionog pribora od keramike. Navedeno preduzeće se nalazilo u postupku restrukturiranja od jula 2006. godine, a postupak je okončan u februaru 2010. godine. Ugovor o prodaji društvenog kapitala AD Elektroporcelan industrija elektroporcelana, Arandelovac, metodom javnog tendera, zaključen je 28.09.2009. godine sa kupcem Konzorcijumom pravnih lica koji čine VTV-Makler d.o.o. Beograd, VTV-Insulators d.o.o. Beograd i OOO Kolor S.I.M. Ukrajina. Kupac je kupio 100% celokupnog iznosa društvenog kapitala preduzeća, odnosno 99,15723% ukupnog registrovanog kapitala preduzeća, što je predstavljeno sa 119.186 akcija.

**Tabela broj 15: Finansijski i tržišni podaci za preduzeće „Elektroporcelan“, Arandelovac za period od 2008. godine do 2012. godine**

	2008	2009	2010	2011	2012
Prihodi od prodaje (u 000 dinara)	109.064	113.900	387.569	351.020	203.584
Poslovni prihodi (u 000 dinara)	124.006	90.306	447.586	391.522	205.785
Troškovi materijala (u 000 dinara)	69.651	48.986	119.834	116.092	76.910
Nabavna vrednost prodate robe (u 000 dinara)	2.017	3.472	132.997	65.498	30.891
Troškovi amortizacije (u 000 dinara)	12.738	12.167	14.766	19.808	15.205
Poslovni rashodi (u 000 dinara)	239.417	194.205	443.398	392.441	280.599
Poslovni gubitak/dobitak (u 000 dinara)	-115.411	-103.899	4.188	-919	-74.814
Ukupni prihodi (u 000 dinara)	170.934	976.122	655.729	407.535	382.156
Rashodi kamata (u 000 dinara)	19.256	170.092	22.793	7.359	29.632
Ukupni rashodi (u 000 dinara)	319.973	416.827	806.743	474.422	363.516
Bruto gubitak/dobitak (u 000 dinara)	-149.039	559.295	-154.813	-71.276	16.221
Neto gubitak/dobitak (u 000 dinara)	-148.202	554.072	-157.500	-68.408	12.937
Poslovna imovina (u 000 dinara)	814.859	742.876	872.572	1.136.937	715.049
Stalna imovina (u 000 dinara)	301.648	293.436	299.356	297.152	288.130
Obrtna imovina (u 000 dinara)	513.211	449.440	570.378	833.719	424.498
Zalihe (u 000 dinara)	445.396	419.581	242.858	281.385	276.284
Gotovina i gotovinski ekvivalenti (u 000 dinara)	19.214	292	219	76	68
Aktivna vremenska razgraničenja (u 000 dinara)	555	40	540	452	16
Sopstveni kapital (u 000 dinara)					
Neraspoređeni dobitak (u 000 dinara)					
Ukupne obaveze (u 000 dinara)	1.573.124	941.846	1.280.720	1.340.913	868.853
Kratkoročne obaveze (u 000 dinara)	1.239.177	775.750	1.205.377	1.339.782	867.712
Neto novčani tok iz poslovanja (u 000 dinara)	-16.032	192.756	20.764	292.558	-358.101
Isplaćena dividenda (u 000 dinara)					
Dividenda po akciji					
Broj običnih akcija	1.013	120.199	120.199	125.824	125.824
Tržišna cena na početku perioda			273	273	273
Tržišna cena na kraju perioda			273	273	273
Dobitak pre kamate i poreza - EBIT (u 000 dinara)	-129.783	729.387	-132.020	-63.917	45.853

Izvor: Agencija za privredne registre, [www.apr.rs](http://www.apr.rs), Agencija za privatizaciju, [www.priv.rs](http://www.priv.rs), Beogradska berza, [www.belex.rs](http://www.belex.rs)

Prihodi od prodaje koje je ovo preduzeće ostvarilo u periodu od 2009. godine do 2013. godine su veći u odnosu na prihode od prodaje koji su ostvareni u 2008. godini, pri čemu su isti najveći u 2010. godini i 2011. godini. Poslovni dobitak preduzeće je ostvarilo samo u 2010. godini, a neto dobitak u 2009. godini i 2012. godini. Najveći poslovni gubitak ostvaren je u 2008. godini, a najveći neto gubitak u 2010. godini.

**Tabela broj 16: Merila performansi preduzeća „Elektroporcelan“, Arandelovac**

MERILA	2008	2009	2010	2011	2012
<b>MERILA PROFITABILNOSTI</b>					
Stopa prinosa na ukupna sredstva - ROA	-15,93%	98,18%	-15,13%	-5,62%	6,41%
<b>TRŽIŠNA MERILA</b>					
Dobitak po akciji - EPS	-146.300,10	4.609,62	-1.310,33	-543,68	102,82
P/E racio			-0,21	-0,50	0,66
<b>RACIO BROJEVI</b>					
Opšti racio likvidnosti	0,41	0,58	0,47	0,62	0,50
Rigorozni racio I	0,02	0,0004	0,0002	0,0001	0,0001
Rigorozni racio II	0,05	0,04	0,27	0,41	0,17
Neto obrtni kapital - NOK	-725.966	-326.310	-634.999	-506.063	-443.214
Racio pokriva obrtne imovine	-1,41	-0,73	-1,11	-0,61	-1,04
Racio pokriva zalih NOK-om	-1,63	-0,78	-2,61	-1,80	-1,60
Racio pokriva zarada kamatom	-6,74	4,29	-5,79	-8,69	1,55
Racio pokriva obaveza NNT iz poslovanja	-0,01	0,15	0,02	0,22	-0,32
Racio pokriva kamata NNT iz poslovanja	-0,83	1,13	0,91	39,76	-12,08
Racio obrta poslovne imovine	0,13	0,15	0,48	0,35	0,22
Racio obrta fiksne imovine	0,36	0,38	1,31	1,18	0,70
Racio obrta obrtne imovine	0,21	0,24	0,76	0,50	0,32
Stopa bruto poslovnog dobitka	47,99%	33,23%	50,25%	59,81%	48,13%
Stopa neto poslovnog dobitka	-105,82%	-91,22%	1,08%	-0,26%	-36,75%
Racio neto profitne marže	-1,36	4,86	-0,41	-0,19	0,06
Racio bruto profitne marže	-1,19	6,40	-0,34	-0,18	0,23
<b>SAVREMENA MERILA</b>					
Dodata tržišna vrednost - MVA			32.814.327	34.349.952	34.349.952

*Izvor: Obrada autora na osnovu podataka Agencije za privredne registre i Agencije za privatizaciju*

Dana 25.04.2013. godine, Ugovor o prodaji društvenog kapitala navedenog subjekta privatizacije je raskinut.

### **3.3. Analiza promena performansi**

U nastavku rada biće analizirana promena performansi na osnovu pokazatelja koji su dati u prethodnom delu rada za svako preduzeće pojedinačno.

MK „Rudnik eksport-import“ Gornji Milanovac

Stopa prinosa na ukupna sredstva – ROA je u 2005. godini, godini pre privatizacije, negativna (-14,79%) jer je preduzeće u toj godini ostvarilo gubitak u iznosu od 57.494 hiljada dinara. U 2006. godini, kada je preduzeće privatizovano, stopa prinosa na ukupna sredstva je viša, ali u negativnom smislu, u odnosu na 2005. godinu i iznosi -19,84%, s obzirom da je u navedenoj godini gubitak povećan na 76.566 hiljada dinara, pri relativno istoj vrednosti poslovne imovine. U sledeće dve godine stopa prinosa na ukupna sredstva je viša u odnosu na 2005. godinu i 2006. godinu: zbog manjeg gubitka u 2007. godini koji iznosi 36.780 hiljada dinara, stopa je i dalje negativna i iznosi -9,25%, a u 2008. godini je pozitivna zbog ostvarenog dobitka i iznosi 7,74%. U sledeće dve godine dolazi do pada stope prinosa na ukupna sredstva, ona ponovo postaje negativna i približno ista kao u godini pre privatizacije: u 2009. godini iznosi -14,07%, a u 2010. godini – 14,32%. Iako je u 2009. godini ostvaren najveći gubitak od 266.043 hiljada dinara, stopa prinosa na ukupna sredstva je približno ista kao u 2005. godini, s obzirom da u 2009. godini troškovi kamata iznose čak 210.689 hiljada dinara.

Kod navedenog preduzeća, osim u 2008. godini nema dobitka po akciji, već je za potrebe poređenja izračunat gubitak po akciji, koji je najveći u 2009. godini. S obzirom da preduzeće u 2005. godini nije imalo emitovane akcije, za tu godinu nije bilo moguće izračunati gubitak po akciji.

Što se tiče likvidnosti, racia opšte i rigorozne likvidnosti rastu u prve dve godine nakon privatizacije, u odnosu na 2005. godinu, a zatim padaju, tako da su njihove vrednosti ispod vrednosti racia u 2005. godini. Razlog navedenom je smanjenje vrednosti obrtne imovine i povećanje kratkoročnih obaveza, koje su u 2009. godini i 2010. godini više nego duplo veće u odnosu na kratkoročne obaveze u 2005. godini. Navedeno se odrazilo i na neto obrtni kapital preduzeća, koji je u svim posmatranim godinama negativan, a najveća negativna vrednost neto obrtnog kapitala je u 2009. godini i 2010. godini.

S obzirom da je neto obrtni kapital negativan, racija pokrića zaliha i obrtne imovine su takođe negativna. U 2006. godini vrednosti ovih racia su približno iste kao u 2005. godini, da bi u 2007. godini imali najbolje vrednosti. U periodu od 2008. godine do 2010. godine, vrednosti ovih racia se značajno povećavaju, ali u negativnom smislu. Sve do 2008. godine nema racia pokrića kamata zaradom jer preduzeće u periodu od 2005. godine do 2007. godine nema iskazane troškove kamata. Takođe, vrednosti ovih racia su negativne, osim u 2008. godini. Neto novčani tokovi iz poslovanja su u 2005. godini i 2006.

godini pozitivni, sa većom vrednošću u 2006. godini, dok su u periodu od 2007. godine do 2010. godine negativni, zbog čega su racia pokrića obaveza i kamata u navedenom periodu negativna.

Racia obrta poslovne, fiksne i obrtne imovine u svim godinama nakon privatizacije imaju veće vrednosti u odnosu na 2005. godinu. Vrednost imovine se nije značajnije menjala u odnosu na godinu pre privatizacije, pri čemu su prihodi od prodaje konstantno rasli nakon privatizacije i znatno su veći u odnosu na 2005. godinu. Isto važi i za stopu bruto poslovnog dobitka, pri čemu je ista najveća u 2007. godini. Stopa neto poslovnog dobitka je u celom posmatranom periodu negativna, jer je preduzeće u svim godinama ostvarilo poslovni gubitak.

Najniža stopa neto poslovnog dobitka (gubitka) je u 2010. godini, jer je u navedenoj godini ostvaren i najveći poslovni gubitak. Negativne stope neto poslovnog dobitka se u ostalim godinama nakon privatizacije smanjuju u odnosu na 2005. godinu, a najviša stopa neto poslovnog dobitka je ostvarena u 2007. godini, s obzirom da je preduzeće u navedenoj godini ostvarilo najveće prihode od prodaje i najmanji poslovni gubitak.

Racia neto i bruto profitne marže su takođe negativna, osim u 2008. godini. Racia neto profitne marže i bruto profitne marže imaju bolje vrednosti u godinama nakon privatizacije u odnosu na 2005. godinu, osim racija neto profitne marže u 2009. godini. Imajući u vidu da, kao što je već rečeno, navedeno preduzeće nema sopstveni kapital, dodata tržišna vrednost je jednaka tržišnoj vrednosti akcija. Tržišna cena akcija se u posmatranom periodu nije menjala, pri čemu se broj akcija u 2009. godini povećao za 57.342 akcije (sopstvene akcije preduzeća po osnovu izvršenja investicione obaveze iz Ugovora o prodaji).

#### „Radijator“, Zrenjanin

Imajući u vidu da se kod ovog preduzeća dobitak povećava u godinama nakon prodaje preduzeća, raste i stopa prinosa na sopstveni kapital, koja je najviša u 2012. godini i iznosi 14,72%, s obzirom da je u navedenoj godini ostvaren najveći dobitak. Slično je i sa stopom prinosa na ukupna sredstva, koja se takođe povećava u godinama nakon prodaje, sve do 2012. godine, kada je ostvarena negativna stopa prinosa na ukupna sredstva.

Navedeni rast dobitka, prati i rast dobitka po akciji. Što se tiče P/E racia, on se konstantno smanjuje tokom posmatranog perioda zbog pada tržišne cene akcija, koja je u 2006. godini iznosila 2.500,00 dinara, a krajem 2012. godine svega 480,00 dinara.

S obzirom da u posmatranom periodu preduzeće nije isplaćivalo dividende akcionarima, stopa zadržanog dobitka iznosi 100%. Imajući u vidu navedeno, kao i da je u 2010. godini i 2012. godini ostvaren najveći dobitak, interna stopa rasta je najveća u navedenim godinama.

Vrednost racia likvidnosti, i opšteg i rigoroznog, je dosta niža u godinama nakon prodaje, a razlog tome je značajno povećanje kratkoročnih obaveza preduzeća. Kratkoročne obaveze preduzeća su u 2006. godini iznosile 94.689 hiljada dinara, a u 2012. godini čak 1.455.460 hiljada dinara, tako da se vrednost opšteg racia likvidnosti sa 11,48 koliko je iznosila u 2006. godini smanjila na 1,32. Vrednost sva tri racia likvidnosti je najmanja u 2012. godini. Zbog povećanja obaveza preduzeća dolazi i do povećanja racia zaduženosti, koji je najveći u 2012. godini.

Neto obrtni kapital je u celom posmatranom periodu pozitivan, ali je manji u odnosu na 2006. godinu. Zbog njegovog smanjivanja tokom godina, vrednost racia pokrića obrtne imovine i zaliha konstantno se smanjuje i pored povećanja vrednosti obrtne imovine i zaliha. Racio pokrića stalne imovine se takođe smanjuje tokom godina, s obzirom da je rast vrednosti stalne imovine bio veći od rasta sopstvenog kapitala: stalna imovina se sa 458.611 hiljada dinara u 2006. godini povećala na 1.527.544 hiljada dinara u 2012. godini, dok se kapital povećao sa 1.316.523 hiljada dinara u 2006. godini na 1.839.312 hiljada dinara koliko je iznosio u 2012. godini.

Vrednosti racia pokrića kamata zaradom su u periodu od 2007. godine do 2011. godine veće u odnosu na godinu pre prodaje, 2006. godinu, pri čemu su najveće vrednosti ostvarene u 2007. godini (8,13) i 2010. godini (8,45): u 2007. godini zbog najmanjih rashoda kamata, a u 2010. godini zbog ostvarenog najvećeg dobitka. U 2012. godini vrednost ovog racia je negativna.

Neto novčani tok iz poslovanja je sve do 2010. godine bio negativan. U periodu od 2010. godine do 2012. godine je pozitivan i konstantno raste. Zahvaljujući tome, racia pokrića obaveza i kamata do 2010. godine imaju negativne vrednosti. Racia obrta imovine i kapitala su u periodu nakon prodaje približno

na istom nivou u odnosu na godinu pre prodaje. Najveće vrednosti racia obrta imovine ostvarene su u 2011. godini, a najmanje u 2009. godini. Najveća vrednost racia obrta kapitala ostvarena je u 2011. godini, a najmanja u 2007. godini.

Stopa bruto poslovnog dobitka je u godinama nakon prodaje niža u odnosu na godinu pre prodaje i najniža je u 2011. godini. Stopa neto poslovnog dobitka je takođe niža u odnosu na godinu pre prodaje, osim u 2010. godini kada je neznatno viša u odnosu na 2006. godinu.

Racio neto profitne marže je u periodu od 2008. godine do 2012. godine veći u odnosu na 2006. godinu, kao i racio bruto profitne marže, osim u 2012. godini kada je negativan.

Dodata tržišna vrednost se u posmatranom periodu smanjuje zbog pada tržišne cene akcija.

#### „Stari Tamiš“, Pančevo

Stopa prinosa na sopstveni kapital je u 2009. godini i 2010. godini niža u odnosu na 2008. godinu kada je kapital preduzeća prodat, dok je u periodu od 2011. godine do 2013. godine ova stopa viša, pri čemu je najviša u 2012. godini i iznosi 11,18%. Stopa prinosa na ukupna sredstva je samo u 2009. godini niža u odnosu na 2008. godinu, a najviša je u 2013. godini i iznosi 10,34%.

S obzirom na rast dobitka tokom godina, raste i dobitak po akciji, i pored povećanja broja običnih akcija. P/E racio je u periodu od 2009. godine do 2011. godine veći u odnosu na 2008. godinu, pri čemu je u 2008. godini i 2009. godini najveći: u 2008. godini vrednost ovog racija je iznosila 4,08, a u 2008. godini 20,20 i u 2009. godini 22,11. Nakon 2011. godine dolazi do pada ovog racia ispod vrednosti racija iz 2008. godine.

Racio plaćanja dividendi je u celom posmatranom periodu isti i iznosi 0,05, što je u vezi sa ugovornom obavezom kupca da najmanje 5% od ostvarene dobiti isplati akcionarima, ukoliko ta dobit nije morala da bude u potpunosti raspoređena na druge načine, u skladu sa Merodavnim pravom. Zbog navedenog, i stopa zadržanog dobitka je ista u svim godinama. Interna stopa rasta je u 2009. godini i 2010. godini niža u odnosu na 2008. godinu, dok je u periodu od 2011. godine do 2013. godine ova stopa viša u odnosu na 2008.

godinu. Dividendni prinos običnih akcionara i ukupan prinos akcionara se povećavaju iz godine u godinu i najveći su u 2013. godini. Opšta likvidnost preduzeća je manja u postprivatizacionom periodu u odnosu na 2008. godinu, kao i vrednosti rigoroznih racija likvidnosti. Samo je rigorozni racio likvidnosti II stepena u 2011. godini veći u odnosu na 2008. godinu.

Neto obrtni kapital, takođe raste u godinama nakon prodaje preduzeća, dok je vrednost racia pokriva obrtnu imovinu u istom periodu manja u odnosu na 2008. godinu. Racio pokriva zaliha je u 2009. godini i 2010. godini manji, a u 2011. godini, 2012. godini i 2013. godini veći u odnosu na 2008. godinu. Racio pokriva stalne imovine je takođe manji u godinama nakon prodaje u odnosu na 2008. godinu, osim u 2011. godini kada je isti kao u 2008. godini.

Kao što je već rečeno, obaveze preduzeća se povećavaju tokom godina, zbog čega raste i racio zaduženosti.

S obzirom da u 2008. godini preduzeće nije imalo rashode po osnovu kamata, za tu godinu nije bilo moguće izračunati racio pokriva kamata zaradom. U periodu od 2009. godine do 2013. godine ovaj racio se kreće u rasponu od 28,51 u 2012. godini do 57,69 u 2011. godini.

Neto novčani tok iz poslovanja je u 2008. godini pozitivan, kao i u 2010. godini i u 2011. godini, ali znatno veći u odnosu na 2008. godinu, dok je u ostalim godinama negativan. S obzirom na navedeno, i racia pokriva obaveza i kamata imaju negativne vrednosti u tim godinama.

Vrednosti racia obrta imovine (poslovne, fiksne i obrtne) i kapitala su u postprivatizacionom periodu veće u odnosu na 2008. godinu, pri čemu su najveće vrednosti ostvarene u 2011. godini i 2012. godini.

Stopa bruto poslovnog dobitka je u godinama nakon prodaje niža u odnosu na 2008. godinu, osim u 2009. godini kada je viša. Samim tim, najviša stopa bruto poslovnog dobitka ostvarena je u 2009. godini, odmah nakon prodaje preduzeća, a najniža u 2011. godini.

Imajući u vidu da je u 2008. godini ostvaren poslovni gubitak, stopa neto poslovnog dobitka je negativna. U periodu od 2009. godine do 2013. godine ova stopa je pozitivna, pri čemu je najviša u 2013. godini, s obzirom da je preduzeće u toj godini ostvarilo i najveći poslovni dobitak. Racia bruto i neto

profitne marže su u 2009. godini i 2010. godini niži, a u periodu od 2011. godine do 2013. godine viši u odnosu na 2008. godinu. Tržišna cena akcija se tokom perioda različito kretala, kao i dodata tržišna vrednost, ali je u svim godinama negativna.

#### „Novkabel“, Novi Sad

Kao što je već rečeno, preduzeće je u periodu od 2009. godine do 2012. godine ostvarilo dobitak, najveći u 2010. godini, dok je u 2008. godini i 2013. godini ostvaren gubitak, tako da je stopa prinosa na ukupna sredstva u periodu od 2009. godine do 2012. godine pozitivna, a u 2008. godini i 2013. godini negativna. Najviša stopa prinosa na ukupna sredstva ostvarena je u 2009. godini (21,16%), a najniža u 2008. godini (-12,24%).

Iz navedenih razloga u 2008. godini i 2013. godini, umesto dobitka po akciji, ostvaren je gubitak po akciji. Najveći dobitak po akciji ostvaren je u 2010. godini, s obzirom da je tada ostvaren i najveći dobitak.

Tržišna cena akcija se u periodu od 2009. godine do 2013. godine nije menjala i iznosila je 95.779,00 dinara. Najveći P/E ratio ostvaren je u 2009. godini, jer je u toj godini najmanji dobitak po akciji.

Opšti ratio likvidnosti je uglavnom bio na nivou racija iz 2008. godine, osim u 2009. godini, 2011. godini i 2012. godini kada je bio niži u odnosu na 2008. godinu. Rigorozni ratio likvidnosti je u 2010. godini bio isti kao i u 2008. godini, dok je u ostalim godinama bio niži u odnosu na 2008. godinu.

Neto obrtni kapital je u svim godinama negativan, kao i racija pokrića obrtne imovine i zaliha. Najmanja vrednost racija pokrića obrtne imovine je u 2012. godini, a najmanja vrednost racija pokrića zaliha je u 2011. godini. Racio pokrića kamata zaradom ima negativne vrednosti u 2008. godini i 2013. godini, a vrednost ovog racija najveća je u 2010. godini.

Neto novčani tok iz poslovanja je negativan samo u 2009. godini i 2010. godini. Osim u navedenim godinama, racija pokrića kamata i obaveza su veći u odnosu na 2008. godinu.



Vrednost racia obrta poslovne i stalne imovine je u svim godinama niža u odnosu na 2008. godinu, dok je vrednost racia obrta obrtne imovine samo u 2012. godini i 2013. godini veća u odnosu na 2008. godinu.

I stopa bruto poslovnog dobitka je u svim godinama nakon prodaje preduzeća niža u odnosu na 2008. godinu. Preduzeće je u svim godinama nakon prodaje ostvarilo poslovni gubitak, za razliku od 2008. godine kada je ostvaren poslovni dobitak. S obzirom na navedeno, u postprivatizacionom periodu je stopa neto poslovnog dobitka negativna, a najniža je u 2010. godini, jer je u toj godini ostvaren najveći poslovni gubitak.

Racia neto i bruto profitne marže imaju negativne vrednosti u 2008. godini i 2013. godini. Najveći racio neto i bruto profitne marže ostvaren je u 2009. godini.

Dodata tržišna vrednost je najmanja u 2009. godini, a najveća u 2013. godini, s obzirom da se tokom godina povećavao broj akcija po osnovu povećanja kapitala izvršenjem ugovorne obaveze investiranja. Dodata tržišna vrednost je, s obzirom da preduzeće nema sopstveni kapital, jednaka tržišnoj vrednosti akcija.

#### „FKL“, Temerin

Stopa prinosa na sopstveni kapital prati kretanje neto dobitka, tako da je ista u 2010. godini i 2011. godini viša u odnosu na 2008. godinu, a u ostalim godinama niža. Stopa prinosa na ukupna sredstva je samo u 2012. godini niža u odnosu na 2008. godinu. Najviše stope prinosa ostvarene su u 2011. godini, s obzirom da je u toj godini ostvaren i najveći dobitak.

Najmanji dobitak po akciji ostvaren je u 2012. godini jer je tada ostvaren najmanji dobitak u odnosu na sve ostale godine. U 2009. godini, na ime dividende akcionarima je isplaćeno 5% od ostvarene dobiti, u skladu sa ugovornom obavezom, dok je u 2013. godini isplaćen nešto veći procenat (6%). U 2010. godini i 2011. godini, celokupna ostvarena dobit isplaćena je akcionarima kroz dividendu, tako da u navedenim godinama nema interne stope rasta, ali su dividendni prinos običnih akcionara i ukupan prinos akcionara najveći.

Opšti racio likvidnosti, kao i rigorozni racio likvidnosti II stepena su u godinama nakon prodaje veći u odnosu na 2008. godinu, dok je rigorozni racio

likvidnosti I stepena samo u 2011. godini i 2012. godini veći u odnosu na 2008. godinu. Racio pokriva stalne imovine je u svim godinama nakon prodaje veći u odnosu na 2008. godinu, a racia pokriva obrtne imovine i zaliha su manji, osim u 2013. godini. Racio pokriva stalne imovine je najveći u 2010. godini i 2011. godini i iznosi 0,82.

Racio zaduženosti je u postprivatizacionom periodu manji u odnosu na godinu pre prodaje. Racio pokriva kamate zaradom je samo u 2009. godini i 2012. godini manji u odnosu na 2008. godinu, a vrednost ovog racia je najveća u 2011. godini i iznosi 2,87.

Neto novčani tok iz poslovanja je do 2010. godine negativan, a od 2010. godine pozitivan, sa najvećom vrednošću u 2013. godini. Navedeno se odnosi i na racia pokriva obaveza i kamata neto novčanim tokom iz poslovanja.

Racia pokriva poslovne, stalne i obrtne imovine su u periodu od 2010. godine do 2012. godine veći u odnosu na 2008. godinu, sa najvećim vrednostima u 2011. godini, dok su u 2009. godini i 2013. godini manji.

Stopa bruto poslovnog dobitka je samo u 2009. godini i 2013. godini viša u odnosu na 2008. godinu, dok je stopa neto poslovnog dobitka viša u svim godinama nakon prodaje preduzeća. Racio neto profitne marže je samo u 2010. godini i 2011. godini veći u odnosu na 2008. godinu i iznosi 0,04, dok je racio bruto profitne marže veći u svim godinama, osim u 2012. godini.

U 2009. godini tržišna cena akcija iznosi 1.362,00 dinara, u narednim godinama pada i iznosi 1.300,00 dinara, da bi nakraju 2013. godine dostigla najviši nivo – 1.450,00 dinara. Tokom posmatranog perioda, broj akcija se konstantno povećava, po osnovu izvršenja investicione obaveze iz Ugovora o prodaji. U celom postprivatizacionom periodu dodata tržišna vrednost je negativna.

#### „Kamenko Gagrčin“, Sombor

Preduzeće u 2008. godini nije imalo kapital, a od 2009. godine se konstantno smanjuje i najmanji je u 2013. godini. S obzirom na navedeno, kao i da je u celom posmatranom periodu ostvaren gubitak, stopa prinosa na sopstveni kapital je u svim godinama negativna, a najveća negativna vrednost je ostvarena u 2013. godini. Takođe, i stopa prinosa na ukupna sredstva je u svim

posmatranim godinama negativna, osim u 2009. godini, sa najvećom negativnom vrednošću u 2008. godini.

Najmanji gubitak po akciji ostvaren je u 2012. godini, s obzirom da je u navedenoj godini ostvaren najmanji gubitak. Imajući u vidu navedeno, kao i da je tržišna cena akcija u celom posmatranom periodu ista i iznosi 2.005,00 dinara, P/E racio ima najveću negativnu vrednost u 2012. godini. S obzirom da je preduzeće, kako je već navedeno, u svim godinama ostvarivalo gubitke, nije bilo zadržane dobiti, niti isplate dividendi akcionarima.

Likvidnost preduzeća se u prvim godinama nakon prodaje pogoršava i opšti racio likvidnosti i rigorozni racio likvidnosti II stepena je manji u odnosu na 2008. godinu, osim u 2012. godini i 2013. godini, kada je veći. Potpuno drugačija situacija je sa rigoroznim raciom likvidnosti I stepena, s obzirom da je on u postprivatizacionom periodu značajno veći u odnosu na 2008. godinu.

Neto obrtni kapital je u svim godinama negativan, kao i racia pokriva obrtne imovine i zaliha. Najbolje vrednosti tih racia ostvarene su u 2013. godini. Osim u navedenoj godini, i u 2012. godini je vrednost ovih racija bolja u odnosu na 2008. godinu.

S obzirom da se kapital iz godine u godinu smanjuje, i racio pokriva stalne imovine se smanjuje tokom godina. Za razliku od ovog racia, a zbog smanjenja kapitala i rasta obaveza preduzeća, racio zaduženosti se povećava tokom godina.

Neto novčani tok iz poslovanja je samo u 2008. godini i 2009. godini pozitivan, kao i racia pokriva obaveza i kamata. Racio pokriva kamata zaradom pozitivnu vrednost ima samo u 2009. godini, ali osim u 2013. godini, vrednosti ovog racija su bolje u odnosu na 2008. godinu.

Racio obrta poslovne i stalne imovine je u svim godinama manji u odnosu na godinu pre prodaje, s obzirom na značajno veću vrednost poslovne i stalne imovine u tim godinama. Racio obrta obrtne imovine je samo u periodu od 2010. godine do 2012. godine veći u odnosu na 2008. godinu. Najmanju vrednost ovaj racio ima u 2013. godini (2,66), a najveću u 2011. godini (5,35). Vrednost racia obrta kapitala se tokom godina povećava, tako da je najmanji u 2009. godini (0,62), a najveći u 2013. godini (2,09).

Stopa bruto poslovnog dobitka je viša u postprivatizacionom periodu u odnosu na 2008. godinu, kada je iznosila 37,32%, i kreće se u rasponu od 50,58% u 2011. godini do 62,93% u 2009. godini. Stopa neto poslovnog dobitka je samo u 2009. godini pozitivna, a u ostalim godinama je niža u odnosu na 2008. godinu.

Racia neto i bruto profitne marže u svim godinama imaju negativne vrednosti, osim racia bruto profitne marže koji ima pozitivnu vrednost u 2008. godini. U odnosu na 2008. godinu, bolje vrednosti racia neto profitne marže ostvarene su samo u 2012. godini, a vrednosti racia bruto profitne marže, pored 2009. godine, i u 2011. godini i u 2012. godini.

Negativna vrednost dodate tržišne vrednosti se tokom godina konstantno smanjuje, da bi u 2013. godini postala pozitivna.

#### „Elektroporcelan“, Arandjelovac

Stopa prinosa na ukupna sredstva je u 2009. godini i 2012. godini pozitivna, s obzirom da je u tim godinama ostvaren pozitivan rezultat. Stopa prinosa na ukupna sredstva u 2009. godini iznosi čak 98,18% jer je u toj godini dobitak iznosio 554.072 hiljada dinara. Iz navedenih razloga, jedino u navedenim godinama imamo ostvaren dobitak po akciji, a P/E racio je pozitivan.

Opšti racio likvidnosti i rigorozni racio likvidnosti II stepena ima veće vrednosti u godinama posle prodaje u odnosu na 2008. godinu. Najveću vrednost opšti racio likvidnosti ima u 2011. godini – 0,62, a najmanju u 2008. godini – 0,41, dok najveću vrednost rigorozni racio likvidnosti II stepena ima takođe u 2011. godini – 0,41, a najmanju u 2009. godini – 0,04.

Sa druge strane, rigorozni racio likvidnosti I stepena u godinama nakon prodaje ima manje vrednosti u odnosu na 2008. godinu.

Neto obrtni kapital je u svim godinama negativan, kao i racia pokrića obrtne imovine i zaliha. Racio pokrića obrtne imovine ima bolje vrednosti nakon prodaje u odnosu na 2008. godinu, a racio pokrića zaliha samo u 2009. godini i 2012. godini.

Racio pokrića kamate zaradom ima pozitivne vrednosti u 2009. godini i 2012. godini, a najveću negativnu vrednost ima u 2011. godini (– 8,69).

Neto novčani tok iz poslovanja je negativan u 2008. godini i 2012. godini, pa je u tim godinama i racio pokriva obaveza i kamata NNT negativan. Najbolje vrednosti ovi raciji imaju u 2011. godini, s obzirom da je u toj godini ostvaren najveći neto novčani tok iz poslovanja. Racia obrtna poslovne, stalne i obrtne imovine su u postprivatizacionom periodu veći u odnosu na 2008. godinu, a najveće vrednosti imaju u 2010. godini.

Stopa bruto poslovnog dobitka je, osim u 2009. godini, veća u godinama nakon prodaje u odnosu na 2008. godinu, a najviša je u 2011. godini i iznosi 59,81%. Stopa neto poslovnog dobitka je pozitivna samo u 2010. godini, jer je samo u toj godini ostvaren poslovni dobitak, ali je ista, iako negativna, bolja u svim godinama u odnosu na 2008. godinu.

Racio bruto i neto profitne marže je negativan u svim godinama, osim u 2009. godini i 2012. godini, ali takođe u odnosu na 2008. godinu imaju bolje vrednosti.

S obzirom da preduzeće nema sopstveni kapital, Dodata tržišna vrednost je pozitivna i jednaka tržišnoj vrednosti akcija. S obzirom da u 2011. godini i 2012. godini preduzeće ima veći broj običnih akcija u odnosu na 2010. godinu, i Dodata tržišna vrednost je veća u tim godinama. Broj običnih akcija se povećao usled povećanja kapitala po osnovu izvršene investicione obaveze.

### **3.4. Finansijski konsalting kao podrška privatizovanim preduzećima**

U savremenim savremenim uslovima poslovanja kompanijama je potrebno da unaprede sposobnost organizovanja svoje interne komunikacije, rada i procesa znanja, da kontinuirano podržavaju menadžment kroz edukaciju i širenje inovacija.<sup>114</sup> Konsultantske intervencije su upravo fokusirane na efikasno upravljanje znanjem organizacije klijenta.<sup>115</sup> Međutim, u Srbiji su preduzeća dugi niz godina poslovala na principima koji nisu bili zasnovani na tržišnim zakonitostima. Zbog toga je lokalna ekonomija zaostajala u odnosu na tržišne

---

<sup>114</sup> **Mihailović, B.,** Popović, V., **Radosavljević, K.** (2020): „Consulting as a Factor of Improving the Educational Potentials of Managers in Serbia“. *LIMES+*, No. 3/2020, Časopis za društvene i humanističke nauke, str. 151.

<sup>115</sup> Cvijanović, D., **Mihailović, B.,** Vukotić, S. (2016): *Marketing i konsalting u funkciji razvoja turizma Srbije*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd, str. 10.

privrede. Utvrđeno je da sprovođenje samo manjih promena u vlasničkoj strukturi i postojećim imovinskim odnosima nije dovelo do povećanja efikasnosti poslovanja. Ipak, težnja ka korporativnom uspehu i sve veća konkurencija podstakli su srpska preduzeća da primenjuju poslovne prakse vođene tržišnim principima. Konkurentsko okruženje se sastoji od svih organizacija koje pokušavaju da opslužuju slične korisnike.<sup>116</sup> U konkurentskom okruženju, da bi opstala, preduzeća moraju neprestano da se menjaju i razvijaju.<sup>117</sup> Shodno tome, namera je da se ispita uloga finansijskog konsaltinga u poslovanju preduzeća u Republici Srbiji, s posebnim osvrtom na to kako korišćenje finansijskog konsaltinga ubrzava proces transformacije i skraćuje trajanje krize, neizvesnosti i čekanja, sve od čega zavisi oporavak preduzeća i njegov dugoročni oporavak. U tom kontekstu, finansijski konsalting se razmatra kao komponenta koja pomaže u procesima transformacije omogućavajući preduzeću pristup adekvatnom finansijskom znanju, podacima i iskustvima drugih. Ovo je složeno područje koje zahteva finansijskog savetnika sa stručnim znanjem, poslovnim umećem, objektivnošću i etičkim načelima. Istraživanja pokazuju da većina kupaca nastoji da kupuje od kompanija koje doživljavaju kao društveno odgovorne sa stanovišta daljeg razvoja društva i njihovog etičkog ponašanja prema zajednici.<sup>118</sup> Pretpostavka koncepta društveno odgovornog poslovanja je dobrovoljno usvajanje mera koje doprinose rešavanju društvenih i ekoloških problema. Radi se o strateškom pristupu društvu i partnerskom odnosu prema ostalim kompanijama u okruženju.<sup>119</sup>

---

<sup>116</sup> Cvijanović, D., **Mihailović, B.** (2010): *Menadžment i marketing uslužnog sektora*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd, str. 29.

<sup>117</sup> **Mihailović, B.**, Cvijanović, D., Kuzman, B. (2014): *Challenges of management consulting in modern business of agricultural enterprises*, Monograph, Institute of agricultural economics, Belgrade, Serbia, str. 25.

<sup>118</sup> Chroneos-Krasavac, B., Karamata, E., Soldić-Aleksić, J., & **Radosavljević, K.** (2021): „Some Aspects of Corporate Social Responsibility and Company Reputation: Evidence from Serbian Business Environment“. *Management: Journal of Sustainable Business & Management Solutions in Emerging Economies*, 26(3), str. 47-60.

<sup>119</sup> **Mihailović, B.**, Paraušić, V., Hamović, V. (2007): "Ekološki menadžment konsalting i zaštita sredine", *Ekonomika poljoprivrede*, broj 1/2007., Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd, str. 94.

Afirmacija tržišnog poslovanja u Srbiji nametnula je nova pravila u društvu i ekonomiji. Takve promene su odličan preduslov za razvoj konsalting sektora. Preduzeća pokušavaju da unaprede konkurentnost kroz usvajanje novih proizvoda, tehnologija i usluga.<sup>120</sup> Naime, svako preduzeće teži rastu i povećanju prodaje i profita kako bi obezbedilo svoju dugoročnu održivost. Široko prihvaćeno verovanje, koje je ipak tačno, jeste da preduzeće koje ne želi da raste i stabilizuje se, ili je „kao biljka, osuđeno na propast na duže staze“ ili će ga jači konkurenti izbaciti sa tržišta. U takvim uslovima, savremene tržišne privrede zahtevaju pravovremene i integrisane finansijske informacije.

Upravo je ta potreba dovela do formiranja finansijskog konsaltinga kao specijalizovane aktivnosti koja pomaže menadžerima preduzeća da se suoče sa novim poslovnim izazovima za koje nemaju neophodne menadžerske veštine, znanje ili iskustvo. Da bi došlo do transfera konsultantskog znanja i razvoja menadžerskih veština i sposobnosti neophodno je da budu ispunjeni određeni uslovi. Pre svega, najbitniji su poslovni integritet i kompetentnost konsultanta.<sup>121</sup> Vrsta problema sa kojima su se naša preduzeća susrela predstavlja još jedan razlog zašto je finansijski konsalting neophodan.

Drugim rečima, posebno u kontekstu globalnog poslovanja, radi se o transformacionim procesima u kojima standardna rešenja, poznata do sada, možda nisu primenljiva. Istovremeno, došlo je do značajnog proširenja opsega suprotstavljenih interesa, što je dodatno zakomplikovalo proces pronalaženja h rešenja. Kao rezultat, samo spoljašnji finansijski konsultanti mogu delovati efikasno jer su neutralni i objektivni, što im omogućava lakše prepoznavanje problema i formulisanje ideja na osnovu kojih mogu razviti konkretne preporuke. U praksi se često formiraju timovi sastavljeni od bankarskog osoblja, eksternih konsultanata i menadžmenta preduzeća. Konsultant mora da bude stručan, informisan, objektivan, a u mnogim slučajevima i dobar psiholog, kako bi, kroz dijalog sa zaposlenima u preduzeću, pronikao u suštinu

---

<sup>120</sup> **Mihailović, B.** (2011): *Razvoj konsultantskih usluga u Srbiji i njihov uticaj na performanse preduzeća u agrokompleksu*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede Beograd, str. 17.

<sup>121</sup> **Mihailović, B., Cvijanović, D., Kuzman, B.** (2014): *Challenges of management consulting in modern business of agricultural enterprises*, Monograph, Institute of agricultural economics, Belgrade, Serbia, стр. 9.

problema.<sup>122</sup> Istovremeno, organizacije treba da se pozabave izazovima brzine, pogodnosti i pouzdanosti.<sup>123</sup>

Kako je već potvrđeno da je najvažniji aspekt u izbegavanju krize da se uoči i prizna postojanje problema, zaključak je da je za to najpotrebniji metod opomene preduzeća da problem postoji, kao i uspešan sistem merenja promena finansijskog zdravlja preduzeća.<sup>124</sup> Dosadašnje iskustvo je pokazalo da se konsultanti uglavnom fokusiraju na preduzeća koja se suočavaju sa krizom strategije ili uspeha. Konsultanti retko rade sa preduzećima koja se suočavaju sa problemima likvidnosti ili su podložna zakonima o insolventnosti. Strah od gubitka novca i ugleda često se navodi kao objašnjenje za ove pojave.<sup>125</sup> Tri različita oblika konsaltinga razvijena su za upotrebu u razvijenim tržišnim privredama.<sup>126</sup>

- Model kupovine ekspertize. U ovom modelu klijent sam dijagnostikuje problem i bira pravac delovanja za njegovo rešavanje. Klijent zatim angažuje konsultanta za koga smatra da može pomoći. Zadatak konsultanta je da izvrši unapred određeni zadatak, koji obično podrazumeva pružanje znanja ili informacija koje klijent trenutno nema. U suštini, klijent samo kupuje stručnu ekspertizu konsultanta.
- Paradigma doktor-pacijent. U ovom modelu konsaltinga, klijent shvata da postoji problem, ali ne zna ni uzrok ni rešenje. Na konsultantu je da identifikuje problem i predloži rešenje. Klijent je odgovoran za implementaciju saveta konsultanta u rešavanju problema. Dakle,

---

<sup>122</sup> **Mihailović, B.**, Brzaković, T. (2018): *Knowledge and Innovation Transfer in Agribusiness*, monograph, Institute of Agricultural Economics, Belgrade, str. 5.

<sup>123</sup> **Radosavljević, K.** (2017), "Kanali marketinga i konkurentnost kukuruza u Srbiji", *Management: Journal of Sustainable Business and Management Solutions in Emerging Economies*, FON, Vol 22, No 1 (2017), str. 59-70.

<sup>124</sup> Milojević, S. (2011): "Tehnike za rano otkrivanje signala latentne krize preduzeća", *Škola biznisa*, 1, str. 123-137.

<sup>125</sup> Senić, R. (1996): *Krizni Menadžment*, Biblioteka Dijalozi, Beograd., str. 455.

<sup>126</sup> Janićijević, N. (1992): „Uloga konsultanata u organizacionim promenama i razvoju“, *Zbornik radova Privredni sistem i efikasnost poslovanja preduzeća u uslovima svojinske transformacije*, Univerzitet u Nišu, Niš, str. 39.



„pacijent“ ima mogućnost da odluči da li će „uzeti lek“ nakon što konsultant samo identifikuje „uzrok bolesti“ i preporuči odgovarajući „lek“.

- Model procesnog konsaltinga. Ovaj tip konsaltinga zasnovan je na pretpostavci da klijent ima problem koji će trajati tokom čitavog procesa konsultacija. Umesto da pokuša da reši problem umesto klijenta, konsultant treba da mu pomogne da ga reši sam. Drugim rečima, zadatak konsultanta je da pomogne klijentu da postane veštiji u rešavanju problema pre nego što se problem stvarno adresira. U ovom slučaju, postoji zajednička odgovornost za uspeh konsaltinga. Konsultant mora jasno staviti do znanja klijentu, još pre nego što se potpiše ugovor o saradnji, da neće rešavati problem umesto njih, već će im pomoći da ga sami reše. Konsultant treba da pomogne klijentu da postavlja nova pitanja, umesto da odgovara na ona koja klijent ne može sam da reši. Fokus je ovde više na sposobnosti konsultanta da unapredi procese učenja i rešavanja problema kod klijenta, nego na njegovom iskustvu (istočnjačka poslovica kaže: „Daj čoveku ribu, nahranićeš ga za jedan dan; nauči čoveka da peca, nahranićeš ga za ceo život“).

Pružanje usluge cilja na uspostavljanje odnosa sa korisnicima, povećanje njihovog zadovoljenja, promenu strukture troškova tokom vremena, izgradnju veće lojalnosti sa korisnicima, i na kraju - na poboljšanje učinka tako što će se povećati prihod.<sup>127</sup> Da bi se osiguralo da se formula za uspeh može primeniti u svakoj situaciji, postoji tendencija da se standardizuju postupci konsultanta. Naravno, to olakšava rad konsultanta, ali ključno pitanje je da li ovaj metod rešavanja problema donosi rezultate?<sup>128</sup> Prema istom izvoru, nije prikladno primenjivati jedno univerzalno rešenje na sve buduće angažmane. Konkretno, konsultantovo prethodno iskustvo treba da bude temelj njegove prilagodljivosti, pa čak i kreativnosti u budućim projektima. Pri tome, konsultanti koriste

---

<sup>127</sup> Cvijanović, D., **Mihailović, B.**, Vukotić, S. (2016): *Marketing i konsalting u funkciji razvoja turizma Srbije*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd, str. 23.

<sup>128</sup> **Mihailović, B.** (2007): *Uloga konsaltinga u restrukturiranju preduzeća u tranziciji*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd, str. 16.

različite instrumente. Najviše se koriste: »SWOT« matrica,<sup>129</sup> matrica šansi i opasnosti, lanac iskustva, instrumenti finansijske analize i kriva iskustva. Neophodno je stvoriti atmosferu organizacije koja uči, tj. od zaposlenih formirati obučene i kreativne ljude. Pogrešno je posmatrati zaposlene samo kao izvršioce radnih naloga.<sup>130</sup> Istovremeno, konstantna primena jednog rešenja dovodi do pojave poznate kao „uspeh rađa neuspeh“. Iz toga možemo zaključiti da prilikom angažovanja konsultanta mora biti primenjen situacioni pristup, koji zahteva primenu veština u stvarnim poslovnim okolnostima. Samo ukoliko je konsultant upoznat sa konkretnim okolnostima unutar organizacije, moguće je pružiti odgovarajuće konsultantske usluge. Organizacija mora da bude adaptabilna u smislu da prilagođava svoju strukturu sa promenama u okruženju i strategiji.<sup>131</sup>

### *3.4.1. Svrha i priroda finansijskog konsaltinga*

Jedna definicija finansijskog konsaltinga glasi da stručnjaci pomažu menadžmentu preduzeća da analizira i rešava stvarne finansijske probleme. Time se omogućava prenos efikasnog sistema upravljanja iz jednog preduzeća u drugo ili iz jedne organizacije u drugu.<sup>132</sup> Primarni razlog zbog kojeg je konsalting neophodan su promene. U aktuelnim uslovima, vlasništvo preduzeća, poslovne operacije, tržište, organizaciona struktura i struktura finansiranja postaju ciljevi ovih drastičnih i višestrukih promena. Izboru konsultanta treba posvetiti posebnu pažnju, tim pre što u privredi Srbije informisanost o kriterijima za izbor konsultantskih usluga nije na naročito visokom nivou. Determinisanje osnovnih faktora izbora konsultanata u Srbiji

---

<sup>129</sup> Krasavac-Chroneos B., Radosavljević K., Bradić-Martinović A. (2018): “SVOT analiza ruralnog turizma kao kanala marketinga za poljoprivredne proizvode u Srbiji”, *Ekonomika poljoprivrede*, br. 65/4, 2018, str. 1573-1584.

<sup>130</sup> Mihailović, B., Radosavljević, K., Popović, V. (2021): “Business consulting as a factor of knowledge improvement in human resources management“. *International Journal* Vol. 47 for the 32nd international scientific conference KNOWLEDGE FOR DEVELOPMENT, 19-22.08.2021, Hotel Biser, Ohrid Lake, Struga, Republic of N. Macedonia, str. 31.

<sup>131</sup> Mihailović, B. (2007): *Formulisanje strategije preduzeća*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd, str. 39.

<sup>132</sup> Živanović, N. (1994): „Strukturiranje poželjne konsalting pomoći preduzećima u krizi“, *Poslovna politika*, jun, str 37.

nameće se po prirodnom pravu.<sup>133</sup> Proces izbora konsultanta počinje definisanjem zahteva konsultantskog zadatka i kriterijuma uspešnosti zadatka. Zadatak konsultanta je da identifikuje i analizira problem u određenoj organizaciji, a zatim predloži odgovarajući tok delovanja. Konsultant takođe pomaže preduzeću u implementaciji tih predloga. Konsultant je stručnjak koji nudi savete, a njegovo iskustvo, obrazovanje i dubinsko poznavanje specifične situacije omogućavaju mu da pruži podršku preduzeću koja mu je potrebna. Angažovanje konsultanta uslovljeno je okolnostima u preduzeću, koje se mogu okarakterisati kao nezadovoljavajuće, ali sa stvarnim potencijalom za promene.

Osnovna ideja finansijskog upravljanja proističe iz činjenice da preduzeće u većini slučajeva može izmirivati svoje obaveze isključivo gotovinom. Kada prilivi gotovine preduzeća nisu dovoljni da pokriju troškove dospelih obaveza, postaju vidljivi finansijski problemi. Nakon što su analizirali različite vrste finansijskih poteškoća i moguće načine njihovog rešavanja, Giroux i Wiggins zaključuju da ne postoji univerzalno rešenje, te da najbolji način za prevazilaženje finansijskih poteškoća zavisi od faktora koji su doveli do krize, kao i od njenog intenziteta (nivoa rizika za preduzeće).<sup>134</sup> Višegodišnje krize lokalne ekonomije uzrokovale su opadanje sposobnosti preduzeća da akumuliraju finansijska sredstva. U takvoj situaciji ne postoji ni kritična masa sredstava potrebna za sprovođenje investicionih operacija, niti spremnost na preuzimanje povezanih finansijskih rizika.<sup>135</sup> Najvažniji pokretači razvoja konsultantskog tržišta u Centralnoj i Jugoistočnoj Evropi su privatizacija i reorganizacija državnih preduzeća,<sup>136</sup> proširenje EU na istočni region i

---

<sup>133</sup> **Mihailović, B.**, Birmančević, B., Obradović, M. (2014): "The selection factors of consultants in Serbian agro-sector", *Economics of Agriculture*, Year 61, No. 1 (1-268) 2014, Belgrade, The Balkan Scientific Association of Agrarian Economists, Institute of Agricultural Economics, Belgrade, Academy of Economic Studies, Bucharest, str. 149-162.

<sup>134</sup> Giroux, G. A., Wiggins, C. E. (1983). *Chapter XI and corporate resuscitation. Financial Executive*, str. 36-41.

<sup>135</sup> **Mihailović, B.**, Subić, J., Cvijanović, D. (2007): „Makroeconomic's indicators of investments moving in Serbia at period 2000-2005“, Simpozionul Internațional *Investițiile și Relansarea Economică*, Ediția a VII-a, SYMPOSIUM ON INVESTMENTS AND ECONOMIC RECOVERY, 25-27 Mai 2007., București, Academia de Studii Economice din București, Facultatea Management, Catedra de Eficiență Economică, p. 26.

<sup>136</sup> **Mihailović, B.** (2012): „Development of consulting services in Europe: An analysis“, *Teme*, 36(1), 137-151.

liberalizacija nacionalnih tržišta.<sup>137</sup> Razvoj finansijskog konsaltinga u našoj zemlji usklađen je sa trendom unapređenja tržišne ekonomije. U postupcima pre privatizacije, finansijski konsalting je neophodan za utvrđivanje fer vrednosti preduzeća koje se privatizuje. Pored procene kapitala, odnosno vrednosti preduzeća i pomoći u privatizaciji, potrebne su i druge vrste konsaltinga koje se odnose na:<sup>138</sup>

- Procena stručnosti, poznata i kao forenzička ekspertiza, odnosi se na nadgledanje tehnike i metode procene, kao i na transakcije koje uključuju procenjeni kapital putem posredovanja u akcijskom kapitalu. Najveće multinacionalne revizorske i konsultantske firme nude procenu stručnosti kao jednu od svojih usluga. Ako forenzička analiza pokaže da su postojale anomalije u bilo kojoj fazi transformacije preduzeća, stvari se vraćaju na početak.
- Integracije i preuzimanja kompanija privlače mnogo pažnje javnosti jer su to događaji koji se ne dešavaju često u poslovanju firmi. Ove finansijske transakcije uključuju finansijske i druge konsultante, poput banaka, investicionih i komercijalnih, revizorskih, brokerskih i pravnih firmi, između ostalih.
- Emisija kapitala putem akcija je složen proces sa više uključenih strana. Glavni akteri su: Komisija za hartije od vrednosti, kandidati za emisiju kapitala, investicione banke ili jemci, ovlašćeni revizori i drugi oblici poslovnih konsultanata.

Konsultantske usluge su prilagođene specifičnim fazama promena. Konsultacije se obavljaju nakon svakog koraka procesa privatizacije kompanija, od planiranja do pomoći pri prodaji, kao i savetima u period nakon privatizacije. Konsultacije obuhvataju različite međusobno povezane zadatke koji se oslanjaju na sposobnost preduzeća da ulaže i stanje investicionog okruženja. Sposobnost privatizovanih preduzeća da ulažu će se povećati nakon što dobiju konsultantsku podršku u procesu privatizacije. Tada preduzeća preduzimaju korake kako bi obezbedila svoj dalji uspeh, poput povećanja kapitala ili završetka procedura integracije i preuzimanja. Potražnja na tržištu za konsultantskim uslugama određuje ponudu konsultantske firme. Pored toga,

---

<sup>137</sup> Mihailović, B., Radosavljević, K., & Popović, V. (2021): „Development factors of management consulting in Serbia“, *Ekonomika preduzeća*, 69(7-8), 414-421.

<sup>138</sup> Đuričin, D. (1999): „Kako izbeći tranzicionu kratkovidost“, *Ekonomika preduzeća*, br. 11-12, str. 198-204.

ponuda zavisi od sposobnosti konsultantske firme da angažuje relevantno osoblje. Najvažnije karakteristike konsultanata su njihovo iskustvo i stručnost, koje omogućavaju ispunjenje želja klijenata.

### *3.4.2. Komponente finansijsko-računovodstvene analize*

U zavisnosti od zadataka i metoda koji se koriste u računovodstvu, u profesionalnoj literaturi mogu se naći različite definicije pojma računovodstvo. Odbor za terminologiju Američkog instituta javnih računovođa definiše računovodstvo kao „nauku o evidentiranju i klasifikaciji poslovnih transakcija i događaja, pretežno finansijskog karaktera, kao i veštinu pripreme važnih izveštaja, analize i interpretacije ovih transakcija i događaja i prenosa rezultata osobama koje donose odluke ili vrše procene“, što je definicija koja je široko prihvaćena u profesionalnoj literaturi.<sup>139</sup> Osnovni cilj računovodstva je povećanje razumljivosti poslovanja preduzeća, jer time stvara okvir za preduzimanje korektivnih mera. Kao rezultat toga, finansijskim stručnjacima se zapravo postavlja mnogo specifičnih zahteva dok razvijaju računovodstvene sisteme. Njihovi klijenti očekuju da će iskoristiti njihovo opsežno znanje i iskustvo kako bi izgradili sisteme za upravljanje informacijama, finansijsko računovodstvo, naplatu potraživanja, kontrolu imovine, kontrolu budžeta, procenu troškova i obradu finansijskih informacija.

Finansijski indikatori se koriste da, na osnovu tekućih i prošlih performansi, predvide budućnost poslovanja.<sup>140</sup> Menadžeri nastoje da obezbede sve neophodne resurse za sprovođenje određenih aspekata svojih dužnosti i organizovanje kontrolnih aktivnosti dok postavljaju jedan od ovih sistema. Finansijski stručnjak mora odlučiti kakvu pomoć (uslugu) menadžeri očekuju, koja je svrha sistema, koje informacije mora pružiti, ko će ih primati i kako će se koristiti pre nego što započne razvoj sistema. Konsultant mora uspostaviti određenu organizaciju. Generalni trend jeste kretanje ka inovativnim i fleksibilnim organizacionim aranžmanima, uključujući i one aranžmane koji nisu bili razmotreni od strane konvencionalne teorije organizacije, ali mogu

---

<sup>139</sup> Aubrey, C., Asburne, J. (1960): *Financial and administrative accounting*, McGraw Hill Company, New York, according to Ilić, G., Škorić-Jovanović, K., Radovanović, R., Krstić, J. and Stojanović D., *Accounting I* (1995), Savez RR Srbije.

<sup>140</sup> Obradović, T. A. (2014): *Koncept upravljanja poslovanjem zasnovan na indikatorima finansijskih performansi* (Doctoral dissertation, University of Belgrade (Serbia)).

dobro pasovati u posebnoj situaciji.<sup>141</sup> Zatim, potrebno je definisati protokole za prikupljanje, skladištenje, analizu i distribuciju podataka, dizajnirati obrasce koji se pridržavaju navedenih protokola, odabrati relevantnu opremu i implementirati mehanizme kontrole kako bi osigurao upotrebnu vrednost sistema. Konsultant obično stiže poverenje zaposlenih kod klijenta njihovim uključivanjem u proces dizajniranja i razvoja, jer će oni biti ti koji će upravljati sistemom. To postiže nadgledanjem ranih faza implementacije i obukom pojedinaca koji će sprovesti procedure.

*Ispitivanje rentabilnosti.* Krajnji finansijski rezultat ulaganja u imovinu, odnosno pokazivanje ukupne efikasnosti poslovnih aktivnosti preduzeća, jeste rentabilnost.<sup>142</sup>

**Tabela broj 17: Analiza rentabilnosti**

Redni broj	Elementi rentabilnost
1	Bruto dobitak
2	Porezi i doprinosi
3	Neto dobitak (1-2)
4	Troškovi finansiranja
5	Bruto prinos na ukupan kapital (1+4)
6	Neto prinos na ukupan kapital (3+4)
7	Ukupan kapital na kraju prethodne godine
8	Ukupan kapital na kraju tekuće godine
9	Prosečan ukupan kapital (7.+8.)/2
10	Stopa bruto prinosa na ukupan kapital 5/9
11	Stopa neto prinosa na ukupan kapital 6/9
12	Sopstveni kapital na kraju prethodne godine
13	Sopstveni kapital na kraju tekuće godine
14	Prosečan ukupan kapital (12.+13.)/2
15	Stopa bruto prinosa na sopstveni kapital 1/14
16	Stopa neto prinosa na sopstveni kapital 3/14

Za određivanje rentabilnosti ukupno uloženog kapitala ili ukupno uloženih sredstava mogu se koristiti: 1) stopa bruto prinosa, koja se dobija odnosom bruto profita uvećanog za troškove finansiranja i prosečnog ukupnog kapitala, i

<sup>141</sup> Mihailović, B., Radosavljević, K. (2020): *Poslovni konsalting*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd, str. 87.

<sup>142</sup> Stavrić, B., Kokeza, G. (2002): *Upravljanje poslovnim sistemom – Ekonomika preduzeća i menadžment*, Tehnološko-metalurški fakultet, Beograd, str. 205.

2) stopa neto prinosa, koja se dobija odnosom neto profita uvećanog za troškove finansiranja i prosečnog ukupnog kapitala. Sa druge strane, sledeće dve stope prinosa mogu poslužiti za određivanje rentabilnosti sopstvenog kapitala: 1) stopa neto prinosa na sopstveni kapital, koja se dobija odnosom neto profita i prosečnog sopstvenog kapitala, i 2) stopa bruto prinosa na sopstveni kapital, koja se dobija odnosom bruto profita i prosečnog sopstvenog kapitala. U tabeli 17 navedeni su sastavni delovi za analizu rentabilnosti sopstvenog i ukupnog kapitala preduzeća.

Pokazatelji likvidnosti. Svrha pokazatelja likvidnosti, poznatih i kao koeficijenti likvidnosti, je da pokažu koliko preduzeće može efikasno da ispuni svoje finansijske obaveze, istovremeno održavajući svoja obrtna sredstva unutar odgovarajućih parametara i čuvajući svoju kreditnu solventnost. Tri nivoa likvidnosti preduzeća prikazana su u Tabeli 18.

**Tabela broj 18: Analiza likvidnosti**

Pokazatelji likvidnosti
Likvidnost I stepena (gotovina/kratkoročne obaveze)
Likvidnost II stepena (obrotna imovina bez zaliha /kratkoročne obaveze)
Likvidnost III stepena (obrotna imovina /kratkoročne obaveze)

Koeficijent likvidnosti III stepena pokazuje količinu obrtnih sredstava potrebnih da pokriju svaki dinar kratkoročnih obaveza. Budući da je teško uspostaviti standardni odnos između obrtnih sredstava i kratkoročnih obaveza koji bi bio važeći u svim situacijama, analitička interpretacija ovog koeficijenta je prilično izazovna. Prema pravilu "2:1", odnos od 2:1 u korist obrtnih sredstava se generalno smatra uobičajenim. Strožiji i zahtevniji test trenutne likvidnosti je koeficijent likvidnosti II stepena, poznat i kao rigorozni koeficijent likvidnosti. Ovaj koeficijent pokazuje koliko dinara likvidnih obrtnih sredstava se koristi za pokrivanje svakog dinara kratkoročnih obaveza (obrotna sredstva ne uključuju zalihe i AVR). Kada je koeficijent preduzeća 1:1, široko se prihvata da je njegova trenutna likvidnost prilično zadovoljavajuća, poštujući finansijsku smernicu poznatu kao "acid-test" ili 1:1. Najstroži koeficijent likvidnosti je koeficijent likvidnosti I stepena, jer pokazuje koliko slobodne gotovine postoji za otplatu dospelih kratkoročnih obaveza.

*Analiza duga.* Struktura obaveza se analizira sa stanovišta vlasništva kako bi se procenila zaduženost. U ovom procesu, neraspoređeni dobitak tekuće godine i obaveze (dugoročne rezerve, akumulirani troškovi i odloženi prihodi) odvajaju

se od prolaznih pozicija obaveza. Tip i veličina preduzeća, organski sastav sredstava, stopa trenutne inflacije, izloženost riziku poslovanja, rentabilnost ili usklađenost novčanih tokova (prijemi i izdaci gotovine) su svi faktori koji, sa stanovišta vlasništva, određuju prihvatljivu strukturu obaveza.

*Analiza obrtnog fonda.* U računovodstvenim terminima, neto obrtni fond (NOF) predstavlja razliku između dugoročnog kapitala i stalnih sredstava; pokazuje koliko dugoročnog kapitala je još dostupno za finansiranje obrtnih sredstava. Koristeći "zlatno bilansno pravilo u širem smislu" (koje zahteva dugoročno finansiranje stalnih sredstava i dela zaliha koje su trajno vezane za preduzeće) i pravila "1:1 - acid test" (koje zahteva jednakost kratkoročnih vezanih sredstava i kratkoročnih obaveza na drugoj strani) kao osnove, NOF je jedan od alata finansijske analize koji se koristi za procenu efikasnosti upravljanja preduzećem.

*Analiza finansijske ravnoteže.* Razlikuje se kratkoročna finansijska ravnoteža, čije se stanje utvrđuje upoređivanjem likvidnih sredstava uvećanih za kratkoročno vezana sredstva i kratkoročnih obaveza, i dugoročna finansijska ravnoteža, čije se stanje utvrđuje upoređivanjem dugoročno vezanih sredstava i sopstvenog kapitala, uvećanog za dugoročne obaveze i dugoročna rezervisanja. Na primer, ukoliko preduzeće u analiziranom razdoblju ima koeficijent ubrzane likvidnosti niži od 1, to znači da je kratkoročna finansijska ravnoteža pomerena ka kratkoročnim obavezama, čime je ugroženo održavanje likvidnosti preduzeća. Istovremeno ukoliko je koeficijent finansijske stabilnosti viši od 1, dugoročna finansijska ravnoteža je pomerena ka dugoročno vezanim sredstvima, što upućuje na zaključak da preduzeće nema sigurnost u održavanju likvidnosti.

### *3.4.3. Davanje saveta o poslovnim kupovinama i spajanjima*

U vremenima tranzicije, preduzeća prolaze kroz sveobuhvatne, višeslojne promene. Promena u kompaniji zahteva različite vrste finansijskih konsultacija. Naime, konsultanti imaju značajnu ulogu tokom celog procesa privatizacije firmi. Ovaj prethodni postupak obuhvata sve aktivnosti potrebne za transformaciju društvenog preduzeća u akcionarsko društvo. Ova završna faza tranzicije obezbeđuje kontinuirani rast i razvoj preduzeća kroz emisiju kapitala ili spajanja i preuzimanja s drugim preduzećima. Kupovine i spajanja firmi su primeri strategija korporativnog restrukturiranja. Odluka o tome da li preduzeće da preuzme ili se spoji s drugom firmom ima značajne posledice za poslovanje.



Ove poslovne transakcije uključuju finansijske i druge savetnike, kao što su brokeri, komercijalne i investicione banke, revizorske, pravne i druge firme. Investicioni bankari igraju ključnu ulogu u procesu spajanja i preuzimanja. Ovaj proces je složen i usmeren na:<sup>143</sup>

- traganju za firmama potencijalnim targetima za osvajanje (firme koje, u poređenju sa ostalim preduzećima, imaju loše performanse, firme koje imaju višak likvidne aktive ili čija se aktiva može prodati skuplje od njihove sadašnje tržišne vrednosti, slučajevi kod kojih je zanemarena sinergija koja bi se mogla ostvariti preuzimanjem;
- učešću u pripremi odluka i pregovorima o kupoprodaji;
- pomaganju ciljnim kompanijama da razviju defanzivnu taktiku i učešću u kreiranju taktika koje će te kompanije učiniti manje privlačnim za preuzimanje;
- angažovanju u proceni ciljne kompanije;
- finansiranju pripajanja ciljne kompanije;
- raznim operacijama sa akcijama potencijalnih kandidata za akvizicije (risk arbitrage).

Preuzimanje preduzeća u uslovima postojanja konkurentskih ponuda je sastavni deo savremenih poslovnih izazova.<sup>144</sup> Finansijske naknade konsultanata određene su iznosom transakcije i vrstom savetodavnih usluga koje se od njih traže. Obično se sastoje iz dva dela: varijabilnog elementa koji zavisi od uspeha transakcije i fiksnog dela koji klijent plaća na osnovu angažovanja konsultanta. Strane uključene u transakciju moraće da pregovaraju o tačnoj visini finansijske naknade.

U poslednje vreme razvijene su brojne strategije koje imaju za cilj da podstaknu konsultante da rade što više u najboljem interesu klijenta. Ako kupac preduzeća angažuje konsultante, saveti koje pružaju obuhvatiće procenu vrednosti preduzeća kao kandidata za spajanje, oblik ponude za ciljno preduzeće i sve potencijalne pravne posledice povezane sa većom koncentracijom u određenom sektoru.

---

<sup>143</sup> Denčić-Mihajlov, K. (2003): „Uloga finansijskih konsultanata u procesima spajanja i pripajanja preduzeća“, *Svet finansija*, april-maj-jun, str. 21.

<sup>144</sup> Denčić-Mihajlov, K. (2011): „Preuzimanje preduzeća u uslovima postojanja konkurentskih ponuda“, *Teme-Časopis za Društvene Nauke*, (03), str. 1033-1052.

Prvenstvene odgovornosti konsultanata su pronalaženje atraktivnih preduzeća za spajanje i pomoć u pronalaženju prilika za kupovinu. Investicione i komercijalne banke imaju posebne odeljenja koja prikupljaju podatke o preduzećima koja loše posluju u poređenju sa svojim konkurentima, organizacijama sa neiskorišćenim potencijalom zaduživanja, gde postoji neiskorišćena sinergija. Konsultanti se koriste i za procenu poslovnih procesa ciljnog preduzeća i za određivanje njegove vrednosti. Zainteresovane kompanije mogu dobiti informacije o finansijskom položaju i rezultatima iz prethodnog perioda od revizorskih i konsultantskih firmi. Konsultanti takođe procenjuju obaveze ciljnog preduzeća, poslovne rizike, kao i strateške snage i slabosti. U slučaju da se dva preduzeća spajaju dobrovoljno, ključno je da sve strane postignu dogovor o fer ceni ciljnog preduzeća. Jedno od glavnih područja gde su iskustvo i stručnost konsultanata od suštinskog značaja jeste procena sinergijskih efekata koji će se postići kroz spoljašnji rast. Primarni cilj spajanja je povećanje tržišne vrednosti novog preduzeća u odnosu na ukupnu tržišnu vrednost pojedinačnih preduzeća. Sinergija stvara dodatnu vrednost kroz spajanja, što se ogleda u višem neto dobitku nakon spajanja (Tabela 19). Nakon spajanja, kombinovana vrednost je veća od zbira vrednosti pojedinačnih preduzeća.<sup>145</sup>

**Tabela broj 19: Obračun neto dobitka za preduzeće koje se pripaja**

	Pre pripajanja	Posle pripajanja
Dobitak pre amortizacije i oporezivanja (istovremeno je i primljena gotovina)	2.500.000	2.500.000
Efekat uštede		500.000
Ukupan dobitak pre amortizacije i oporezivanja	2.500.000	3.000.000
- amortizacija	500.000	500.000
Dobitak pre oporezivanja	2.000.000	2.500.000
- porez (40%)	800.000	1.000.000
Neto dobitak	1.200.000	1.500.000

*Izvor: Krasulja, D., Ivanišević, M. (2000): Poslovne finansije, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 485.*

Za uspeh merdžera i akvizicija neophodno je obezbediti tačnost izveštaja i efikasan način na koji su oni organizovani. Shodno tome, angažuju se revizorsko-konsultantske kuće, brokeri, Poslovni konsultanti za odnose sa javnošću i drugi. Sa druge strane, objektivno i kompletno istraživanje uloge

<sup>145</sup> Aragon, G. A. (1989): *Financial Management*, Allyn and Bacon, Boston, p. 827.

konsaltinga navednim poslovnim aktivnostima, zahteva da se sagledaju i konsultantske usluge koje se traže od ciljnog preduzeća. Naime, uloga konsultanta u procesu spajanja (pripajanja) sa stanovišta potreba “targeta” višestruko je usmerena uglavnom ka<sup>146</sup>: 1) Obaveštavanje ciljne kompanije o mogućim kupcima za njihovu firmu; 2) Kreiranje strategije odbrane od neželjenih pripajanja; i 3) Procena ciljne kompanije i pregovaranje o spajanju ili pripajanju s kupcem. Među finalnim fazama transformacije privrede su procesi spajanja i pripajanja. Pored toga, oni su ključna metoda za reorganizaciju poslovanja u kompanijama, u kojoj konsultanti igraju značajnu ulogu. S obzirom na stalnu potrebu za uspostavljanjem kulture akcionarstva u privredi Srbije, razumno je očekivati značajan porast potražnje za konsultantskim uslugama vezanim za poslovna spajanja i pripajanja u narednom periodu.

#### *3.4.4. Funkcija konsultantskih usluga u finansijskom restrukturiranju preduzeća*

Realizacija planova restrukturiranja mora da se bazira na koordiniranim naporima menadžmenta na svim nivoima i u okviru svih poslovnih funkcija. Bez njihove podrške restrukturiranja nema puno izgleda na uspeh.<sup>147</sup> Preduzeća u Srbiji tradicionalno su karakterisana niskom profitabilnošću, narušenom finansijskom ravnotežom i nedostatkom obrtnih sredstava. Istraživanja pokazuju vezu između restrukturiranja preduzeća i njegovih performansi.<sup>148</sup> Cilj finansijskog restrukturiranja je poboljšanje strukture finansiranja preduzeća kako bi se omogućilo ostvarivanje profita. Međutim, potrebno je napraviti razliku između finansijskog restrukturiranja koje se odvijalo pre i posle privatizacije. Pre privatizacije, finansijsko restrukturiranje zahteva koordinisane akcije sa obe strane, kako na strani aktive, tako i na strani pasive. Nakon privatizacije, ovaj tip restrukturiranja obuhvata nekoliko operacija vezanih za akcije koje pomažu u postizanju željene kapitalne strukture. Preduzeća često imaju mogućnost da privremeno smanje ili uklone određene troškove, kao što

---

<sup>146</sup> Denčić-Mihajlov, K. (2003): „Uloga finansijskih konsultanata u procesima spajanja i pripajanja preduzeća“, *Svet finansija*, april-maj-jun, str. 21.

<sup>147</sup> Stošić, I. (2014): “Izazovi definisanja i sprovođenja programa restrukturiranja preduzeća”, *Ekonomске teme*, 52(2), str. 147-161.

<sup>148</sup> Cappelle-Konijnberg, J.V. (1995): *Restructuring, Firm Performance and Control Mechanism*, Tilburg University, Research Memorandum.

su troškovi vezani za istraživanje i razvoj, propagandu i oglašavanje, inovacije i informisanje itd.

Ako mere smanjenja troškova ne rezultiraju viškom novčanih tokova preduzeća, sledeći korak bi morao biti odlaganje otplate kredita i prodaja delova imovine koji nisu direktno povezani sa poslovnom aktivnošću preduzeća. Ukoliko se ne preduzmu navedene korektivne mere radi prevazilaženja finansijskih izazova, problemi će verovatno eskalirati, a preduzeće će obično biti ostavljeno bez druge opcije osim da obustavi rad. Iako se konkretni koraci mogu razlikovati u zavisnosti od poslovnih okolnosti, strukture u grani, predložene metode za održavanje finansijske ravnoteže prikazuju standardni "scenario" preduzeća koje se susreće sa finansijskim izazovima.<sup>149</sup> Privatizacija se može posmatrati kao ekstremni oblik finansijskog restrukturiranja preduzeća. Uspostavljanje partnerstava sa stranim kompanijama predstavlja jednu od mogućih strategija za finansijsko restrukturiranje i privatizaciju. Uloga konsultantskih firmi je da razviju odgovarajuće planove finansijskog restrukturiranja pre i posle privatizacije. Konsultanti procenjuju finansijsku situaciju preduzeća pre privatizacije i sugerišu akcije koje pomažu u finansijskoj konsolidaciji. Takođe, konsultanti se angažuju tokom pregovora sa potencijalnim strateškim partnerima i kreditorima. Konačni finansijski rezultati prikazuju ukupno poslovanje preduzeća, stoga finansijska analiza igra ključnu ulogu u sveukupnim procenama. Konsultanti koriste podatke iz analize da bi usmeravali dalja ispitivanja i sprovodili korektivne mere. Analizu započinju pregledom računovodstvenih izveštaja, koji uključuju bilans uspeha i bilans stanja. Nalazi iz izveštaja dovode do utvrđivanja:<sup>150</sup>

- da li preduzeće ostvaruje profit, tj. da li je profitabilno?
- koliko je jaka i stabilna njegova finansijska pozicija?
- da li se poslovanje preduzeća brzo razvija ili pogoršava?
- da li preduzeća postaje likvidnije?

Nakon stabilizacije finansijske situacije klijenta, konsultanti preporučuju alokaciju sredstava za poboljšanje inovativnih procesa u preduzeću kroz uvođenje visokih nagrada, kreativnih članova tima, svežih ideja i drugih oblika

---

<sup>149</sup> Stančić, P. (1998): „Alternative za izlazak iz finansijskih teškoća preduzeća“, *Zbornik radova sa II Simpozijuma SRR Republike Srpske*, Banja Luka, str. 28-40.

<sup>150</sup> Živanović, N. (1994): „Strukturiranje poželjne konsalting pomoći preduzećima u krizi“, *Poslovna politika*, jun, str. 36.

motivacije. Takođe je važno nabaviti računarsku opremu, implementirati nove radne prakse itd. U periodu od 2000. do 2013. godine, Srbija je uvela brojne mere kojima je olakšan priliv stranih investicija, liberalizovano ulaganje i prenos kapitala, a privatizacija je bila osnovno sredstvo investiranja u srpsku privredu.<sup>151</sup> Saradnja sa međunarodnim kompanijama koje su zainteresovane za privatizaciju u našoj zemlji predstavlja važnu strategiju finansijskog restrukturiranja. Ulazak stranih preduzeća utiče na ekonomiju zemlje domaćina, kao i na ekonomije matičnih zemalja. Strana preduzeća podržavaju ekonomski rast i mogućnosti izvoza zemlje domaćina ulaskom na tržište, pod uslovom da integrišu lokalna preduzeća u svoj proizvodni sistem i podstiču razvoj proizvodnje namenjene kako domaćem, tako i međunarodnom tržištu. Za zemlje domaćine, partnerstva sa međunarodnim preduzećima pružaju pristup tržištima, tehnologiji, upravljačkoj stručnosti i finansijama. U zemljama u procesu transformacije, to su upravo elementi koji najčešće nedostaju. Može se tvrditi da konsultantske firme služe kao most između međunarodnih preduzeća, mogućih strateških partnera i preduzeća koja prolaze kroz složene, ključne transformacije karakteristične za periode tranzicije. Strani partneri češće investiraju kada konsultantske firme funkcionišu kao posrednici i faktor koji smanjuje informacione barijere između njih i preduzeća u zemljama u tranziciji. Proces uspostavljanja kontakta i umrežavanja partnera obuhvata četiri faze.<sup>152</sup>

- U prvoj fazi dolazi do preusmeravanja ka tržišnoj ekonomiji, a promene zapravo počinju u teoriji o osnovama tržišne ekonomije i implementaciji tržišnog poslovanja. Promene u pravnim ograničenjima su ključni prvi korak za zemlje koje imaju nameru da privuku strana ulaganja. Ovaj period traje različito u zavisnosti od uspešnosti sprovođenja ovog koraka u određenoj zemlji.
- Sledeći korak, u zavisnosti od unutrašnjih okolnosti, odnosi se na male inicijalne projekte, jer, iako strane kompanije pokazuju interesovanje za ulaganje, takođe postoji i strah povezan sa političkom klimom i trenutnim rešenjima, na primer, u vezi sa poreskim sistemom.
- Procena strane kompanije da je stanje ekonomije u koju želi da investira "zdravo" označava početak treće faze.

---

<sup>151</sup> Rapaić, S. I. (2016). *Uloga stranih direktnih investicija u lokalnom ekonomskom razvoju u Republici Srbiji (2001-2013)* (Doctoral dissertation, University of Belgrade (Serbia)).

<sup>152</sup> Radenković-Jocić, D. (1997): *Strane investicije u zemljama u tranziciji*, Zadužbina Adrejević, Beograd, str. 111.

- Na kraju, očekuje se priliv stranog kapitala, koji je do tog trenutka bio neizvestan.

Razvoj finansijskih tržišta, za sve zemlje koje su u tranziciji, je od posebnog značaja za kratkoročnu stabilizaciju i dugoročni ekonomski razvoj.<sup>153</sup> Nakon emisije kapitala, konsultantske usluge su usmerene na pomoć u operacijama sa akcijama kako bi se postigla što bolja finansijska struktura. Konsultantske firme pružaju smernice i podršku po pitanjima poput kredita i poreza, posreduju u sporovima između emitera hartija od vrednosti i kupaca, takođe pregovaraju uslove kredita sa poveriocima itd. Procedure koje finansijski konsultanti predlažu poboljšavaju "finansijsku konstrukciju" kompanije klijenta. Tri najvažnije procedure finansijskog restrukturiranja koje se odnosi na akcije (deonice) su: isplata dividendi u akcijama, podela stoka akcija, otkup akcija. Pod određenim okolnostima, značajnu ulogu igraju i druge strane (investicione banke, revizori, agencije za kreditni rejting itd.), kao i finansijski posrednici (banke, osiguravajuće kompanije, penzioni fondovi, investicioni fondovi itd.). Strani investitori treba da razumeju i interpretiraju finansijske izveštaje koji im se predstavljaju, zbog čega su finansijsko savetovanje i revizija ključni u donošenju poslovnih odluka. U ovim okolnostima, odluke potencijalnih klijenata će biti pod uticajem pojačane konkurencije između domaćih i međunarodnih preduzeća koja pružaju usluge finansijskog savetovanja.

---

<sup>153</sup> Petrović, P. B. (2004): "Privatizacija i razvoj tržišta kapitala u Srbiji", *Ekonomski vidici*, 9(3), str. 441-453.

## **DEO IV ANALIZA EKONOMSKIH PERFORMANSI PODUNAVSKOG OKRUGA NAKON PRIVATIZACIJE**

Tranzicija u Srbiji otpočela je 2000-te godine kada su se stekli osnovni preduslovi za njeno sprovođenje.<sup>154</sup> Liberalizacija trgovinskih odnosa i kapitalnog bilansa omogućila je integrisanje ekonomskog sistema Srbije u međunarodne finansijske i robne tokove. Započete promene u domenu ekonomije, iako su pod dejstvom mnogobrojnih faktora koji na njih imaju amortizaciono dejstvo, poprimile su karakter ireverzibilnih procesa.<sup>155</sup> Prema istom izvoru, reforma ekonomskog sistema se teško može vratiti na startnu poziciju, već se pre može govoriti o njenom kolebljivom tempu i instrumentima makroekonomske politike, koji često treba da uspostave balans između dijametralno suprotstavljenih ekonomskih ciljeva.

### **4.1. Ključni ekonomski indikatori**

Tranzicija u Srbiji je trajala jako dugo, a “uspešnost” ovog procesa tokom analiziranog perioda (2009-2012. godina) najbolje potvrđuju osnovni makroekonomski pokazatelji, posebno nizak Bruto domaći proizvod po glavi stanovnika (GDP/per capita), visoka stopa inflacije i visoka nezaposlenost, koji su direktna potvrda niskog životnog standarda stanovništva, a time i niskog stepena produktivnosti i konkurentnosti nacionalne ekonomije. Međunarodne institucije, sagledavajući tempo i pravac tranzicije u Srbiji, kao osnovni problem i kamen spoticanja naglašavaju nedovoljno efikasne institucionalne i infrastrukturne reforme. Prema oceni PK Srbije, privrednici i investitori u Srbiji manje se žale na manjak zakona, a daleko više na neprimenjivanje postojećih. S druge strane, standard stanovništva u Srbiji, meren GDP/per capita iznosio je 4.112 eura (Tabela 20), a glavni problem njegovog rasta u narednom periodu vidi se u neefikasnim institucijama sistema i izostanku opštih infrastrukturnih reformi. Sa druge strane, za srpsku privredu, poljoprivredni sektor igra veoma važnu ulogu. Njegov značaj prvenstveno se ogleda u doprinosu bruto domaćem

---

<sup>154</sup> **Mihailović, B.,** Paraušić, V., Simonović, Z. (2007): *Analiza faktora poslovnog ambijenta Srbije u završnoj fazi ekonomske tranzicije*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd.

<sup>155</sup> **Mihailović, B.,** Paraušić, V., Simonović, Z. (2007): *Analiza faktora poslovnog ambijenta Srbije u završnoj fazi ekonomske tranzicije*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd.

proizvodu (BDP).<sup>156</sup> Prema podacima RZS, bruto domaći proizvod u 2012. godini iznosio je, u tekućim cenama, 3 348 689,2 mil. RSD. U odnosu na prethodnu godinu, BDP nominalno je veći za 4,4%. Posmatrano po delatnostima, u 2012. godini najznačajnije učešće u formiranju BDP-a imaju: sektor prerađivačke industrije, 14,4%, sektor poslovanja nekretninama, 10,0%, sektor trgovine na veliko i malo i popravke motornih vozila, 9,5% i sektor poljoprivrede, šumarstva i ribarstva, 8,3%. S druge strane, u upotrebi BDP-a učešće izdataka za ličnu potrošnju domaćinstava je 76,0%, izdataka za finalnu potrošnju države, 19,9%, bruto investicija u osnovne fondove, 21,4%, izvoza robe i usluga, 40,3% i uvoza robe i usluga, 58,2%. Realni pad BDP-a u 2012. godini, u odnosu na prethodnu godinu, iznosio je 1,5%.

**Tabela broj 20: Bruto domaći proizvod i bruto nacionalni dohodak u Srbiji**

	2009	2010	2011	2012
BRUTO DOMAĆI PROIZVOD – ukupno, mil. RSD	2.720.083,5	2.881.891,0	3.208.620,2	3.348.689,2
Bruto domaći proizvod – po stanovniku, RSD	371.555	395.243	443.541	465.155
Prosečan broj stanovnika, sredinom godine – u hilj.	7.320,8	7.291,4	7.234,1	7.199,1
BRUTO DOMAĆI PROIZVOD – ukupno, mil. USD	40.313,6	36.991,6	43.751,0	38.002,8
Bruto domaći proizvod – po stanovniku, USD	5.507	5.073	6.048	5.279
Prosečan kurs, USD	67,4731	77,9066	73,3382	88,1169
BRUTO DOMAĆI PROIZVOD – ukupno, mil. EUR	28.951,9	27.967,8	31.472,4	29.601,0
BRUTO DOMAĆI PROIZVOD – ukupno, mil. EUR	3.955	3.836	4.351	4.112
Prosečan kurs, EUR	93,9517	103,0431	101,9502	113,1277
BRUTO NACIONALNI DOHODAK – ukupno, mil. RSD	2.677.397,7	2.817.807,0	3.136.324,0	3.260.642,9
BRUTO NACIONALNI DOHODAK – ukupno, mil. USD	39.681,0	36.169,0	42.765,2	37.003,6
BRUTO NACIONALNI DOHODAK – ukupno, mil. EUR	28.497,6	27.345,9	30.763,3	28.822,7

*Izvor: Saopštenje broj 347 - god. LXIII, 26.12. 2013, Statistika nacionalnih računa, Republika Srbija, Republički zavod za statistiku.*

Po delatnostima, u 2012. godini u sektoru prerađivačke industrije ostvaren je realni rast bruto dodate vrednosti od 1,1%, sektoru finansijskih delatnosti i

<sup>156</sup> Šestović, M., Radosavljević, K., & Chroneos-Krasavac, B. (2017): “The importance of EU pre-accession funds for agriculture and their influence on country's competitiveness”. *Ekonomika preduzeća*, 65(7-8), str. 506-517.



delatnosti osiguranja, 4,0% i sektoru informisanja i komunikacija, 4,8%. Najveći realni pad bruto dodate vrednosti zabeležen je u sektoru poljoprivrede, šumarstva i ribarstva, 17,3% i sektoru snabdevanja električnom energijom, gasom i parom, 7,1%. Posmatrano sa rashodne strane, najveći realni rast beleže bruto investicije u osnovne fondove, 14,4%, dok izdaci za ličnu potrošnju domaćinstava imaju realan pad, 1,9%. Iako je u svakoj zemlji mikroekonomski sektor izvor privrednog rasta postavlja se pitanje da li i kako on može uspešno da funkcioniše u zemlji koja nema definisane i razvijene osnovne elemente i postulate pravne države i tržišne ekonomije. Upravo reforme političkih i državnih institucija, zatim pravne reforme (posebno u domenu radnog zakonodavstva, intelektualne svojine, prava konkurencije), neefikasno sudstvo, nerazvijena tržišta (posebno finansijska), nezavršeni procesi restrukturiranja i privatizacije velikih i javnih preduzeća, neadekvatna fizička infrastruktura, predstavljaju kamen spoticanja Srbije na putu konkurentnosti i održivog razvoja, prema oceni mnogih međunarodnih institucija. Da bi se ostvarili ciljevi koncepta održivog razvoja neophodno je ostvariti ekonomski rast.<sup>157</sup>

Sa druge strane, velike razlike u nivou razvijenosti među oblastima Srbije ispoljavaju se i kroz indikatore poslovne demografije. Veće mogućnosti za zasnivanje novih poslova imaju potencijalni preduzetnici u razvijenijim oblastima. Analiza ukazuje (Tabela 21) da u tom kontekstu prednjače Grad Beograd (11.939 ili 28,7% svih novoosnovanih firmi u 2011. godini) i Južno-bačka oblast (4.291 ili 10,8%). U ovim regionima su i veće mogućnosti za preživljavanje i razvoj započetih poslovnih aktivnosti, pa je i stopa preživljavanja viša (66,0% i 64,0%, respektivno). Nasuprot tome, u Pirotskoj oblasti registrovana je tek 371 novoosnovana firma ili 0,9% njihovog ukupnog broja u Srbiji u 2011. godini, dok je u istoj godini ugašen 421 privredni subjekt. Neto efekat je najveći u Gradu Beogradu gde je i najviša stopa preživljavanja (2/3 osnovanih privrednih subjekata). Istovremeno, u Podunavskoj oblasti je registrovano 968 novih firmi ili 2,3% njihovog ukupnog broja u Srbiji. Međutim, u istoj godini u Podunavskoj oblasti je ugašen 1.291 privredni subjekt, a stopa preživljavanja iznosila je 61,2%. Između ostalog, to je dovelo i

---

<sup>157</sup> **Radosavljević, K.,** Tešić, N., **Mihailović, B.** (2023): „Insurance against the risk of natural disasters in agriculture“. In *Challenges and insurance market's responses to the economic crisis*. University of Belgrade, Faculty of economics and business, Publishing centre, Belgrade, ISBN 978-86-403-1789-4, str. 231-253.

do povećanja nezaposlenosti u Podunavskom okrugu. Naime, broj nezaposlenog stanovništva je porastao sa 14.778 (2011. godina) na 16.674 (u 2012. godini). Posmatrano po opštinama Podunavskog okruga: u Smederevu je broj nezaposlenih u periodu 2011.-2012. godina porastao sa 7.264 na 8416; u Velikoj Plani sa 3.529 na 3.935; u Smederevskoj Palanci sa 3.985 na 4.323 nezaposlenog stanovništva. Uočljivo je da u poslovanju preduzeća u Podunavskom okrugu postoje razni gepovi koji se mogu eliminisati novim pristupom koji podrazumeva krupne promene, koje su fokusirane na uspostavljanje novog odnosa prema poslovnom ambijentu. Makroekonomski pokazatelji investicionih kretanja u Srbiji ukazuju na pozitivna kretanja investicija, ali i na još uvek nedovoljan ukupan nivo investiranja. Na slabije investiranje utiču mnogi faktori, a pre svega, visoki komercijalni i nekomercijalni rizici, spora ekonomska tranzicija i nerazvijene institucije koje u praksi garantuju prava koja proizilaze iz privatne svojine i ugovora.

**Tabela broj 21: Osnovni indikatori poslovne demografije po oblastima**

Oblast		2011		Neto efekt		Stopa preživljavanja
		Osnivanje	Gašenje	2010	2011	
<i>Beogradski region</i>	Beogradska oblast	11.939	13.136	1,1	0,9	66,0
<i>Region Vojvodine</i>	Zapadnobačka oblast	907	1.135	0,8	0,8	61,4
	Južnobanatska oblast	1.691	2.148	0,9	0,8	58,9
	Južnobačka oblast	4.291	5.303	1,0	0,8	64,0
	Severnobanatska oblast	582	664	0,9	0,9	61,4
	Severnobačka oblast	958	1.255	0,8	0,8	63,1
	Srednjebanatska oblast	882	1.057	0,9	0,8	55,6
<i>Region Šumadije i Zapadne Srbije</i>	Sremska oblast	1.554	1.739	0,9	0,9	59,9
	Zlatiborska oblast	1.547	1.860	0,9	0,8	58,2
	Kolubarska oblast	898	1.090	0,8	0,8	59,8
	Mačvanska oblast	1.441	1.847	0,8	0,8	59,2
	Moravička oblast	1.274	1.422	1,1	0,9	61,3
	Pomoravska oblast	998	1.378	0,8	0,7	60,8
	Rasinska oblast	1.399	1.554	1,1	0,9	59,3
	Raška oblast	1.573	2.052	0,9	0,8	56,7
<i>Region Južne i Istočne Srbije</i>	Šumadijska oblast	1.675	1.933	0,9	0,9	55,3
	Borska oblast	574	628	1,0	0,9	59,5
	Braničevska oblast	711	921	1,2	0,8	59,8
	Zaječarska oblast	506	621	0,9	0,8	56,6
	Jablanička oblast	1.097	1.267	0,8	0,9	55,7
	Nišavska oblast	2.007	2.462	0,9	0,8	58,4
	Pirotska oblast	371	421	0,8	0,9	60,4
	Podunavska oblast	968	1.291	1,2	0,7	61,2
	Pčinjnska oblast	967	1.030	1,1	0,9	66,0
Toplička oblast	430	488	0,9	0,9	59,0	
<b>Ukupno</b>		41.541	48.878	1,0	0,8	61,7

*Izvor: Izveštaj o malim i srednjim preduzećima i preduzetništvu za 2011. godinu, Ministarstvo finansija i privrede Ministarstvo regionalnog razvoja i lokalne samouprave Nacionalna agencija za regionalni razvoj Beograd, oktobar 2012. godina, str. 22.*

Po brzini i stepenu napretka najbolje rezultate ostvaruju zemlje EU, kod kojih su tranzicione reforme praćene i rastom životnog standarda stanovništva (tj. rastom Bruto domaćeg proizvoda po glavi stanovnika). Suprotno, najlošije rezultate u prelasku na slobodnu i razvijenu tržišnu privredu imaju zemlje koje još uvek nemaju članstvo u EU i koje beleže niske stope ekonomskog rasta. Generalno, najveće kočnice u tranzicionim reformama prisutne su u sledećim oblastima: politika konkurencije, tržišta hartija od vrednosti i restrukturiranje preduzeća. Tranzicija u Srbiji je trajala jako dugo, a “uspešnost” ovog procesa najbolje potvrđuju osnovni makroekonomski pokazatelji, posebno nizak Bruto domaći proizvod po glavi stanovnika i visoka nezaposlenost, koji su direktna potvrda niskog životnog standarda stanovništva, a time i niskog stepena produktivnosti i konkurentnosti nacionalne ekonomije.

## **4.2. Investicije i razvoj**

Razvoj tržišne ekonomije može se ubrzati prilivom sredstava kroz investicije u nova preduzeća, dokapitalizaciju postojećih preduzeća i konsolidaciju finansijskog sistema. Međutim, mnoga preduzeća u Srbiji imaju nepovoljne poslovne performanse koje se manifestuju kroz opadanje tržišnog učešća i rentabiliteta, povećanje zaduživanja, neadekvatno investiranje i povećan obim novih poslovnih poduhvata na račun primarnog posla. Za postizanje održivosti u Republici Srbiji potreban je strateški pristup koji je dugoročan i koji integriše i objedinjuje različite razvojne procese, kako bi oni bili sofisticirani u skladu sa složenošću izazova razvoja.<sup>158</sup> Analiza ostvarenih investicija po delatnostima u Podunavskom okrugu ukazuje da su u 2009. godini dominantne delatnosti (Tabela 22): 1. Prerađivačka industrija sa učešćem ostvarenih investicija od 54,60% i 2. Trgovina na veliko i malo, opravka, sa učešćem od 23,45%. Podrobnija analiza ostvarenih investicija na nivou opština Podunavskog okruga ukazuje na njihovu različitu strukturu. Naime, u Smederevu je stanje drugačije budući da je u 2009. godini registrovano učešće ostvarenih investicija u prerađivačkoj industriji od čak 74,22%, a učešće trgovine na veliko i malo od samo 1,79%. U Smederevskoj Palanci dominira učešće ostvarenih investicija u trgovini na veliko i malo od 56,36% (2009. godina), dok učešće ostvarenih investicija u prerađivačkoj industriji iznosi 21,44%.

---

<sup>158</sup> **Radosavljevic, K., Mihailovic, B.** (2024): „Green Hotels Between Circular Economy Objectives and Sustainable Development Goals“. In *Marketing and Resource Management for Green Transitions in Economies* (str. 75-104). IGI Global.

**Tabela broj 22: Ostvarene investicije po delatnostima**

Namena investicija	Namena investicija	Smederevska Palanka		Smederevo		Velika Plana		Podunavski okrug	
		2004	2009	2004	2009	2004	2009	2004	2009
Ukupno	hilj. din.	120.959	817.755	642.498	2.358.860	186.640	797.606	950.097	3.974.221
	%	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Poljoprivreda lov i šumarstvo	hilj. din.	6.960	54.939	18.173	30.142	24	-	25.157	85.081
	%	5,75	6,72	2,83	1,28	0,01	0,00	2,65	2,14
Prerađivačka industrija	hilj. din.	51.268	175.306	114.214	1.750.725	50.939	244.013	216.421	2.170.044
	%	42,38	21,44	17,78	74,22	27,29	30,59	22,78	54,60
Proizv. el. energije, gasa i vode	hilj. din.	10.707	9.355	100.507	242.990	45.171	290	156.385	252.635
	%	8,85	1,14	15,64	10,30	24,20	0,04	16,46	6,36
Građevinarstvo	hilj. din.	17.771	66.579	227.121	165.786	23.464	91.923	268.356	324.288
	%	14,69	8,14	35,35	7,03	12,57	11,52	28,25	8,16
Trgovina na veliko i malo; opravka	hilj. din.	705	460.882	5.353	42.272	662	428.822	6.720	931.976
	%	0,58	56,36	0,83	1,79	0,35	53,76	0,71	23,45
Hoteli i restorani	hilj. din.	-	-	79	-	1.417	1.271	1.496	1.271
	%	0,00	0,00	0,01	0,00	0,76	0,16	0,16	0,03
Saobraćaj, skladištenje i veze	hilj. din.	3.694	19	34.380	-	20.442	16.141	58.516	16.160
	%	3,05	0,00	5,35	0,00	10,95	2,02	6,16	0,41
Finansijsko posredovanje	hilj. din.	3.599	6.122	4.712	12.554	34.816	3.614	43.127	22.290
	%	2,98	0,75	0,73	0,53	18,65	0,45	4,54	0,56
Poslovi s nekretninama; iznajmljivanje	hilj. din.	2.329	1.919	7.318	5.107	-	-	9.647	7.026
	%	1,93	0,23	1,14	0,22	0,00	0,00	1,02	0,18
Državna uprava i socijalno osiguranje	hilj. din.	1.927	1.798	11.599	8.827	564	3.885	14.090	14.510
	%	1,59	0,22	1,81	0,37	0,30	0,49	1,48	0,37
Obrazovanje	hilj. din.	3.486	19.299	71.022	4.889	7.217	5.411	81.725	29.599
	%	2,88	2,36	11,05	0,21	3,87	0,68	8,60	0,74
Zdravstveni i socijalni rad	hilj. din.	17.581	14.240	12.310	72.503	1.526	1.903	31.417	88.646
	%	14,53	1,74	1,92	3,07	0,82	0,24	3,31	2,23
Dr. komunalne, društvene i lične usluge	hilj. din.	932	7.297	35.710	23.065	398	333	37.040	30.695
	%	0,77	0,89	5,56	0,98	0,21	0,04	3,90	0,77

Izvor: Investicije Republike Srbije, 2004, 2009, Republički zavod za statistiku, Beograd, 2005,2010.

Takođe, Smederevska Palanka se izdvaja kao opština sa najvećim učešćem ostvarenih investicija u oblasti poljoprivrede, lova i šumarstva od 6,72%. U Velikoj Plani u 2009. godini dominira učešće ostvarenih investicija u oblasti trgovine na veliko i malo od 53,76%, a zatim sledi prerađivačka industrija sa učešćem od 30,59%. Tokom obahvaćenog perioda (2004.-2009. godina) najveće promene učešća ostvarenih investicija Podunavskog okruga po delatnostima bile su sledeće:

1. Prerađivačka industrija - učešće je poraslo sa 22,78% na 54,60%;
2. Proizv. el. energije, gasa i vode - učešće je opalo sa 16,46% na 6,36%;
3. Građevinarstvo - učešće je opalo sa 28,25% na 8,16%;
4. Saobraćaj, skladištenje i veze - učešće je opalo sa 6,16% na 0,41%;
5. Finansijsko posredovanje - učešće je opalo sa 4,54% na 0,56%;
6. Obrazovanje - učešće je opalo sa 8,60% na 0,74%.

Prehrambeni turizam je tema sve većeg interesovanja u odnosu na njegov potencijalni doprinos regionalnom razvoju. Hrana se smatra mogućnošću za stvaranje dodatne vrednosti od turizma kroz lokalne poljoprivredne sisteme i lance snabdevanja i lokalni sistem ishrane.<sup>159</sup>

Javne politike, uključujući i ekonomsku politiku, kao i poslovne marketing strategije mogu da doprinesu postizanju ukupnog cilja - razvoja ovog sektora od lokalnog do globalno prepoznatog konkurentskog sistema.<sup>160</sup> Sa druge strane, dugogodišnja kriza domaće privrede dovela je do smanjenja akumulativne sposobnosti preduzeća u Podunavskom okrugu.

U takvoj situaciji ne postoji kritična masa sredstava potrebna za organizovanje investicione aktivnosti, kao ni spremnost da se preuzmu finansijski rizici koje ove aktivnosti nose. U cilju unapređenja investicione aktivnosti neophodno je zaokružiti fiskalni, monetarni, spoljnotrgovinski i pravni sistem. U cilju

---

<sup>159</sup> **Mihailović, B.**, Radić Jean, I., Popović, V., **Radosavljević, K.**, Chroneos Krasavac, B., Bradić-Martinović, A. (2020). Farm Differentiation Strategies and Sustainable Regional Development. *Sustainability*, 12(17), 7223.

<sup>160</sup> Stojanović, Ž., & **Radosavljević, K.** (2013). "Food chain, agricultural competitiveness and industrial policy: A case study of the Serbian raspberry production and export". *Ekonomika preduzeća*, 61(3-4), str. 174-182.

stvaranja povoljnog ambijenta za investicije, neophodno je sprovesti sledeće mere:<sup>161</sup>

- Radikalno fiskalno prilagođavanje je apsolutno bitan uslov za uspešnu realizaciju programa stabilizacije ekonomskih tokova i privatizaciju preduzeća u Srbiji. Javna potrošnja se mora svesti na nivo što bliži poreskom kapacitetu privrede i stanovništva, odnosno da deficit ne sme prevazilaziti nivo određen realnim mogućnostima za njegovo finansiranje.
- Svođenje inflacije u razumne okvire restriktivnom monetarnom politikom, koja podrazumeva da ponuda novca prati dostignuti nivo privredne aktivnosti; uspostavljanje konvertibilnosti nacionalne valute; relativno stabilan devizni kurs, tj. režim kontrolisanog fluktuiranja.
- Uspostavljanje pravne države i formiranje institucija koje garantuju i obezbeđuju finansijsku disciplinu u privredi, i to, pre svega, kroz procese stečaja, bankrotstva, likvidacije ili preuzimanja neuspešnih firmi. Finansijska disciplina podrazumeva tvrdo budžetsko ograničenje na makro i mikro nivou. Sigurnost institucija i finansijska disciplina neminovno dovode do smanjenja rizika ulaganja, što faktički, podstiče privatizaciju.
- Reforme u segmentu cena kroz podsticanje mehanizama tržišnog formiranja cena. Realne tržišne cene su pokazatelj isplatljivosti ulaganja u pojedine privredne sektore i ujedno indikator troškovne efikasnosti preduzeća.

### **4.3. Tehnološki i IT potencijal**

Tehnološka zaostalost srpske industrije predstavlja ozbiljnu prepreku daljem razvoju industrijske proizvodnje i postizanju visokih standarda proizvodnje i kvaliteta finalnih proizvoda koji se danas zahtevaju na tržištima razvijenih zemalja.<sup>162</sup>

---

<sup>161</sup> **Mihailović, B.** (2007): *Uloga konsaltinga u restrukturiranju preduzeća u tranziciji*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd.

<sup>162</sup> Unija poslodavaca Srbije, 2010, str. 4.

**Tabela broj 23: Tehnološka zaostalost privrede u Republici Srbiji - podaci po regijama**

Region	Privredna grana	Broj preduzeća po privrednoj grani	Prosečan broj mašina u preduzeću	Prosečna starost (godine proizvodnje mašina kroz ukupan broj mašina)
Vojvodina	prehrambena	6	16	1987 (22)
Vojvodina	tekstilna	4	43	1979 (30)
Vojvodina	farmaceutska	5	21	1990 (19)
Vojvodina	mašinska	4	51	1976 (33)
Vojvodina	hemijska	5	34	1985 (24)
Vojvodina	ind. grad. mater. (IGM)	6	22	1982 (27)
Beograd	prehrambena	6	14	1986 (23)
Beograd	tekstilna	4	58	1975 (34)
Beograd	farmaceutska	5	20	1990 (19)
Beograd	mašinska	5	39	1975 (34)
Beograd	hemijska	5	27	1985 (24)
Beograd	IGM	4	26	1982 (27)
Centralna Srbija	prehrambena	5	12	1982 (27)
Centralna Srbija	tekstilna	5	42	1972 (37)
Centralna Srbija	farmaceutska	3	18	1985 (24)
Centralna Srbija	mašinska	4	57	1974 (35)
Centralna Srbija	hemijska	4	39	1981 (28)
Centralna Srbija	IGM	4	28	1978 (31)
Istočna Srbija	prehrambena	4	9	1980 (29)
Istočna Srbija	tekstilna	4	50	1971 (38)
Istočna Srbija	farmaceutska	3	16	1987 (22)
Istočna Srbija	mašinska	4	71	1974 (35)
Istočna Srbija	hemijska	3	26	1977 (32)
Istočna Srbija	IGM	4	29	1976 (33)
Zapadna Srbija	prehrambena	4	20	1981 (28)
Zapadna Srbija	tekstilna	5	46	1974 (35)
Zapadna Srbija	farmaceutska	3	28	1988 (21)
Zapadna Srbija	mašinska	4	72	1974 (35)
Zapadna Srbija	hemijska	4	19	1979 (30)
Zapadna Srbija	IGM	4	11	1978 (31)
Južna Srbija	prehrambena	4	29	1975 (34)
Južna Srbija	tekstilna	6	42	1972 (37)
Južna Srbija	farmaceutska	3	25	1988 (21)
Južna Srbija	mašinska	4	69	1973 (36)
Južna Srbija	hemijska	4	21	1975 (34)
Južna Srbija	IGM	4	14	1975 (34)
Ukupan broj preduzeća u uzorku		154		1980 (29,5)

*Izvor: Unija poslodavaca Srbije, 2010, str. 4.*

Na osnovu anketiranih 154 preduzeća (malih, srednjih i velikih preduzeća) u čitavoj Srbiji, podaci ukazuju da je u prehrambenoj industriji prosečna starost mašina i opreme 27,17 godina (Tabela 23). U Centralnoj Srbiji prosečna starost mašina i opreme u prehrambenoj industriji je takođe oko 27 godina. Jasno je da bez modernih mašina roba proizvedena u Srbiji ne može da dostigne visoke

standarde kvaliteta i bude konkurentna na inostranim tržištima.<sup>163</sup> U poslednjih par decenija, na globalnom nivou, razvoj informacionih tehnologija, a posebno u primeni u svim sferama ljudske delatnosti, predstavlja određenu izuzetnost.<sup>164</sup> U Srbiji je 2011. godine bilo registrovano oko 1.600 IT kompanija sa nešto više od 14.000 zaposlenih. Prosečan broj zaposlenih po kompaniji bio je 9 zaposlenih. Postojeće IT kompanije po pravilu rade za veće strane kompanije, dok se Beograd donekle profilisao kao centar za filijale većih globalnih IT kompanija. Stoga ne čudi da je IKT sektor izrazito izvozno i globalno orijentisan.

Naime, uočljivo je da je globalizacija postala jedna od najistaknutijih reči u poslednje vreme.<sup>165</sup> Od koristi je ne samo firmama, već i njihovim radnicima, kao i čitavim državama da se one internacionalizuju i uključe u međunarodne poslove. Stoga, često se savetuje postizanje veće eksportne orijentacije.<sup>166</sup> Pri formulisanju strategije internacionalnog poslovanja preduzeća moraju da se prilagode i možda da pokušaju da utiču na društvene i političke vrednosti onih zemalja u kojima rade.<sup>167</sup> IKT sektor zapošljava visokoobrazovanu radnu snagu koja uz inženjersko akademsko obrazovanje ima i razvijeno znanje engleskog jezika. IKT sektor ima značajan potencijal razvoja u Srbiji, te se pokazao pogodnim za otvaranje malih privatnih kompanija. Međutim, imajući u vidu nedostatak regionalnih analiza IKT sektora teško je proceniti koliko je za pokretanje malih IKT kompanija važno pozicioniranje u većim urbanim centrima poput Beograda i Novog Sada.

---

<sup>163</sup> Unija poslodavaca Srbije, 2010, str. 5.

<sup>164</sup> Zečević, A., Radosavljević K., (2014), "Web poslovne aplikacije kao podrška agrobiznisu u cilju podizanja konkurentnosti", *Ekonomika preduzeća*, Društvo ekonomista Srbije, Novembar-Decembar 2014., broj 7-8, str. 229-242.

<sup>165</sup> Mihailović, B., Radović, N. (2017): "Etički izazovi u uslovima globalizacije", *Srpska politička misao*, broj 2/2017, godina XXIV, sveska 56, ISSN 0354-5989, UDK 316.32:17, str. 85-100.

<sup>166</sup> Radosavljević K. (2015), "Konkurentnost poljoprivrednih proizvoda: studija slučaja proizvodnje i prodaje šljiva", *Ekonomika preduzeća*, Društvo ekonomista Srbije, Novembar-Decembar 2015., broj 7-8, str. 449-460.

<sup>167</sup> Mihailović, B., Simonović, Z., Hamović, V. (2008): "Formulisanje i realizacija strategije internacionalizacije poslovanja", *Ekonomika poljoprivrede*, broj 3 (237-338) 2008, str. 289-305.



#### 4.4. Indikatori ekonomije znanja

Robert Solov (Robert Solow) je još pre mnogo godina započeo istraživanja koja su ekonomistima pomogla u saznanjima da se stalni privredni rast duguje više tehnološkim promenama, nego faktoru akumulacije, odnosno tradicionalnim faktorima.<sup>168</sup> Posledično, osnovni stubovi znanjem vođene ekonomije su sledeći: 1) ekonomska stimulacija i institucionalni režim; 2) edukacija i trening; 3) informaciona infrastruktura; 4) inovacioni sistemi (mreža istraživačkih centara, univerziteta, privatnih preduzeća). U poslednjih par decenija, na globalnom nivou, razvoj informacionih tehnologija, a posebno u primeni u svim sferama ljudske delatnosti, predstavlja određenu izuzetnost. Eksperti iz oblasti predviđanja očekuju dalju, sve racionalniju primenu informacionih tehnologija, naročito u oblastima koje očekuju potpunu podršku.<sup>169</sup> Tehnologija je akcelerator poslovnih izazova i novih mogućnosti.<sup>170</sup> Shodno savremenoj tehnologiji, samo integrisani marketinški koncepti mogu povećati kvalitet, prinose, profitabilnost i konkurentnost.<sup>171</sup> Na primer, digitalni marketing može biti efikasan alat za izgradnju dugoročnih odnosa sa kupcima i održavanje njihove lojalnosti brendu.<sup>172</sup>

Stoga, ako države ulože dodatna sredstva u istraživanje i razvoj, a istovremeno ne obezbede i ekonomske olakšice i stimulacije, ne poboljšaju informacionu infrastrukturu i sistem obrazovanja, ne uključe privatni sektor i ne razviju inovacioni sistem - novac će biti uzalud potrošen. Kao indikatori ulaganja u ekonomiju znanja Podunavskog okruga mogu se iskoristiti i:

---

<sup>168</sup> Solow, R.M. (1956): "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *The Quarterly Journal of Economics*, Bol. 70, No. 1. (Feb., 1956), str. 65-94.

<sup>169</sup> Zečević, A., & Radosavljević, K. (2014): „Web-based business applications as the support for increased competitiveness in agribusiness“, *Ekonomika preduzeća*, 62(7-8), str. 405-418.

<sup>170</sup> Mihailović, B., Radosavljević, K., & Popović, V. (2022): „Development of business ethics as academic areas“. *KNOWLEDGE-International Journal*, 52(1), str. 73-78.

<sup>171</sup> Radosavljević, K. (2008): "The market chain of fruit production in Serbia: A case study of raspberry and sour cherry cultivation". *Economic Annals*, 53(177), str. 103.

<sup>172</sup> Mihailović, B. M., Radosavljević, K., Popović, V., & Puškarić, A. (2024): "Impact of digital marketing on the performance of companies in the agricultural sector of Serbia", *Economics of Agriculture*, 71(1), str. 173-188.

1. Prostorna distribucija ostvarenih investicija u obrazovanje Podunavskog okruga;
2. Ostvarene investicije u obrazovanje prema ukupnim investicijama.
3. Istraživački radovi (projekti i studije) prema sektorima i teritoriji;
4. Objavljeni naučni i stručni radovi, pronalasci i patenti, prema naučnoj oblasti;
5. Bruto domaći izdaci za istraživanje i razvoj prema sektorima i naučnim oblastima;
6. Izvori sredstava za istraživanje i razvoj.

Prostorna distribucija ostvarenih investicija u obrazovanje Podunavskog okruga, ukazuje na određena oscilatorna kretanja učešća pojedinih opština u ukupnim investicijama u oblasti obrazovanja analiziranog okruga (Tabela 24).

Naime, u Velikoj Plani učešće ostvarenih investicija u obrazovanje (prema investicijama u ovoj oblasti u Podunavskom okrugu) kreće se u rasponu od 4,75% do 36,78; u Smederevu od 16,52% do 86,90%; u Smederevskoj Palanci od 4,27% do 69,71%.

**Tabela broj 24: Prostorna distribucija ostvarenih investicija u obrazovanje Podunavskog okruga, u hilj. dinara**

Godine	Jedinice mere	Podunavski okrug	Velika Plana	Smederevo	Smederevska Palanka
2004	dinar	81.725	7.217	71.022	3.486
	%	100	8,83	86,90	4,27
2005	dinar	26.371	9.698,00	12.844	3.829
	%	100	36,78	48,71	14,52
2006	dinar	46.004	5.436	8.497	32.071
	%	100	11,82	18,47	69,71
2007	dinar	62.250	2.957	30.212	29.081
	%	100	4,75	48,53	46,72
2008	dinar	34.299	2.365	28.013	3.921
	%	100	6,90	81,67	11,43
2009	dinar	29.599	5.411	4.889	19.299
	%	100	18,28	16,52	65,20

*Izvor: Investicije Republike Srbije, 2004-2009, Republički zavod za statistiku, Beograd, 2005-2010.*

Ostvarene investicije u obrazovanje Podunavskog okruga tokom obuhvaćenog perioda imaju trend smanjivanja učešća u ukupno ostvarenim investicijama Podunavskog okruga (Tabela 25). Ovo učešće je smanjeno sa 8,60% (2004.

godina) na 0,74% (2009. godina). Istovremeno, u Smederevskoj Palanci maksimalno učešće je ostvareno u 2006. godini u iznosu od 6,09%, a nakon toga sledi silazni trend. Relativno više vrednosti učešća ostvarenih investicija u obrazovanje u ukupnim investicijama Smederevske Palanke, mogu se pripisati upravo niskom nivou ukupnih investicija u opštini.

**Tabela broj 25: Ostvarene investicije u obrazovanje prema ukupnim investicijama Podunavskog okruga i Smederevske Palanke, u hilj. dinara**

Godine	Подунавски округ			Смедеревска Паланка		
	Образовање	Укупне инвестиције	%	Образовање	Укупне инвестиције	%
2004	81.725	950.097	8,60	3.486	120.959	2,88
2005	26.371	2.421.204	1,09	3.829	77.322	4,95
2006	46.004	5.737.425	0,80	32.071	526.919	6,09
2007	62.250	6.959.302	0,89	29.081	540.555	5,38
2008	34.299	7.664.748	0,45	3.921	685.795	0,57
2009	29.599	3.974.221	0,74	19.299	817.755	2,36

*Izvor: Investicije Republike Srbije, 2004-2009, Republički zavod za statistiku, Beograd, 2005-2010.*

Istraživački radovi (projekti i studije) prema sektorima i teritoriji, mogu da posluže kao adekvatan supstitut za ocenu razvoja ekonomije znanja. Posmatrano na nivou Republike Srbije, najveću vrednost (u hiljadama dinara) u 2012. godini imali su istraživački radovi koji su primenjenog karaktera, zatim slede fundamentalni i razvojni radovi (Tabela 26).

Što se tiče samog broja naučnih radova, od ukupno 11.493 radova, fundamentalnih radova je 6.413, primenjenih 2.955 i razvojnih 2.085. U Regionu Južne i Istočne Srbije vrednost ukupnih istraživačkih radova od 1.140.410 hilj. dinara se deli na: 11.268.009 hilj. dinara (fundamentalnih); 13.663.698 hilj. dinara (primenjenih) i 7.485.203 hilj. dinara (razvojnih). Afirmacija ekonomije znanja zahteva veća ulaganja u fundamentalna istraživanja.

Međutim, dugogodišnja kriza domaće ekonomije dovela je do smanjenja akumulativne sposobnosti preduzeća u Regionu Južne i Istočne Srbije, tako i samom Podunavskom okrugu. U takvim uslovima ne postoji kritična masa sredstava potrebna za organizovanje istraživačkog procesa kao ni spremnost da se preuzmu finansijski rizici koje ovi procesi nose.

Skromna profitabilnost preduzeća je razlog za smanjeno ulaganje u istraživačko razvojnu aktivnost. Posledično, smanjena je sposobnost preduzeća da na bazi finansijskog leveridža, odnosno razlike između profitne i kamatne stope, uvećavaju sopstveni kapital.

**Tabela broj 26: Istraživački radovi (projekti i studije) prema sektorima i teritoriji, 2012.**

	Istraživački radovi (projekti i studije) prema sektorima i teritoriji, 2012.*							
	Vrednost naučnih radova, hilj. RSD				Broj naučnih radova			
	ukupno	funda- mentalni	pri- menjeni	razvojni	ukupno	funda- menta- lni	pri- menj- eni	razv- ojni
REPUBLIKA SRBIJA	32.416.910	11.268.009	13.663.698	7.485.203	11.493	6.413	2.995	2.085
Nefinansijski sektor	8.115.127	119.194	6.102.871	1.893.062	682	55	455	172
Državni sektor	9.259.614	4.045.768	3.508.770	1.705.076	3.763	2.219	958	586
Visoko obrazovanje	15.021.970	7.100.631	4.044.799	3.876.540	7.011	4.134	1.561	1.316
Neprofitni sektor	20.199	2.416	7.258	10.525	37	5	21	11
SRBIJA – SEVER	30.251.695	10.464.894	12.868.714	6.918.087	9.526	5.302	2.455	1.769
Nefinansijski sektor	7.835.778	117.919	5.993.782	1.724.077	513	54	319	140
Državni sektor	8.990.908	4.036.795	3.309.592	1.644.521	3.710	2.217	942	551
Visoko obrazovanje	13.404.810	6.307.764	3.558.082	3.538.964	5.266	3.026	1.173	1.067
Neprofitni sektor	20.199	2.416	7.258	10.525	37	5	21	11
Beogradski region	24.387.641	8.066.683	10.509.696	5.811.262	7.285	4.486	1.661	1.138
Nefinansijski sektor	7.762.942	117.919	5.920.946	1.724.077	501	24	307	140
Državni sektor	8.413.738	4.010.970	2.802.151	1.600.617	3.546	2.207	805	534
Visoko obrazovanje	8.198.080	3.935.641	1.781.599	2.480.840	3.220	2.221	538	461
Neprofitni sektor	12.881	2.153	5.000	5.728	18	4	11	3
Region Vojvodine	5.864.054	2.398.211	2.359.018	1.106.825	2.241	813	794	
Nefinansijski sektor	72.836	-	72.836	-	12	-	12	-
Državni sektor	577.170	25.825	507.441	43.904	164	10	137	17
Visoko obrazovanje	5.206.730	2.372.123	1.776.483	1.058.124	2.046	805	635	606
Neprofitni sektor	7.318	263	2.258	4.797	19	1	10	8
SRBIJA – JUG	2.165.215	803.115	794.984	567.116	1.967	1.111	540	316
Nefinansijski sektor	279.349	1.275	109.089	168.985	169	1	136	32
Državni sektor	268.706	8.973	199.178	60.555	53	2	16	35
Visoko obrazovanje	1.617.160	792.867	486.717	337.576	1.745	1108	388	249
Region Šumadije i Zapadne Srbije	1.024.805	503.041	360.578	161.186	660	359	210	91
Nefinansijski sektor	100.907	-	72.072	28.835	140	-	123	17
Državni sektor	36.217	7.243	28.974	-	5	1	4	-
Visoko obrazovanje	887.681	495.798	259.532	132.351	515	358	83	74
Region Južne i Istočne Srbije	1.140.410	300.074	434.406	405.930	1.307	752	330	225
Nefinansijski sektor	178.442	1.275	37.017	140.150	29	1	13	15
Državni sektor	232.489	1.730	170.204	60.555	48	1	12	35
Visoko obrazovanje	729.479	297.069	227.185	205.225	1.230	750	305	175
Region Kosovo i Metohija	...	...	...	...	...	...	...	...

Izvor: Naučnoistraživačka delatnost u Republici Srbiji, 2012., Republički zavod za statistiku, Republika Srbija, Bilten 570, Beograd, 2013.

Donekle ohrabruje podatak da je u Regionu Južne i Istočne Srbije tokom 2012. godine objavljeno ukupno 2.957 naučnih i stručnih radova (Tabela 27). Pri tome, najviše ih je objavljeno u inostranim publikacijama (1.458), zatim u drugim publikacijama u R. Srbiji (956), a najmanje u sopstvenim publikacijama

(543). Međutim, u istoj godini u Zavodu za patente je registrovano samo 2 patenta koji su po prvi put upotrebljeni u praksi. Struktura objavljenih naučnih i stručnih radova prema naučnoj oblasti u visokom obrazovanju Regiona je sledeća: prirodno-matematičke nauke: 12,84%; tehničko-tehnološke nauke: 50,44%; poljoprivredne nauke: 0,18%; društvene nauke: 35,38%; humanističke nauke: 1,16%. Dominira učešće prirodno-matematičkih i društvenih nauka, dok je učešće poljoprivredne nauke minimalno (0,18%) u strukturi objavljenih naučnih i stručnih radova. To ukazuje na irazitu diskrepancu između poljoprivrednog potencijala Regiona, sa jedne strane, i nivoa obrazovanja stanovništva iz ove oblasti.

**Tabela broj 27: Objavljeni naučni i stručni radovi, pronalasci i patenti, prema naučnoj oblasti, 2012.**

	Objavljeni naučni i stručni radovi				Pronalasci i patenti					
	ukupno	objavljeni u			ispitani pronalasci	patenti		prodati		Pronalasci i patenti prvi put upotr. u praksi
		sopstvenim publikacijama	drugim publikacijama u R.Srbiji	inostranim publikacijama		prijavljeni Zavodu za patente	registrovani u Zavodu za patente	u Srbiji	u inostranstvu	
Reg. Južne i Ist.Srbije	2.957	543	956	1.458	2	-	2	-	-	2
<i>Nefinans. sektor</i>	6	1	2	3	-	-	-	-	-	-
Prirodno-matem. nauke	1	1	-	-	-	-	-	-	-	-
Техничко-технол. науке	5	-	2	3	-	-	-	-	-	-
<i>Državni sektor</i>	201	28	30	143	2	-	2	-	-	2
Tehničko-tehnološke nauke	168	27	13	128	-	-	-	-	-	-
Medicinske nauke	33	1	17	15	2	-	2	-	-	2
<i>Visoko obrazovanje</i>	2.750	514	924	1.312	-	-	-	-	-	-
Prirodno-matem. nauke	353	-	20	333	-	-	-	-	-	-
Tehničko-tehnološke nauke	1.387	83	461	843	-	-	-	-	-	-
Poljoprivredne nauke	5	-	5	-	-	-	-	-	-	-
Društvene nauke	973	399	438	136	-	-	-	-	-	-
Humanističke nauke	32	32	-	-	-	-	-	-	-	-

*Izvor: Naučnoistraživačka delatnost u Republici Srbiji, 2012., Republički zavod za statistiku, Republika Srbija, Bilten 570, Beograd, 2013.*

Tranzicija ekonomije podrazumeva značajniju primenu znanja, inovacija i novih tehnologija-što uključuje brojne reforme u oblasti obrazovanja, nauke, naučno-istraživačkih institucija i konsaltinga. Suštinski doprinos i glavna uloga u zadovoljenju ovog važnog uslova upravo pripada nauci, struci, odnosno odgovarajućoj mreži instituta koji bi pružili potrebnu podršku preduzećima u upravljanju transformacionim procesima. Vremenom, instituti u Srbiji su prilagođavali svoju delatnost i išli u susret potrebama privrede. Mnogi tehnološki instituti postepeno su se, od klasičnih naučno-istraživačkih instituta, transformisali u profesionalne organizacije za projektovanje i pružanje tehnoloških usluga u oblasti industrije, infrastrukturnih grana i poljoprivrede. Međutim, zabrinjava činjenica da su bruto domaći izdaci za istraživanje i razvoj u Regionu Južne i Istočne Srbije najvećim delom namenjeni tekućim izdacima (Tabela 28). Učešće bruto investicija u bruto domaćim izdacima iznosi samo 4,3%.

**Tabela broj 28: Bruto domaći izdaci za istraživanje i razvoj prema sektorima i naučnim oblastima, 2012.- hilj. RSD**

	Bruto domaći izdaci	Bruto investicije	Tekući izdaci		
			ukupno	bruto plate	materijalni troškovi
Region Južne i Istočne Srbije	1.140.410	48.782	1.091.628	644.910	446.718
<i>Nefinans. Sektor</i>	178.442	24.000	154.442	22.031	132.411
Prirodno-matem. nauke	118.107	400	117.707	-	117.707
Tehničko-tehnol. nauke	60.335	23.600	36.735	22.031	14.704
<i>Državni sektor</i>	232.489	7.667	224.822	145.019	79.803
Tehničko-tehnol, nauke	72.668	-	72.668	65.760	6.908
Medicinske nauke	159.821	7.667	152.154	79.259	72.895
<i>Visoko obrazovanje</i>	729.479	17.115	712.364	477.860	234.504
Prirodno-matem. nauke	97.188	1.201	95.987	39.375	56.612
Tehničko-tehnol, nauke	475.633	12.736	462.897	297.063	165.834
Poljoprivredne nauke	66.510	-	66.510	63.789	2.721
Društvene nauke	61.139	3.178	57.961	51.953	6.008
Humanističke nauke	29.009	-	29.009	25.680	3.329

*Izvor: Naučnoistraživačka delatnost u Republici Srbiji, 2012., Republički zavod za statistiku, Republika Srbija, Bilten 570, Beograd, 2013.*

Struktura izvora sredstava za istraživanje i razvoj u Regionu Južne i Istočne Srbije tokom 2012. godine je bila sledeća:

- Sopstvena sredstva – 26,6%;
- Državna i lokalna uprava – 58,7%;
- Privatna i javna preduzeća – 4,5%;
- Neprofitne institucije – 0,1%;
- Strani naručioci – 10,1%.

U finansiranju istraživanja i razvoja država i lokalna uprava učestvuju sa 58,7%, a privatna i javna preduzeća sa samo 4,5% (Tabela 29).

**Tabela broj 29: Izvori sredstava za istraživanje i razvoj, 2012. – u %**

	Ukupno	Sopstvena sredstva	Državna i lokalna uprava	Privatna i javna preduzeća	Neprofitne institucije	Strani naručioci
Region Južne i Istočne Srbije	100,0	26,6	58,7	4,5	0,1	10,1
Nefinansijski Sektor	100,0	81,6	0,5	0,0	0,0	17,9
Prirodno-matem. nauke	100,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tehničko-tehnol. nauke	100,0	45,6	1,5	0,0	0,0	52,9
Državni sektor	100,0	61,4	38,3	0,0	0,0	0,2
Tehničko-tehnol. nauke	100,0	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0
Medicinske nauke	100,0	89,3	10,3	0,0	0,0	0,3
Visoko obrazovanje	100,0	2,1	79,5	7,0	0,2	11,3
Prirodno-matem. nauke	100,0	0,0	98,7	0,0	0,0	1,3
Tehničko-tehnol. nauke	100,0	2,7	69,5	10,7	0,0	17,1
Poljoprivredne nauke	100,0	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0
Društvene nauke	100,0	3,5	94,7	0,0	1,8	0,0
Humanističke nauke	100,0	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0

*Izvor: Naučnoistraživačka delatnost u Republici Srbiji, 2012., Republički zavod za statistiku, Republika Srbija, Bilten 570, Beograd, 2013.*

U razvijenim zemljama situacija je sasvim drugačija: država učestvuje sa 30%, a privatni sektor sa 70% u finansiranju projekata istraživanja i razvoja. U našim uslovima potrebno je stimulirati značajnije partnerstvo javnog i privatnog sektora, pre svega u vidu intrasektorske i intersektorske mobilnosti istraživača, profesora i konultanata. Rešavanje aktuelnih poslovnih problema kod preduzeća u Podunavskom okrugu zahteva interdisciplinarni pristup, budući da se često javljaju nestrukturirani poslovni problemi kod kojih se ne mogu primeniti rutinska rešenja. Shodno tome, neophodno je: 1) decentralizovati i 2) umrežiti obrazovni, naučno-istraživački i savetodavni kapacitet.

#### **4.5. Trendovi na tržištu rada**

Sagledavajući realnost i perspektive tržišta rada u Podunavskom okrugu, adekvatan cilj jeste afirmisanje održivog trenda rasta zaposlenosti, koga prati rast učešća odraslog stanovništva na tržištu rada. Realizovanje ova dva cilja smanjilo bi nezaposlenost, kako onu među licima koja aktivno traže zaposlenje, tako i među obeshrabrenim licima koja su privremeno napustila tržište rada. Najznačajniji faktor koji će uticati na rast zaposlenosti trebalo bi da bude osnivanje novih preduzeća. Pošto u ovom scenariju broj nezaposlenih ostaje relativno stabilan i visok, osnovna snaga koja utiče na smanjenje stope nezaposlenosti morala bi da bude rast zaposlenosti. Privatizacija preduzeća u Srbiji ima za cilj da podigne ukupnu efikasnost poslovanja. Ipak, do ostvarenja konačnog cilja propratni efekti se ogledaju u gašenju poslova i otpuštanju zaposlenih. Tranziciju prati "tranzicioni šok", koji se manifestuje kroz pad poslovne aktivnosti i cenovni pritisak. Takođe, nakon privatizacije javlja se efekat "neutronske bombe" koji se ogleda u značajnom otpuštanju radnika u privatizovanim preduzećima.

U takvim uslovima, prema procenama Svetske banke neophodno je da se 40% nacionalnog dohotka stvara u novom sektoru, kako bi se anulirali negativni efekti tranzicionog šoka. Iskustvo zemalja tranzicijinih lidera ukazuje na značaj stranih investitora koji su se pokazali kao veoma uspešni vlasnici, sa ogromnim pozitivnim efektima na rast produktivnosti, obima proizvodnje, investicija u preduzeće i sl. Donekle iznenađenje predstavlja i činjenica da su zapaženi i pozitivni efekti na porast zaposlenosti u dužem periodu. Naime, preuzimanje preduzeća od strane inostranih investitora je, po pravilu, dovelo do značajne redukcije broja zaposlenih. Međutim, nakon sprovedenih promena, investicionih ulaganja i osposobljavanja preduzeća za konkurentno poslovanje na svetskom tržištu, zapaža se tendencija porasta zaposlenih i u ovim



preduzećima. Prema podacima Republičkog zavoda za statistiku RS, u Podunavskom okrugu je u 2012. godini registrovano ukupno 36.596 zaposlenih lica (Tabela 30). Pri tome, 26. 947 zaposlenih u pravnim licima (privredna društva, preduzeća, ustanove, zadruga i druge organizacije) i 9.649 privatnih preduzetnika (lica koja samostalno obavljaju delatnost) i zaposlenih kod njih. U Podunavskom okrugu na 1.000 stanovnika evidentira se 185 zaposlenih, dok je prosek za Republiku Srbiju 240 zaposlenih (u Beogradskom regionu 341). Očigledno, postoje značajne regionalne asimetričnosti u regionalnoj zaposlenosti.

**Tabela broj 30: Zaposleni, godišnji prosek <sup>1</sup>, 2012. godina**

Region Oblast Grad – opština	Ukupno zaposleni <sup>2</sup>	Zaposleni u pravnim licima (privredna društva, preduzeća, ustanove, zadruga i druge organizacije)	Privatni preduzetnici (lica koja samostalno obavljaju delatnost) i zaposleni kod njih	Broj zaposlenih na 1000 stanovnika	
				Ukupno	Zaposleni u pravnim licima
REPUBLIKA SRBIJA	1.727.048	1.341.114	385.934	240	186
Beogradski region	566.807	468.706	98.101	341	282
Podunavska oblast	36.596	26.947	9.649	185	136
Velika Plana	7.212	4.449	2.763	178	110
Smederevo	21.228	16.138	5.090	197	150
Smederevska Palanka	8.157	6.361	1.796	164	128

*Izvor: Opštine i regioni u Republici Srbiji, 2013., Zaposlenost i zarade, Republički zavod za statistiku, Republika Srbija, <http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/>*

<sup>1</sup> Godišnji prosek izračunat je na bazi dva stanja: 31.03. i 30.09.

<sup>2</sup> Obuhvaćeni su zaposleni u pravnim licima (privredna društva, preduzeća, ustanove, zadruga i druge organizacije), privatni preduzetnici (lica koja samostalno obavljaju delatnost) i zaposleni kod njih.

Kao što se može uočiti u Tabeli 31, jaz u stopama (ne)zaposlenosti u Srbiji naročito je izražen između glavnog grada, odnosno razvijenih regiona sa povoljnom geografskom pozicijom s jedne strane, i ostatka zemlje sa druge strane. Primera radi, Beograd ima 53,5%, a Južnobački okrug 46,3%, zaposlenih u odnosu na stanovništvo radnog uzrasta prema 21,1% koliko ima Jablanički okrug odnosno 23,6% Toplički okrug. Podunavski okrug ima 29,1% zaposlenih u odnosu na radno sposobno stanovništvo (mart, 2010). U takvim uslovima, neophodna je efikasna politika dohodaka koja predstavlja značajan

faktor podsticajnog okruženja za efikasno poslovanje i investiranje i jedan od važnijih instrumenata za kontrolu agregatne tražnje, stabilizaciju cena i rast konkurentnosti. Usklađenost kretanja plata sa rastom produktivnosti rada treba da podrži dugoročno održiv ekonomski rast, povećano ulaganje u razvoj, nove tehnologije i nova radna mesta. To bi dovelo do poboljšanja konkurentne sposobnosti privrede, a s druge strane, smanjili bi se inflatorni pritisci.

**Tabela broj 31: Upporedni pregled nekih ekonomskih indikatora regionalne asimetričnosti tržišta rada u Srbiji**

Teritorijalna jedinica	Zaposleni u odnosu na radno sposobno stanovn. mart 2010	Nivo zaposlenosti Srbija=100.0	Stopa nezaposlenosti, jul 2010	Nivo zaposlenosti Srbija=100.0	Indeks kretanja nezaposlenosti u periodu juli 2010/oktobar 2009	Nivo prosečnih neto zarada I-VIII. 2010
Grad Beograd	53,5	146,0	13,8	48,1	98,53	133,5
Mačvanski okrug	25,7	70,0	40,1	140,0	99,11	85,2
Kolubarski okrug	34,2	93,4	23,2	80,9	113,84	86,7
Podunavski okrug	29,1	79,5	27,2	94,9	92,67	101,5
Braničevski okrug	30,2	82,3	20,0	69,7	95,15	99,9
Šumadijski okrug	29,7	81,2	37,4	130,3	100,15	88,9
Pomoravski okrug	37,7	102,8	34,2	119,1	106,12	83,3
Borski okrug	30,9	84,3	31,9	111,1	103,23	97,2
Zaječarski okrug	28,9	79,0	37,2	119,1	106,12	83,3
Zlatiborski okrug	29,7	81,2	34,9	121,8	94,31	85,3
Moravički okrug	32,2	87,8	31,2	108,7	100,56	84,4
Raški okrug	31,8	86,9	43,6	152,1	100,93	79,4
Rasinski okrug	27,0	73,6	38,1	133,0	99,81	78,7
Nišavski okrug	33,7	92,0	37,5	130,6	101,10	82,6
Toplički okrug	23,6	64,4	52,2	182,1	11,08	68,8
Pirotski okrug	33,8	92,4	41,5	144,8	102,85	81,4
Jablanički okrug	21,1	57,5	53,0	184,9	108,05	76,0
Pčinjski okrug	25,3	69,0	42,4	148,0	101,98	74,9
CENTRALNA SRBIJA	37,1	101,4	28,5	99,2	100,90	100,9
Север.бачки округ	37,7	102,9	25,2	87,8	120,34	91,0
Sred.banatski okrug	29,4	80,3	33,8	117,9	95,79	95,4
Sever.banat. okrug	31,3	85,5	31,0	108,0	99,93	89,0
Juž.banat. okrug	29,5	80,6	35,2	122,8	106,18	102,4
Zapad.bački okrug	29,5	80,4	35,6	124,1	103,63	88,6
Južno bački okrug	46,3	126,5	24,9	86,9	108,31	105,8
Sremski okrug	27,3	74,6	30,7	107,1	96,40	87,2
VOJVODINA	35,3	96,3	29,3	102,2	104,53	97,7
REPUBLIKA SRBIJA	36,6	100,0	28,7	100,0	101,86	100,0

Izvor: Opštine u Republici Srbiji za 2009. godinu, Nacionalna služba za zapošljavanje, Mesečni statistički bilten br. 95, juli, 2010. god., Republički zavod za statistiku Republike Srbije: Prosečne zarade po zaposlenom po okruzima i opštinama, Saopštenja br. 278 od 4.09. 2010.godine i Radovanović, V., Maksimović, M. (2010): "Tržišta rada i (ne)zaposlenost u Evropskoj uniji i Srbiji - regionalni aspekt", Geografski institut „Jovan Cvijić“ SANU, Zbornik radova, Knjiga 60 № 2, str. 59-74.

Povećanje zaposlenosti i zarada može se postići unapređenjem tehnološke osnove proizvodnje privatizovanih preduzeća uz pomoć stranih direktnih investicija koje obezbeđuju ne samo transfer tehnologije, već i upoznavanje sa

modernim menadžment konceptima i tehnikama. Takođe, povećanje zarada i zaposlenosti se može postići unapređenjem obrazovanja stanovništva Podunavskog okruga iz oblasti preduzetništva i poljoprivrede, čime bi se stekli uslovi za difuziju novih znanja na komercijalnim poljoprivrednim gazdinstvima, čime se stvara mogućnost transformacije ovakvih gazdinstava u mala i srednja preduzeća u oblasti agrobiznisa. Proaktivno delovanje u pogledu prilika i izazova, uz pomoć nacionalne politike, je način da se srpski agrobiznis približi evropskim zemljama sa razvijenom poljoprivredom.<sup>173</sup> Posledično, to bi doprenelo i umanjenju regionalnog jaza u zaposlenosti i zaradama. Primera radi, u 2012. godini prosečna neto zarada u Beogradu iznosila je 51.121 RSD, dok je u Podunavskom okrugu evidentirana na nivou od 38.588 RSD (Tabela 32).

**Tabela broj 32: Prosečne neto zarade, po okruzima i opštinama, godišnji prosek**

	2008	2009	2010	2011	2012
REPUBLIKA SRBIJA <sup>1</sup>	32.746	31.733	34.142	37.976	41.377
GRAD BEOGRAD	40.089	39.862	42.489	46.986	51.121
PODUNAVSKI OKRUG	34.117	30.653	34.082	36.766	38.588
Velika Plana	28.403	26.958	28.832	32.872	37.215
Smederevo	37.586	33.115	37.524	40.458	41.499
Smederevska Palanka	28.877	26.642	28.216	29.118	31.509

Izvor: Republički zavod za statistiku, Republika Srbija, <http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/>

<sup>1</sup> Od 1999. godine bez podataka za AP Kosovo i Metohija;

## **4.6. Analiza postojećih i budućih potreba visokoobrazovne radne snage Podunavskog okruga**

### *4.6.1. Obrazovna struktura stanovništva*

U ekonomskoj teoriji, ali i u savremenoj praksi, poznato je: ako se ukupni kapital, kao proizvodni potencijal, uslovno podeli na prirodni (Kp) i čovekom stvoreni – fizički i intelektualni (Kh), neophodno je da ukupna zaliha kapitala

<sup>173</sup> **Radosavljević, K., Popović, V., Mihailović, B.** (2022): „Competitiveness of rural economy and the sustainable development of Serbia“, International Scientific Conference: *Sustainable agriculture and rural development III*, Book of abstracts, December, 2022, Institute of Agricultural Economics, Belgrade, Serbia, str. 25.

(Kp+Kh) ne opada tokom doglednog vremena.<sup>174</sup> Očigledan uslov za to je da se obezbedi izvestan stepen supstitucije između različitih oblika kapitala, odnosno da se neminovno smanjivanje prirodnog kapitala nadomesti povećanjem raspoloživog humanog, a pre svega intelektualnog kapitala. To se, dakle, može postići samo povećanjem primene već stečenih i novih znanja i najbolje savremene proizvođačke prakse, odnosno korišćenjem resursa ukupnog naučno-tehničkog i kulturnog potencijala. Naime, tranzicija ekonomije podrazumeva značajniju primenu znanja, inovacija i novih tehnologija, što uključuje brojne reforme u oblasti obrazovanja, nauke, naučno-istraživačkih institucija i konsaltinga.<sup>175</sup> Suštinski doprinos i glavna uloga u zadovoljenju ovog važnog uslova upravo pripada nauci, struci, odnosno odgovarajućoj mreži instituta i fakulteta koji bi pružili potrebnu podršku preduzećima u upravljanju transformacionim procesima, kao i u kreiranju novog sektora. Posledično, neophodan je decentralizovan i regionalan pristup obrazovanju.

U takvim uslovima, obrazovna struktura stanovništva u Republici Srbiji predstavlja poseban izazov. Naime, problemi u pristupu obrazovanju nisu rešeni, osipanje dece postoji sa svih nivoa obrazovanja i po većini indikatora smo na začelju u Evropi. Još uvek oko 10% populacije ne završava osnovnu školu (ili se ne upiše ili se osipa u toku osnovne škole). U srednje škole se upisuje između 90–95% onih koji završe osnovnu školu (oko 80% generacije), a oko 15% upisanih ne završi srednje obrazovanje (oko 35% generacije). Svega 13% je završilo višu ili visoku školu. Situacija je nešto bolja ako se pogleda samo aktivno stanovništvo, ali je i tu nivo daleko niži nego prosek EU (19% sa terciarnom diplomom naspram proseka EU od oko 30%). Smanjenje broja lica koja rano napuštaju školovanje i povećanje udela stanovništva sa visokim obrazovanjem u ukupnom stanovništvu, što je EU definisala kao jedan od

---

<sup>174</sup> Milanović, M., Stevanović, S., Đorović, M. (2008): “Razvojne prednosti i elementi beogradske agrarno-ruralne multifunktionalnosti”, International Scientific Meeting: *Multifunctional Agriculture and Rural Development III – rural development and (un)limited resources*, 4-5th December 2008, Faculty of Agriculture in Zemun – Belgrade, knjiga 2, str. 83-89.

<sup>175</sup> Cvijanović, D. (2009): “System of Education, Scientific-Research and Consulting Work in Agriculture of Serbia“, 113th Seminar of the European Association of Agricultural Economists (EAAE) – *The role of knowledge, innovation and human capital in multifunctional agriculture and territorial rural development*. Editors: Danilo Tomić, Zorica Valjiljević, Drago Cvijanović. Publisher: Institute of Agricultural Economics, Belgrade. December, 9th-11th 2009. Belgrade, Serbia, str. 61-72.

svojih prioriteta, predstavlja izazov i za Republiku Srbiju.<sup>176</sup> Prema Popisu iz 2011. godine u Podunavskoj oblasti je evidentirana sledeća struktura stanovništva prema školskoj spremi (Tabela 33):

- Bez školske spreme: 4.788;
- Nepotpuno osnovno obrazovanje: 22.589;
- Osnovno obrazovanje: 41.960;
- Srednje obrazovanje: 81.802;
- Više obrazovanje: 7.790;
- Visoko obrazovanje: 10.125.

**Tabela broj 33: Stanovništvo staro 15 i više godina prema školskoj spremi, po Popisu 2011.**

Region Oblast Grad – opština	Ukupno	Bez školske spreme	Nepotpuno osnovno obrazo- vanje	Osnovno obrazo- vanje	Srednje obrazovanje	Više obrazovanje	Visoko obrazovanje	Nepo- znato
Podun. oblast	169.857	4.788	22.589	41.960	81.802	7.790	10.125	803
Velika Plana	35.093	1.100	5.709	9.340	15.991	1.296	1.456	201
Smederevo	91.562	2.573	10.176	22.532	45.248	4.482	6.140	411
Smederevska Palanka	43.202	1.115	6.704	10.088	20.563	2.012	2.529	191

Izvor: *Opštine i regioni u Republici Srbiji, 2013.*, Republički zavod za statistiku, Republika Srbija, <http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/>

Nedostatak kvalifikovane radne snage koja bi odgovarala zahtevima poslodavaca, tj. deficit kompetencija i radnih veština, karakteristika je radne snage ne samo u Podunavskom okrugu, Republici Srbiji, već i u većini zemalja članica EU. Teško je očekivati da će postojeći obrazovni sistem biti u stanju da se u kratkom roku prestroji u skladu sa promenjenom strukturom tražnje za radom, kvalifikacijama i veštinama. Problem predstavlja i nepostojanje nacionalnog okvira kvalifikacija koji podrazumeva uspostavljene kvalifikacije, opisuje nivoe kvalifikacija, odnose, ali i ukupnost subjekata i procesa koji se tiču njihovog uspostavljanja, načina sticanja, upoređivanja, prepoznavanja, obezbeđivanja kvaliteta i standarda, a koji je usklađen sa Evropskim okvirom kvalifikacija.<sup>177</sup> Prema Nacionalnoj strategiji zapošljavanja za period 2011-2020. godine, ključni izazovi u obrazovnoj politici ogledaju se pre svega u

<sup>176</sup> Nacionalna strategija zapošljavanja za period 2011-2020. godine, „Službeni glasnik RS”, br. 55/05, 71/05 – ispravka, 101/07, 65/08 i 16/11, str. 19.

<sup>177</sup> Nacionalna strategija zapošljavanja za period 2011-2020. godine, „Službeni glasnik RS”, br. 55/05, 71/05 – ispravka, 101/07, 65/08 i 16/11, str. 19.

nedovoljnoj usaglašenosti strategija zapošljavanja, obrazovanja i naučno-tehnološkog razvoja, nedostatka zakonske regulative u oblasti obrazovanja odraslih, povezivanja formalnog i neformalnog obrazovanja, problema nepostojanja institucija u skladu sa potrebama standarda kvaliteta obrazovanja odraslih.

#### *4.6.2. Kreiranje i gašenje poslova po regionima*

Najvišu bruto stopu kreiranja poslova u 2011. godini imao je region Vojvodine. Međutim, u ovom regionu je istovremeno ostvaren i najveći odliv zaposlenih, tako da je naizgled značajan rast zaposlenosti doprineo stopi novootvorenih poslova od 2,02 odsto, što je otprilike odgovara nivou republičkog proseka.<sup>178</sup> Prema istom izvoru, Beogradski region je imao najniže bruto stope kreiranja i gašenja poslova, tako da je neto stopa kreiranja poslova iznosila 2,07 odsto, što je nešto više od prosečne neto stope kreiranih poslova u Republici Srbiji. U regionu Šumadije i Zapadne Srbije ocenjena je najviša neto stopa kreiranja poslova, koja iznosi 2,25 odsto u 2011. godini, te bi to mogao biti važan indikator oporavka regionalnih ekonomija. Međutim, u regionu Južne i Istočne Srbije je ostvarena najniža neto stopa kreiranja poslova od 1,59 (Tabela 34).

**Tabela broj 34: Bruto i neto stope kreiranja i gašenja poslova po regionima u procentima, 2011. godina**

<b>Region</b>	<b>Bruto stopa kreiranja poslova</b>	<b>Bruto stopa gašenja poslova</b>	<b>Neto stopa kreiranja poslova (+/-)</b>
Beogradski region	7,00	4,93	2,07
Region Južne i Istočne Srbije	7,05	5,46	1,59
Region Kosova i Metohije	0,00	0,00	0,00
Region Šumadije i Zapadne Srbije	7,50	5,25	2,25
Region Vojvodine	8,52	6,51	2,02
Ukupno:	7,45	5,42	2,03

*Izvor: Nacionalna služba za zapošljavanje, Anketa poslodavaca, 2012.*

<sup>178</sup> Analiza tržišta rada i prognoziranje potreba na tržištu rada u Republici Srbiji, Nacionalna službe za zapošljavanje, USAID, Beograd, Septembar 2012., str. 27.

Najveće učešće nezaposlenih koji traže zaposlenje preko 12 meseci (dugoročna nezaposlenost – Tabela 35), zabeleženo je u Raškoj oblasti (75,42%), Jablaničkoj (72,39%), Rasinskoj (71,53%), Pomoravskoj (71,36%) i Topličkoj oblasti (70,54%), dok je najmanje učešće dugotrajne nezaposlenosti zabeleženo u Srednjobanatskoj (53,74%), Severnobačkoj (54,79%), Beogradskoj oblasti (56,41%), Podunavskoj (57,92%) i Braničevskoj oblasti (58,56%).<sup>179</sup>

**Tabela broj 35: Oblasti sa najvećim i najmanjim učešćem dugotrajno nezaposlenih u ukupnom broju nezaposlenih lica u okrugu na kraju 2012. godine**

Oblast	Učešće	Oblast	Učešće
Raška	75,42%	Srednjobanatska	53,74%
Jablanička	72,39%	Severnobačka	54,79%
Rasinska	71,53%	Beogradska	56,41%
Pomoravska	71,36%	Podunavska	57,92%
Toplička	70,54%	Braničevska	58,56%

*Izvor: Izveštaj o radu Nacionalne službe za zapošljavanje za 2012. godinu, Beograd, mart 2012, str. 10.*

#### *4.6.3. Trenutne potrebe za visokoobrazovanim kadrovima u oblasti preduzetništva i poljoprivrede*

Podunavski okrug ima veliki potencijal u poljoprivrednom sektoru, koji nije u potpunosti iskorišćen. Kadrovi značajno utiču na tempo privrednog rasta i razvoja kao proizvođači, potrošači, ali u poslednje vreme i kao upravljači. Jer, važna komponenta jedinstvenog tretiranja kadrova je njihovo učešće u upravljanju s obzirom na zainteresovanost za bolje poslovne rezultate.

U Smederevskoj Palanci živi 43.092 punoletnih stanovnika, a prosečna starost stanovništva iznosi 43,4 godina. U naselju ima 17.454 domaćinstava, a prosečan broj članova po domaćinstvu je 3,21. Područje je velikim delom naseljeno Srbima (čine 95% stanovništva grada), ali uz njih žive još pripadnici 18 nacionalnih manjina – najviše Roma. Poreklo stanovništva ukazuje na puteve migracionih kretanja, pa je najveći broj doseljenika u ovaj kraj dolazio sa Kosova

<sup>179</sup> Izveštaj o radu Nacionalne službe za zapošljavanje za 2012. godinu, Beograd, mart 2012, str. 10.

i Metohije, iz dinarskih, timočko-braničevskih, vlaških i vardarsko - moravskih krajeva. Novije, unutrašnje migracije, naročito iz sela u grad, koje su sa vremenom bivale sve zapaženije, naročito su poslednjih godina postale izraženije, što je dovelo do naglog rasta grada, sa svim posledicama karakterističnim za takav proces.

Prema delatnosti koju obavlja struktura stanovnika ukazuje na to da je najviše zaposlenih u prerađivačkoj industriji – 3.244 ukupno (2.019 muškaraca i 1.225 žena), zatim trgovini 1.240 ukupno (584 muškaraca i 656 žena) i najzad u zdravstvu i socijalnoj zaštiti 1.051 ukupno (349 muškaraca i 702 žena). S obzirom na starosnu strukturu poljoprivrednog stanovništva, kao i na još izraženu tendenciju migracija mlađeg stanovništva na relaciji selo - grad, trend smanjenja poljoprivrednog stanovništva, nastaviće se i u narednom periodu. Međutim, može se zaključiti da i pored negativnih demografskih tendencija u ruralnim delovima opštine Smederevska Palanka, broj aktivnog poljoprivrednog stanovništva predstavlja značajan faktor razvoja poljoprivrede. Kadrovi sa svojim znanjima, sposobnostima, radnim navikama, i stručnim iskustvom čine najznačajniji deo proizvodnih snaga u kvalitativnom i kvantitativnom smislu. Od njih zavisi organizovanost i uspešnost poslovanja. Kadrovi su nosioci, činioci, ciljevi, rezultanta i sastavni deo proširene reprodukcije. Takođe, predstavljaju suštinski deo i sastavno obeležje svakog elementa proizvodnih snaga. I logično sledi zaključak da angažovanost i svestrani razvoj kadrova imaju odlučujući uticaj na efikasnost privrednih tokova i efektivnost društvenih odnosa. Pošto su kadrovi jedini subjektivni činioci proizvodnih snaga, od njihovog nivoa razvijenosti u mnogome će zavisiti i stepen razvijenosti ostalih elemenata tih snaga, a pogotovo stepen njihove iskorišćenosti. Oni direktno doprinose društveno-ekonomskom razvoju čitavog Podunavskog okruga.

#### *4.6.4. Restrukturiranje preduzeća i kreiranje novog sektora kao determinante buduće potrebe za visokoobrazovanim kadrovima*

U periodu tranzicije i restrukturiranja, menadžment donosi važne poslovne odluke koje utiču ne samo na zaposlene, već i na šire okruženje.<sup>180</sup> Preduzeća Podunavskog okruga moraju da izvrše značajne promene da bi izašla iz ekonomske krize. Restrukturiranje se može definisati kao aktivnost koja se

---

<sup>180</sup> Jurišić, B. (2015): “Menadžment kao faktor neuspešnosti restrukturiranja preduzeća u Srbiji”, *FINIZ 2015-Contemporary Financial Management*, str. 127-129.



sprovodi u preduzeću čije su performanse u padu, kako bi preduzeće preživelo, a zatim napravilo zaokret ka profitabilnom poslovanju. Restrukturiranje u našim uslovima mora da obuhvati sve oblasti funkcionisanja preduzeća u Podunavskom okrugu. To podrazumeva da se ono mora realizovati kao vlasnička, tržišna, organizaciona, poslovna i finansijska transformacija. Postoji veliki broj pojedinačnih promena i intervencija koje se mogu sprovesti u svakom preduzeću u cilju poboljšanja poslovnih rezultata. Kada se performanse preduzeća ne mogu oceniti kao zadovoljavajuće, neophodne su promene u organizaciji, kompoziciji poslova, aktivni preduzeća i njegovoj finansijskoj strukturi itd. Upravo ova potreba za restrukturiranjem stvara tražnju za kadrovima iz ovih oblasti, koji bi bili nocioci i akteri ekonomskih promena. U praksi se javlja svojevrsni „kadrovski paradoks”. Naime, u većini preduzeća Podunavskog okruga je neophodno izvršiti kadrovsko restrukturiranje koje uglavnom podrazumeva smanjivanje broja zaposlenih, a istovremeno imaju malo adekvatnih stručnih kadrova. Istovremeno, poslodavci bi rado zaposlili kvalitetne visokoobrazovane kadrove jer iz iskustva znaju da su potencijalne koristi njihovog angažovanja veće od rashoda za njihove plate.

Strategija restrukturiranja podrazumeva korenitu izmenu načina poslovanja uz istovremenu primenu niza mera od kojih su najznačajnije: socijalni program, promena menadžmenta, organizacione promene, poboljšanje marketinga finansijska konsolidacija i slično.<sup>181</sup> Stvaranje poslovno atraktivnih preduzeća inicira potrebu za kadrovima iz oblasti preduzetništva u određenim privrednim sektorima. Suštinu potrebnih promena možemo da opišemo kao inovativno društvo koje ohrabruje preuzimanje rizika i stvara nova preduzetnička znanja. U okviru savremene ekonomske nauke problematika restrukturiranja preduzeća poslednjih decenija dobija na posebnom značaju.<sup>182</sup> Svaka dimenzija restrukturiranja preduzeća je specifična i zahteva profesionalnu stručnost i iskustvo kadrova. Zemlje u tranziciji, među kojima je i Srbija, suočile su se sa neophodnošću uspostavljanja tržišne ekonomije koja je zahtevala promenu

---

<sup>181</sup> Cvetković, N., Grgurević, S. B. (2004): “Pristup restrukturiranju i iskustva u realizaciji socijalnih programa u privatizovanim preduzećima u Srbiji”, *Ekonomski vidici*, 9(1), 41-47.

<sup>182</sup> Erić, D., Stošić, I. (2017): *Korporativno restrukturiranje*, Monografija, Institut ekonomskih nauka Beograd, Beogradska bankarska akademija, Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije Beograd.

vlasništva, odnosno prenošenje društvene i društvene svojine u privatnu.<sup>183</sup> Privatizacija predstavlja samo tek prvi korak na dugom putu reformi preduzeća, i mora da bude praćena brojnim drugim strukturnim promenama, koje treba da omoguće porast ukupne konkurentnosti privredivanja realnog sektora privrede Srbije.<sup>184</sup> Vlasničko restrukturiranje predstavlja privatizaciju domaćih preduzeća koja rezultira transformacijom društvenog i državnog kapitala u akcijski. U ovoj dimenziji restrukturiranja konsultanti se angažuju na aktivnostima pre i posle privatizacije. U aktivnostima pre privatizacije fokus je na pripremi preduzeća da uđe u postupak privatizacije i da se uspešno proda. U aktivnostima posle privatizacije ističu se mere odbrane od preuzimanja privatizovanih preduzeća, kao i primena odgovarajućih koncepata upravljanja preduzećem akcionarske forme organizovanja.

Tržišno restrukturiranje predstavlja redefinisavanje tržišta na kojem preduzeće nastupa sa ciljem da se unapredi prodaja i poslovanje preduzeća. Za uspešno tržišno restrukturiranje neophodno je raspolagati odgovarajućim informacijama o promenama u okruženju, a pre svega na domaćem i međunarodnom tržištu, kako bi se smanjili rizik i neizvesnost. Međunarodni konkurenti su često nemoćni pred ujedinjenim i dobro informisanim članovima kanala marketinga.<sup>185</sup> Sve rigorozniji zahtevi potrošača za kvalitetnim proizvodima nameću efikasan dizajn kanala marketinga, koji omogućava brzu isporuku.<sup>186</sup> Shodno tome, sve je veća ekspanzija kanala marketinga i njihovog uticaja na trgovinu proizvoda.<sup>187</sup> To je siguran put da se domaća preduzeća opredele za međunarodnu ekspanziju. Brojna su preduzeća u Podunavskom okrugu koja

---

<sup>183</sup> Knežević, M. (2009): "Privatization as the basis of reform process in Serbia", *Ekonomika, Journal for Economic Theory and Practice and Social Issues*, 55, str. 46-53.

<sup>184</sup> Stošić, I. (2007): "Uticaj privatizacije na unapređenje konkurentnosti u agrobiznisu", *Ekonomski vidici*, 12(3), str. 495-506.

<sup>185</sup> **Radosavljević, K.** (2017): *Kanali marketinga poljoprivrednih proizvoda*, monografija, Institut ekonomskih nauka, Beograd, str. 16.

<sup>186</sup> **Radosavljević, K., Vučić, I., & Plavšić, M.** (2019): "Expansion of marketing channels and their influence on trade in agri-food products: International experiences". *Ekonomika preduzeća*, 67(5-6), str. 370-383.

<sup>187</sup> **Radosavljević, K., Vučić, I., Plavšić, M.,** (2019): "Ekspanzija kanala marketinga i njihov uticaj na trgovinu poljoprivredno-prehrambenim proizvodima – međunarodna iskustva", *Ekonomika preduzeća* 2019, vol. 67, br. 5-6, Septembar-Oktobar 2019., str. 370-384.

projekte istraživanja tržišta tretiraju kao veliki ili nepotrebnii trošak, budući da smatraju da već u potpunosti poznaju potrebe svojih kupaca, tj. da poznaju tržište. Međutim, sve veći broj preduzeća shvata značaj istraživanja tržišta i pristupa naučnim metodima u sprovođenju ove aktivnosti, ili je prepušta za to specijalizovanim insitucijama (konsultantske kuće, marketing agencije, instituti i sl). Istraživanje tržišta omogućava preduzećima da efikasno rešavaju probleme nastale u svom poslovanju. Izbor kanala prometa uslovljen je potrebom da se sagledaju najznačajniji faktori koji utiču na njihov izbor i funkcionisanje, specifičnost proizvoda, cene proizvoda, uslova privređivanja, strukture pometa i tražnje.<sup>188</sup> Pri donošenju odluke o izboru kanala prometa, navike potrošača su bitne odrednice.<sup>189</sup> Takođe, ekonomska analiza se ne može svesti samo na ispitivanje tržišta i tržišnih odnosa, već mora obuhvatiti i institucije koje uređuju tržište i omogućavaju njegovo efikasno funkcionisanje.<sup>190</sup>

Organizaciono restrukturiranje predstavlja promenu organizacionog modela preduzeća i koncepcije funkcionisanja. Neophodno je sprovesti analizu organizacije, kreirati strategiju intervencije, zatim sastaviti izveštaj, voditi sastanke i sl. Posebni timovi eksperata se angažuju da izvrše dijagnozu stanja u organizaciji. Organizaciono restrukturiranje je interdisciplinarna oblast. Posledično, agenti promena, lideri organizacija ali pre svega, menadžeri i konsultanti, moraju imati znanje iz različitih oblasti, naročito iz oblasti ljudskog ponašanja. Menadžeri širom sveta shvataju sve veći značaj koji se daje razvoju veština, stavova i znanja koji su neophodni za efikasno nadmetanje na međunarodnim tržištima, pri čemu na značaju dobija izvozna konkurentnost.<sup>191</sup> Analiza konkurentnosti izvoza može se sprovesti pomoću tri indeksa konkurentnosti: indeks otkrivene konkurentne prednosti (Revealed Comparative Advantage Index), indeks izvozne specijalizacije (Export Specialization Index)

---

<sup>188</sup> **Radosavljević, K.** (2008): *Kanali marketinga voća*, Zadužbina Andrejević, Beograd, str. 19.

<sup>189</sup> **Radosavljević, K.** (2017): *Kanali marketinga poljoprivrednih proizvoda*, monografija, Institut ekonomskih nauka, Beograd, str. 35.

<sup>190</sup> Tmušić, M. B. (2017): *Uticaj kvaliteta institucija na privredni razvoj i efekte privatizacije u Srbiji*, Univerzitet u Beogradu.

<sup>191</sup> Cvijanović, D., **Mihailović, B.** (2011): *Međunarodni marketing kao faktor razvoja izvozne konkurentnosti*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd, str. 11.

i indeks intenziteta trgovine (Trade Intensity Index).<sup>192</sup> Poslovno restrukturiranje rezultira u značajnim promenama u poslovima koje preduzeće obavlja. Promene su najčešće fokusirane na sledeće oblasti: gašenje jednih poslova i otvaranje drugih; pripajanje i spajanje preduzeća; izrada biznis tj. poslovnih planova preduzeća; intervencije u oblasti proizvodnje i tehnologije. Cilj svih intervencija je povećavanje ekonomske vrednosti firme i poboljšanje njene pregovaračke snage na tržištu. Za uspešno poslovno restrukturiranje neophodno je analiziranje različitih načina kombinovanja tržišta i proizvoda kao osnovnih potencijala izvora rasta preduzeća. S tim u vezi, tržišno restrukturiranje je polazna pretpostavka za poslovno restrukturiranje preduzeća. Bolji plasman na tržištu imaju oni proizvođači, koji svojim kvalitetom zadovoljavaju potrebe krajnjih potrošača, što je dovoljan razlog izgradnje direktnih kanala prometa.<sup>193</sup> Strukturne promene koje su nastale u razvijenim zemljama karakterišu značajno pomeranje odnosa između učesnika u kanalima marketinga.<sup>194</sup> Marketinški saveti imaju posebnu težinu, budući da upravo postoji značajna korelacija između profita preduzeća i marketing strategije (Profit Impact of Market Strategy: PIMS).<sup>195</sup> Konsalting podrška se javlja u sledećim oblastima: menadžment prodaje, reklamiranje i promocija, fizička distribucija, kanali distribucije, pakovanje i razvoj novih proizvoda.<sup>196</sup> Svrha istraživanja tržišta je pružanje pomoći zaposlenima u proizvodnji da shvate ključne elemente koji su potrebni za efikasno upravljanje poslovanjem.<sup>197</sup>

---

<sup>192</sup> Crnokrak, N., Vlahović, B., **Radosavljević, K.** (2022): “Competitiveness of wine export from CEFTA countries in the EU market”, *Ekonomika preduzeća*, 70(7-8), str. 419-429.

<sup>193</sup> **Radosavljević, K.**, Domazet, I. (2010), “Specifičnosti kanala marketinga višnje na primeru Zadruga Arilje i fabrike «Jugprom», d.o.o.”, *Ekonomika poljoprivrede*, br. 1/2010., Januar 2010., str. 125-135.

<sup>194</sup> **Radosavljević, K.** (2008), “Kanal marketinga proizvodnje voća u Srbiji – primer maline i višnje”, *Ekonomski anali*, Ekonomski fakultet Beograd, 2008., broj 177. (april-jun 2008), str. 103-121.

<sup>195</sup> Cvijanović, D., **Mihailović, B.**, Čavlin, M., Čavlin, G. (2015): “Impact of marketing consulting on performances of agrarian clusters in Serbia”, *Sustainability* 2015, 7, doi:10.3390/su7021099, ISSN 2071-1050, str. 1099-1115.

<sup>196</sup> **Mihailović, B.**, Paraušić, V., Hamović, V. (2008): *Vodič za evaluaciju konsultantskog učinka*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd.

<sup>197</sup> **Mihailović, B.** (2019): *Marketing poljoprivredno-prehrambenih proizvoda*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede Beograd, str. 30.

Karakteristike koje čine infastrukturu za istraživanje tržišta sastoje se od brojnih tehnika, izvora podataka, metodologije, što sve zajedno pomaže u izvršenju istraživačkih projekata. Istovremeno, digitalizacija poslovanja značajno olakšava ove poduhvate.<sup>198</sup> Naime, digitalna revolucija je zahvatila sve sektore.<sup>199</sup>

Finansijsko restrukturiranje podrazumeva promenu u strukturi kapitala preduzeća, čime se menja odnos između vlasništva i duga. Domaća preduzeća imaju poremećenu finansijsku ravnotežu, neodgovarajuću strukturu izvora sredstava, kao i visoku zaduženost. Kod neprivatizovanih preduzeća najčešće se ide na poravnanje i reprogramiranje duga. Kod privatizovanih preduzeća finansijsko restrukturiranje se odnosi na operacije sa akcijama. U dosadašnjoj praksi glavni subjekti u ovim aktivnostima su kandidat za emisiju, Komisija za hartije od vrednosti, garant (ili investiciona banka), ovlašćeni revizor i razne vrste konsultanata.

Restukturiranje preduzeća Podunavskog okruga je posledica zakasnelog reagovanja i prilagođavanja promenama. Međutim, i u razvijenim tržišnim privredama preduzeća se restrukturiraju. Razlika je u tome što ih njihovo iskustvo u tržišnim uslovima čini sposobnim da se simultano prilagođavaju i vrše promene u poslovanju, organizaciji, načinu finansiranja itd.

Može se očekivati da će domaća preduzeća, nakon restrukturiranja koje je rezultat ekonomske krize, ući u period efikasnog poslovanja, kada će biti osposobljena za prilagođavanje modernim trendovima. Suština restrukturiranja preduzeća u Podunavskom okrugu je u povećanju spoljne i unutrašnje konkurentnosti kroz otvaranje prema međunarodnom tržištu i pospešivanje stvaranja novih malih i srednjih preduzeća. Razvoj novog sektora treba da bude simultan sa odvijanjem procesa privatizacije. Naime, privatizacija preduzeća u Srbiji ima za cilj da podigne ukupnu efikasnost poslovanja. Međutim,

---

<sup>198</sup> **Radosavljević, K.,** Zečević, A. (2018): "Unapređenje efikasnosti kratkih lanaca snabdevanja hranom putem mobilnih tehnologija", *Digital Transformation New Challenges and Business Opportunities*, 2018., str. 329-353.

<sup>199</sup> **Radosavljević, K.** (2023): „Digital transformation and risk mitigation in emerging insurance markets: A comparative analysis between China and Serbia“, *Oppor. Chall. Sustain*, 2, str. 104-115.

transformacioni procesi preduzeća u periodu tranzicije imaju delikatne ishode, koji se ogledaju u gašenju poslova i otpuštanju zaposlenih. Pored privatizacije, tranziciju prati i "tranzicioni šok" koji se manifestuje kroz pad poslovne aktivnosti i cenovni pritisak.

Prema procenama eksperata Svetske banke potrebno je da se 40% nacionalnog dohotka stvara u novom sektoru kako bi se anulirali negativni efekti tranzicionog šoka. Takođe, u uslovima nedostatka domaće akumulacije i sve manjeg priliva stranih direktnih investicija usled globalne finansijske krize, nameće se kao prirodan i logičan zaključak da bi ekonomski razvoj Podunavskog okruga u određenoj meri trebalo bazirati na samozapošljavanju i tzv. internom preduzetništvu.

#### *4.6.5. Razvoj ljudskog kapitala i veće socijalno uključivanje*

Od suštinskog značaja za strategiju i politiku zapošljavanja je razvoj i unapređenje ljudskog kapitala. Podizanje kvaliteta radne snage kroz obrazovanje i obuke i socijalno uključivanje pojedinaca i grupa koje se nalaze u stanju socijalne isključenosti doprineće ekonomskom i socijalnom razvoju Republike Srbije.<sup>200</sup>

Kako se ističe, suština obrazovne politike u narednom periodu treba da se ogleda u reformi obrazovnog sistema, koja podrazumeva reformu obrazovnih zakona, reformu nastavnih planova i programa, izgradnju institucija, profesionalnu obuku nastavnika i direktora obrazovnih institucija, a zatim i medijsku kampanju radi bolje informisanosti javnosti o obrazovnoj reformi.

Zbog značaja razvoja sistema obrazovanja veoma je važno uspostaviti saradnju i koordinaciju relevantnih aktera kako bi se na odgovarajući način upravljalo obrazovanjem, uočili nedostaci koji dovode do neusklađenosti ponude i potražnje i razlika na tržištima rada i kako bi se kreirao povoljan društveni i poslovni ambijent koji bi podstakao investicije.

Na slabije investiranje u Podunavskom okrugu utiču mnogi faktori, a pre svega, visoki komercijalni i nekomercijalni rizici, spora ekonomska tranzicija i

---

<sup>200</sup> Nacionalna strategija zapošljavanja za period 2011-2020. godine, „Službeni glasnik RS”, br. 55/05, 71/05 – ispravka, 101/07, 65/08 i 16/11, str. 24.

nerazvijene institucije koje u praksi garantuju prava koja proizilaze iz privatne svojine i ugovora. Srbija mora da se zaokruži u teritorijalnom, statusnom i ekonomskom smislu, kao i da okonča privatizaciju preduzeća koja je osnovna poluga afirmacije tržišne ekonomije.

Unapređenje uslova poslovanja u Podunavskom okrugu zahteva da se izvori konkurentnosti pomeraju ka visokom obrazovanju, efikasnom tržištu i sposobnosti zarade na postojećoj tehnologiji, odnosno fokus privrede trebalo bi pomerati sa fizičkih resursa ka znanju.

Ovo tim pre, budući da mnoga preduzeća u Podunavskom okrugu imaju nepovoljne poslovne performanse koje se manifestuju kroz opadanje tržišnog učešća i rentabiliteta, povećanje zaduživanja, neadekvatno investiranje i povećan obim novih poslovnih poduhvata na račun primarnog posla. Uočljivo je da je neophodno adekvatno preduzetničko znanje i inovirane menadžerske sposobnosti i veštine.

Shodno tome, upravo u visokom obrazovanju razvoj inovacija i transfer inovativnog znanja i tehnologija iz akademskog u privredni sektor predstavljaju najvažniji oblik aktivnosti koji podstiče razvoj. U tom smislu podstičeće se zajednički rad univerziteta, istraživačkih institucija i privrede, kao i korišćenje opreme i znanja prisutnih na univerzitetima i institutima od strane privrednih subjekata i obrnuto, kao i studentski projekti i praksa.

Savremena komunikacijska tehnologija, od telefona, preko radia i televizije, a sada i interneta, otvara mogućnost spajanja i interakcije među ljudima, uprkos činjenici da postoji velika geografska udaljenost između njih.<sup>201</sup> Telekomunikaciona infrastruktura je posebno značajna u savremenoj ekonomiji, jer olakšava prikupljanje informacija, uspostavlja veze sa međunarodnim tržištima i smanjuje troškove proizvodnje i transporta.<sup>202</sup> Politike tržišta rada

---

<sup>201</sup> **Mihailović, B.,** Radović, N. (2017): "Etički izazovi u uslovima globalizacije", *Srpska politička misao*, broj 2/2017, godina XXIV, sveska 56, str. 94.

<sup>202</sup> **Radosavljević, K., Mihailović, B.** (2024): „Communication technologies as a prerequisite for the digitalization of rural areas in the republic of Serbia“. In Book of Proceedings: *International Scientific Conference "Village and Agriculture"*, Editors: Vesna Gantner, Vera Popović, Milivoje Čosić, Publisher: Bijeljina University, Faculty of Agriculture, Bijeljina, Republic of Srpska, B&H, 27.09. – 29.09. 2024, Požarevac, Serbia, str. 52-62.

trebalo bi da povećaju učestalost programa dodatnog obrazovanja i obuka u merama aktivne politike zapošljavanja, što obuhvata razne programe osposobljavanja i obučavanja, prekvalifikacije i dokvalifikacije, funkcionalnog osnovnog obrazovanja odraslih, kao i da te programe usmere na najugroženije grupe na tržištu rada i pojedince sa višestrukim faktorom ranjivosti i to pre svega kroz jačanje kapaciteta na lokalnom nivou za unapređenje razvoja obrazovanja i obuke.

Programe obuka treba prilagođavati potrebama poslodavaca, kao i potrebama pojedinaca u cilju povećanja kompetentnosti i inovativnih sposobnosti. Važno je promovisati inovacije, kratke marketinške kanale i razmenu znanja.<sup>203</sup>

Posebno je potrebno raditi u pravcu promovisanja preduzetništva i preduzetničkog učenja i obrazovanja. Podrška se ogleda u pružanju konsultantskih usluga, kao i na podsticanju samozapošljavanja kroz kontinuirano preduzetničko osposobljavanje i obuku. U tom smislu javlja se neophodnost izrade zajedničke strategije razvoja preduzetničkog obrazovanja, čiji je osnovni cilj povećanje samozapošljavanja u Republici Srbiji.<sup>204</sup>

---

<sup>203</sup> **Radosavljević, K.,** Pătărlăgeanu, S.R., **Mihailović, B.,** Mitrašević, M. (2024): „Innovations of rural areas as a necessity of green economy and sustainable development“. In *Proceedings of the International Conference on Business Excellence*, Vol. 18, No. 1, str. 1712-1723.

<sup>204</sup> Nacionalna strategija zapošljavanja za period 2011-2020. godine, „Službeni glasnik RS“, br. 55/05, 71/05 – ispravka, 101/07, 65/08 i 16/11, str. 27.



## **DEO V STUDIJA SLUČAJA: FINANSIJSKA ANALIZA I PROCENA VREDNOSTI PREDUZEĆA U POSTUPKU PRIVATIZACIJE**

Analiza finansijskog rezultata, imovinskog i finansijskog položaja preduzeća "XYZ",<sup>205</sup> obuhvata period od 1998 do 2002. godine, čime je obezbeđena vremenska uporedivost i uočavanje razvoja prinosnog i finansijskog položaja. Finansijska analiza je urađena na osnovu zvaničnih bilansnih izveštaja (bilansa uspeha, bilansa stanja i rasporeda rezultata), koji nisu bili prethodno podvrgnuti nezavisnoj reviziji. Analiza finansijskih izveštaja stvara, dakle, informacionu osnovu za potrebe upravljanja, tj. odlučivanja.<sup>206</sup>

### **5.1. Analiza finansijskog rezultata**

Savremeno poslovanje karakterišu stalne promene i intenzivna konkurencija.<sup>207</sup> Suština definisanja pojma analize finansijskih izveštaja nalazi se u shvatanju da analiza treba da podvrgne posmatranju, ispitivanju, oceni i formulisanju dijagnoze onih procesa koji su se desili u kompaniji i koji se kao takvi nalaze sažeti i opredmećeni u okviru finansijskih izveštaja.<sup>208</sup>

#### *5.1.1. Analiza strukture i rasporeda ukupnog prihoda*

Finansijski izveštaji predstavljaju informacionu bazu za donošenje ekonomsko-finansijskih odluka.<sup>209</sup> Struktura ukupnog prihoda pokazuje po kom osnovu i na kom tržištu je stican prihod, a struktura rasporeda ukupnog prihoda pokazuje njegovu opterećenost pojedinim segmentima rashoda i udeo finansijskog rezultata u ukupnom prihodu. Struktura i raspored ukupnog prihoda preduzeća

---

<sup>205</sup> Procena vrednosti kapitala preduzeća "XYZ", Institut za istraživanje tržišta, IZIT, Beograd, 31. decembar 2002. godine.

<sup>206</sup> Vukša, S., & Andžić, S. (2016): "Analiza finansijskih izveštaja preduzeća", *Akcionarstvo*, str. 21-30, str. 25.

<sup>207</sup> Vučić, V. (2021): "Finansijska analiza i njeni instrumenti u funkciji poslovnog upravljanja", *Horizonti menadžmenta*, 1(1), str. 109-134.

<sup>208</sup> Knežević, G. (2007): *Ekonomsko-finansijska analiza*. Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 5.

<sup>209</sup> Mrvaljević, M., Dobričanin, S., & Đuricanin, J. (2014): "Finansijski izveštaji u funkciji menadžment odlučivanja", *Ekonomski signali: poslovni magazin*, 9(2), str. 85-103.

"XYZ", u periodu od 1998. do 2002. godine prezentirani su u sledećim tabelama:

**Tabela broj 36: Nivo i raspored ukupnog prihoda (u hilj. din)**

	1998	1999	2000	2001	2002
1 Prihodi od prodaje u zemlji	122	0	16.792	37.948	55.216
2 Prihodi od prodaje u inostranstvu	7.512	7.216	0	0	0
3 Ostali poslovni prihodi	41	14	143	16	29
4 POSLOVNI PRIHODI PERIODA (1+2+3)	7.675	7.230	16.935	37.964	55.245
5 Prihodi od finansiranja	1.844	2.592	2.499	1.912	981
6 Vanredni prihodi	127	3.366	2.477	658	1.106
7 Revalorizacioni prihodi	1.113	1.443	3.605	0	0
8 UKUPAN PRIHOD (4+5+6+7)	10.759	14.631	25.516	40.534	57.332
9 Nabavna vrednost i troš.i materijala,ener.,usl. sl.	1.817	2.312	5.517	8.206	16.781
10 Nematerijalni troškovi	2.389	2.248	5.077	6.500	7.787
11 Amortizacija	290	315	1.148	1.642	1.681
12 Bruto plate	5.097	3.584	7.109	16.621	26.762
13 Troškovi finansiranja	1.317	3.392	2.223	3.683	2.727
14 Vanredni rashodi	165	894	2.241	2.451	1.594
15 Revalorizacioni rashodi	2.247	1.793	6.610	0	0
16 UKUPNI RASHODI (9 do 15)	13.322	14.538	29.925	39.103	57.332
17 Bruto dobitak/gubitak (8-16)	-2.563	93	-4.409	1.431	0
18 Porezi i doprinosi iz rezultata	0	18	0	286	0
19 Neto dobitak/gubitak (17-18)	-2.563	75	-4.409	1.145	0

**Tabela broj 37: Struktura rasporeda ukupnog prihoda (struktura u procentima)**

	1998	1999	2000	2001	2002
1 Prihodi od prodaje u zemlji	1,1%	0,0%	65,8%	93,6%	96,3%
2 Prihodi od prodaje u inostranstvu	69,8%	49,3%	0,0%	0,0%	0,0%
3 Ostali poslovni prihodi	0,4%	0,1%	0,6%	0,0%	0,1%
4 POSLOVNI PRIHODI PERIODA (1+2+3)	71,3%	49,4%	66,4%	93,7%	96,4%
5 Prihodi od finansiranja	17,1%	17,7%	9,8%	4,7%	1,7%
6 Vanredni prihodi	1,2%	23,0%	9,7%	1,6%	1,9%
7 Revalorizacioni prihodi	10,3%	9,9%	14,1%	0,0%	0,0%
8 UKUPAN PRIHOD (4+5+6+7)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
9 Nabavna vrednost i troškovi mater.,ener.,usl. sl.	16,9%	15,8%	21,6%	20,2%	29,3%
10 Nematerijalni troškovi	22,2%	15,4%	19,9%	16,0%	13,6%
11 Amortizacija	2,7%	2,2%	4,5%	4,1%	2,9%
12 Bruto plate	47,4%	24,5%	27,9%	41,0%	46,7%
13 Troškovi finansiranja	12,2%	23,2%	8,7%	9,1%	4,8%
14 Vanredni rashodi	1,5%	6,1%	8,8%	6,0%	2,8%
15 Revalorizacioni rashodi	20,9%	12,3%	25,9%	0,0%	0,0%
16 UKUPNI RASHODI (9 do 15)	123,8%	99,4%	117,3%	96,5%	100,0%
17 Bruto dobitak/gubitak (8-16)	-23,8%	0,6%	-17,3%	3,5%	0,0%
18 Porezi i doprinosi iz rezultata	0,0%	0,1%	0,0%	0,7%	0,0%
19 Neto dobitak/gubitak (17-18)	-23,8%	0,5%	-17,3%	2,8%	0,0%

*Struktura ukupnog prihoda* - U strukturi ukupnog prihoda, poslovni prihodi perioda imaju najveće učešće, koje se kreće u rasponu od 49,4% do 96,4%. U okviru poslovnih prihoda tokom 2000., 2001. i 2002. godine dominiraju prihodi od prodaje u zemlji (raspon učešća od 65,8% do 93,6%). Prihodi od prodaje u inostranstvu javljaju se u 1998. i 1999. godini sa učešćem od 69,8% i 49,3%, posmatrano respektivno. Prihodi od finansiranja imaju trend pada sa 17,7% (1999. godina) na 1,7% (2002. godina). Vanredni prihodi imaju učešće u intervalu od 1,2% do 23,0% u strukturi ukupnog prihoda. Revalorizacioni prihodi se registruju tokom prve tri godine posmatranog perioda, sa rasponom učešća od 9,9% do 14,1%.

*Struktura rasporeda ukupnog prihoda* u analiziranom periodu je neujednačena posmatrano po pojedinim godinama. Pri tome, uočavaju se sledeće tendencije:

- ukupni prihodi su veći od ukupnih rashoda u 1999. i 2001. godini; tokom 1998. i 2000. godine ukupni rashodi nadmašuju ukupne prihode, a u 2002. godini se izjednačavaju sa njima;
- opterećenje ukupnog prihoda troškovima materijala, energije, usluga i sl. kreće se od 15,8% do 29,3%, dok nematerijalni troškovi opterećuju ukupan prihod od 13,6% do 22,2% ;
- opterećenje ukupnog prihoda amortizacijom nalazi se u intervalu od 2,2% do 4,5%;
- učešće bruto plata u strukturi ukupnog prihoda kreće se u rasponu od 24,5% do 47,4%;
- kod troškova finansiranja evidentira se trend pada sa 23,2% (1999. godina) na 4,8% (2002. godina);
- revalorizacioni rashodi javljaju se u 1998., 1999. i 2000. godini sa rasponom učešća od 12,3% do 25,9%;
- vanredni rashodi se registruju u intervalu od 1,5% do 8,8% u strukturi ukupnog prihoda.

*Udeo poslovnog rezultata u ukupnom prihodu* - U analiziranom periodu preduzeće "XYZ", posluje sa bruto dobitkom u 1999. godini (učešće od 0,6%) i 2001. godini (učešće od 3,5%); bruto gubitak se evidentira u 1998. i 2000. godini, dok se tokom 2002. godine ukupni prihodi izjednačavaju sa ukupnim rashodima.

### 5.1.2. Analiza strukture finansijskog rezultata

Struktura finansijskog rezultata pokazuje iz kojih prihoda potiče finansijski rezultat, što je bitno za ocenu uspešnosti bilansa. Struktura finansijskog rezultata preduzeća "XYZ", u formi bruto dobitka, izgleda ovako:

**Tabela broj 38: Struktura bruto dobitka (u hilj. din)**

		1998	1999	2000	2001	2002
1	Poslovni prihodi	7.675	7.230	16.935	37.964	55.245
2	Prihodi od finansiranja	1.844	2.592	2.499	1.912	981
3	Vanredni prihodi	127	3.366	2.477	658	1.106
4	Revalorizacioni prihodi	1.113	1.443	3.605	0	0
5	UKUPAN PRIHOD (1+2+3+4)	10.759	14.631	25.516	40.534	57.332
6	Redovni rashodi bez rashoda finansiranja	9.593	8.459	18.851	32.969	53.011
7	Rashodi finansiranja	1.317	3.392	2.223	3.683	2.727
8	Vanredni rashodi	165	894	2.241	2.451	1.594
9	Revalorizacioni rashodi	2.247	1.793	6.610	0	0
10	UKUPNI RASHODI (6+7+8+9)	13.322	14.538	29.925	39.103	57.332
11	Fin. rezultat iz poslovnih prihoda (1-6)	-1.918	-1.229	-1.916	4.995	2.234
12	Fin. rezultat iz finans. prihoda (2-7)	527	-800	276	-1.771	-1.746
13	Fin. rezul. iz redovnog poslovanja (11+12)	-1.391	-2.029	-1.640	3.224	488
14	Finans. rezultat iz vanred. prihoda (3-8)	-38	2.472	236	-1.793	-488
15	Finans. rezultat iz revalorizacionih prihoda (4-9)	-1.134	-350	-3.005	0	0
16	Ukupan finansijski rezultat (5-10)	-2.563	93	-4.409	1.431	0

Osnovne karakteristike gore navedene strukture su:

- finansijski rezultat *iz poslovnih prihoda* je negativan tokom prve tri godine analiziranog perioda, dok se u 2001. i 2002. godini javljaju pozitivne vrednosti;
- finansijski rezultat *iz prihoda finansiranja* je negativan u 1999., 2001. i 2002. godini, a tokom preostale dve godine obuhvaćenog perioda evidentiraju se pozitivne vrednosti;
- finansijski rezultat *iz redovnog poslovanja* je negativan u 1998., 1999. i 2000. godini, dok su pozitivne vrednosti registrovane u preostale dve godine;
- finansijski rezultat *iz vanrednih prihoda* je negativan u 1998., 2001. i 2002. godini; pozitivan rezultat ostvaren je u 1999. i 2000. godini;
- finansijski rezultat *iz revalorizacionih prihoda* evidentira se tokom prve tri godine posmatranog perioda i ima negativne vrednosti;
- *ukupan finansijski rezultat* je pozitivan u 1999. i 2001. godini, dok se negativne vrednosti evidentiraju u 1998. i 2000. godini; tokom 2002. godine ukupan finansijski rezultat je jednak nuli.

### 5.1.3. Analiza rentabilnosti

Rentabilnost ukupno uloženog kapitala, tačnije ukupno uloženih sredstava, merena je na dva načina i to: *stopom bruto prinosa*, dobijenom iz odnosa bruto dobitka uvećanog za troškove finansiranja i prosečnog ukupnog kapitala i *stopom neto prinosa* dobijenom iz odnosa neto dobitka uvećanog za troškove finansiranja i prosečnog ukupnog kapitala. Rentabilnost sopstvenog kapitala merena je, takodje, sa dve stope - *stopa bruto prinosa na sopstveni kapital* dobijena iz odnosa bruto dobitka i prosečnog sopstvenog kapitala i *stopa neto prinosa na sopstveni kapital* dobijena iz odnosa neto dobitka i prosečnog sopstvenog kapitala. Rentabilnost ukupnog i sopstvenog kapitala preduzeća "XYZ", prezentirana je u narednoj tabeli broj. Prezentirani podaci upućuju na sledeće zaključke: 1) stope bruto i neto prinosa na ukupni kapital osciliraju tokom analiziranog perioda od negativnih do pozitivnih vrednosti; 2) stope bruto i neto prinosa na sopstveni kapital, takođe osciliraju od negativnih do pozitivnih vrednosti tokom obuhvaćenog perioda, s tim što su u 2002 jednake nuli.

**Tabela broj 39: Rentabilnost (u hilj. din)**

		1998	1999	2000	2001	2002
1	Bruto dobitak	-2.563	93	-4.409	1.431	0
2	Porezi i doprinosi	0	18	0	286	0
3	Neto dobitak (1-2)	-2.563	75	-4.409	1.145	0
4	Troškovi finansiranja	1.317	3.392	2.223	3.683	2.727
5	Bruto prinos na ukupan kapital (1+4)	-1.246	3.485	-2.186	5.114	2.727
6	Neto prinos na ukupan kapital (3+4)	-1.246	3.467	-2.186	4.828	2.727
7	Ukupan kapital na kraju prethodne godine	8.756	14.297	16.631	21.163	25.307
8	Ukupan kapital na kraju tekuće godine	14.297	16.631	21.163	25.307	19.048
9	Prosecan ukupan kapital (7.+8.)/2	11.527	15.464	18.897	23.235	22.178
10	Stopa bruto prinosa na ukupan kapital 5/9	-10,81%	22,54%	-11,57%	22,01%	12,30%
11	Stopa neto prinosa na ukupan kapital 6/9	-10,81%	22,42%	-11,57%	20,78%	12,30%
12	Sopstveni kapital na kraju preth. godine	3.894	6.141	5.445	12.444	16.504
13	Sopstveni kapital na kraju tekuće godine	6.141	5.445	12.444	16.504	13.950
14	Prosecan ukupan kapital (12.+13.)/2	5.018	5.793	8.945	14.474	15.227
15	Stopa bruto prinosa na sopst kapital 1/14	-51,08%	1,61%	-49,29%	9,89%	0,00%
16	Stopa neto prinosa na sopst kapital 3/14	-51,08%	1,29%	-49,29%	7,91%	0,00%

## 5.2. Analiza imovinskog položaja

### 5.2.1. Struktura ukupne aktive

Ukupnu aktivu preduzeća "XYZ", u svim godinama analiziranog perioda čini poslovna i vanposlovna aktiva, s tim što se vanposlovna aktiva evidentira u zanemarljivo malim iznosima (izdvajanja za solidarnu stambenu izgradnju). To se može uočiti na sledećoj tabeli:

**Tabela broj 40: Struktura ukupne aktive**

	1998	1999	2000	2001	2002
Aktiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Poslovna aktiva	99,1%	99,0%	99,0%	99,2%	98,4%
Vanposlovna aktiva	0,9%	1,0%	1,0%	0,8%	1,6%

### 5.2.2. Struktura poslovnih sredstava i izvora poslovnih sredstava

Struktura poslovnih sredstava i izvora poslovnih sredstava preduzeća "XYZ", u periodu od 1998. do 2002. godine bila je sledeća:

**Tabela broj 41: Struktura poslovne aktive i pasive (u hilj. din)**

	1998	1999	2000	2001	2002
<b>POSLOVNA AKTIVA</b>	14.297	16.631	21.163	25.307	19.048
I. STALNA SREDSTVA	3.308	4.291	7.073	8.286	8.160
II. OBRTNA SREDSTVA	8.412	12.295	9.675	12.700	10.815
1. Zalihe	158	1.019	1.443	2.278	2.761
2. Potraživanja	8.251	11.273	8.230	10.361	7.910
3. Novac i hartije od vrednosti	3	3	2	61	144
III AVR	14	45	6	108	73
IV GUBITAK	2.563	0	4.409	4.213	0
<b>POSLOVNA PASIVA</b>	14.297	16.631	21.163	25.307	19.048
I KAPITAL	6.141	5.445	12.444	16.504	13.950
II DUGOROČNA REZERVISANJA	0	0	0	0	0
III DUGOROČNE OBAVEZE	0	0	0	0	0
IV KRATKOROČNE OBAVEZE	8.156	11.159	8.719	8.803	5.098
V PVR	0	27	0	0	0

**- struktura u %-**

	1998	1999	2000	2001	2002
<b>POSLOVNA AKTIVA</b>	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
I. STALNA SREDSTVA	23,1%	25,8%	33,4%	32,7%	42,8%
II. OBRтна SREDSTVA	58,8%	73,9%	45,7%	50,2%	56,8%
1. Zalihe	1,1%	6,1%	6,8%	9,0%	14,5%
2. Potraživanja	57,7%	67,8%	38,9%	40,9%	41,5%
3. Novac i hartije od vrednosti	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,8%
III AVR	0,1%	0,3%	0,0%	0,4%	0,4%
IV GUBITAK	17,9%	0,0%	20,8%	16,6%	0,0%
<b>POSLOVNA PASIVA</b>	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
I KAPITAL	43,0%	32,7%	58,8%	65,2%	73,2%
II DUGOROČNA REZERVISANJA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
III DUGOROČNE OBAVEZE	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
IV KRATKOROČNE OBAVEZE	57,0%	67,1%	41,2%	34,8%	26,8%
V PVR	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%

Kao što se vidi iz prezentiranih podataka, u strukturi aktive dominira učešće obrtnih sredstva koje se kreće u rasponu od 45,7% do 73,9%. Učešće stalnih sredstava ima trend rasta od 23,1% (1998. godina) do 42,8% (2002. godina). Učešće zaliha ima tendenciju porasta sa 1,1% (1998. godina) na 14,5% (2002. godina). Potraživanja se javljaju u intervalu od 40,9% do 67,8% učešća u strukturi aktive.

Novac i hartije od vrednosti imaju zanemarljivo učešće. Aktivna vremenska razgraničenja (AVR) se evidentiraju tokom celog analiziranog perioda u zanemarljivim iznosima. Gubitak se registruje u 1998., 2000. i 2001. godini sa rasponom učešća od 16,6% do 20,8% u strukturi aktive. Analiza strukture izvora poslovnih sredstava ukazuje da učešće kapitala ima trend porasta od 32,7% (1999. godina) do 73,2% (2002. godina).

Dugoročna rezervisanja i dugoročne obaveze se ne evidentiraju tokom analiziranog perioda. Kod kratkoročnih obaveza registruje se smanjenje učešća sa 67,1% (1999. godina) na 26,8% (2002. godina). Pasivna vremenska razgraničenja (PVR) evidentiraju se jedino u 1999. godini sa zanemarljivim učešćem u poslovnoj pasivi.

### 5.3. Analiza finansijskog položaja

#### 5.3.1. Analiza finansijske ravnoteže

Analiza finansijskih izveštaja predstavlja istraživanje i merenje odnosa koji postoje između bilansnih pozicija, kako bi se ocenio finansijski položaj, uspešnost i likvidnost poslovanja preduzeća.<sup>210</sup> Razlikuje se *kratkoročna finansijska ravnoteža*, čije se stanje utvrđuje upoređivanjem likvidnih sredstava uvećanih za kratkoročno vezana sredstva i kratkoročnih obaveza, i *dugoročnu finansijsku ravnotežu*, čije se stanje utvrđuje upoređivanjem dugoročno vezanih sredstava i sopstvenog kapitala, uvećanog za dugoročne obaveze i dugoročna rezervisanja.

**Tabela broj 42: Analiza finansijske ravnoteže (u hilj. din)**

	1998	1999	2000	2001	2002
1 Gotovina i hartije od vrednosti	3	3	2	61	144
2 Kratkoročna potraživanja iz poslovanja	8.251	11.273	8.230	10.361	7.910
3 Kratkoročna finansijska ulaganja	0	0	0	0	0
4 KRATKOROCNO VEZANA SRED I GOTOVINA (1 do 3)	8.254	11.276	8.232	10.422	8.054
5 KRATKOROCNE OBAVEZE	8.156	11.186	8.719	8.803	5.098
6 KOEFICIJENAT UBRZANE LIKVIDNOSTI (4/5)	1,01	1,01	0,94	1,18	1,58
7 Stalna sredstva i upisani kapital	3.308	4.291	7.073	8.286	8.160
8 Zalihe	158	1.019	1.443	2.278	2.761
9 Aktivna vremenska razgranicenja	14	45	6	108	73
10 Gubitak	2.563	0	4.409	4.213	0
11 DUGOROCNO VEZANA SREDSTVA I GUBITAK (7 do 10)	6.043	5.355	12.931	14.885	10.994
12 Kapital	6.141	5.445	12.444	16.504	13.950
13 Dugoročna rezervisanja	0	0	0	0	0
14 Dugoročne obaveze	0	0	0	0	0
15 TRAJNI I DUGOROCNI KAPITAL (12 do 14)	6.141	5.445	12.444	16.504	13.950
16 KOEFICIJENT FINANSIJSKE STABILNOSTI (11/15)	0,98	0,98	1,04	0,90	0,79

Ova analiza je preduslov za racionalno upravljanje i razvoj kompanije. Predmet finansijske analize su finansijsko-računovodstveni izveštaji preduzeća, koji predstavljaju verodostojan i pravno prihvatljiv prikaz toka poslovnih

<sup>210</sup> Čavić, D. (2009): "Analiza i tumačenje finansijskih izveštaja", *Škola biznisa, 1*, 70-77.



aktivnosti.<sup>211</sup> Na osnovu prethodne tabele vidljivo je da je preduzeće "XYZ" tokom analiziranog perioda imalo koeficijent ubrzane likvidnosti viši od 1 (osim u 2000. godini). To znači da je u tim godinama kratkoročna finansijska ravnoteža pomerena ka kratkoročno vezanim sredstvima, čime je ostvarena relativno povoljna likvidnost. Istovremeno koeficijent finansijske stabilnosti je niži od 1 (izuzev u 2000. godini), jer je dugoročna finansijska ravnoteža pomerena ka trajnom i dugoročnom kapitalu.

Navedeni razlozi upućuju na potrebu detaljnije analize obrtnog fonda. Pri tome, u periodu od 1998. do 2002. godine kretanje obrtnog fonda preduzeća "XYZ", bilo je sledeće (po neto principu):

**Tabela broj 43: Analiza obrtnog fonda (u hilj. din)**

		1998	1999	2000	2001	2002
1	Trajni i dugoročni kapital	6.141	5.445	12.444	16.504	13.950
2	Stalna sredstva i gubitak	5.871	4.291	11.482	12.499	8.160
3	Obrtni fond (1-2)	270	1.154	962	4.005	5.790
4	Zalihe i AVR	172	1.064	1.449	2.386	2.834
5	Deo obrt. fonda upotrebljen za pokriće krat. vez. sred. (3-4)	98	90	-487	1.619	2.956
6	Kratkoročno vezana sredstva i gotovina	8.254	11.276	8.232	10.422	8.054
7	% pokrića krat. vez. sred. i gotovine obrt.fondom (5/6)X 100	1%	1%	-6%	16%	37%

*Neto obrtni fond* predstavlja u računskom smislu razliku između dugoročnog kapitala i stalnih sredstava i pokazuje iznos dugoročnog kapitala koji ostaje na raspolaganju za finansiranje obrtnih sredstava. Kao jedan od instrumenata finansijske analize, koji se koristi za ocenu efikasnosti upravljanja preduzećem, NOF se zasniva na ideji "zlatnog bilansnog pravila u širem smislu" (traži dugoročno finansiranje stalnih sredstava i dela zaliha koje su trajno vezane za preduzeće) i pravila "1:1 - acid test" (koje traži jednakost kratkoročno vezanih sredstava i kratkoročnih obaveza sa druge strane).

Analizirano preduzeće tokom celog analiziranog perioda raspolaže sa pozitivnim neto obrtnim fondom. To znači, da preduzeće u tim godinama uspeva da dugoročnim kapitalom (sopstveni kapital+dugoročna rezervisanja+dugoročne obaveze) finansira celokupna stalna sredstva (i gubitak u 1998., 2000. i 2001. godini) i da deo dugoročnog kapitala preostane za finansiranje zaliha. Tokom celog posmatranog perioda (osim u 2000. godini)

<sup>211</sup> Adnan, R., Adna, M., & Amra, M. (2013). "Finansijsko izvještavanje i finansijska analiza-osnova za donošenje optimalnih finansijskih odluka", *Business Consultant/Poslovni Konsultant*, 5(23).

neto obrtni fond pokriva celokupne zalihe. Takođe, u tim godinama prestaje deo koji pokriva kratkoročno vezana sredstva i gotovinu, a procenat pokriva se kreće u rasponu od 1% do 37%. Posmatrajući razvoj NOF po godinama, može se zaključiti da je sa stanovišta principa sigurnosti finansijski položaj preduzeća povoljan. Naime, princip sigurnosti podrazumeva da su neto obrtna sredstva, kao dugoročni izvori finansiranja obrtnih sredstava, izvesna garancija za zaštitu interesa poverilaca.

*Pokazatelji likvidnosti ili racio likvidnosti* imaju za cilj da ukažu na sposobnost preduzeća da plaća dospеле novčane obaveze, uz održavanje potrebnog obima i strukture obrtnih sredstava i očuvanje dobrog kreditnog boniteta. Racio likvidnosti III stepena pokazuje sa koliko je dinara obrtnih sredstava pokriven svaki dinar kratkoročnih obaveza. Analitična interpretacija ovog racia znatno je otežana, time što je teško naći neki standardni odnos između obrtnih sredstava i kratkoročnih obaveza, koji bi važio pod svim okolnostima. U principu, odnos 2:1 u korist obrtnih sredstava se tradicionalno uzima kao normalan (poštovanje pravila "2:1"). S obzirom, da je u analiziranom preduzeću, ovaj racio ispod 2 (osim u 2002. godini) može se zaključiti da ovaj racio izražava nepovoljnu likvidnost.

**Tabela broj 44: Pokazatelji likvidnosti**

	1998	1999	2000	2001	2002
Likvidnost I stepena ( gotovina/kratk. obaveze)	0,00	0,00	0,00	0,01	0,03
Likvidnost II stepena (obrotna imovina bez zaliha /kratk. obaveze)	1,01	1,01	0,94	1,18	1,58
Likvidnost III stepena (obrotna imovina /kratk. obaveze)	1,03	1,10	1,11	1,44	2,12

Racio likvidnosti II stepena, tzv. posebni ili rigorozni racio likvidnosti, znatno je strožiji test tekuće likvidnosti. Ovaj racio pokazuje sa koliko je dinara likvidnih obrtnih sredstava (iz obrtnih sredstava su isključene zalihe i AVR) pokriven svaki dinar kratkoročnih obaveza. Ako preduzeće ovaj racio ima 1:1, načelno se smatra da je stanje njegove tekuće likvidnosti relativno zadovoljavajuće (poštovanje pravila finansiranja 1:1 ili "acid-test"). U analiziranom preduzeću ovaj odnos je u svim godinama iznad 1 (osim u 2000. godini), što znači da su kratkoročne obaveze pokrivene likvidnom aktivom (sredstvima). Međutim, budući da je veliko učešće potraživanja, a istovremeno malo učešće gotovine i hartija od vrednosti u strukturi aktive, realno stanje likvidnosti daje racio likvidnosti I stepena koji ima veoma niske vrednosti. Nelikvidnost u izvesnom smislu predstavlja simptom nezdravog poslovanja i

ima neke sličnosti sa temperaturom u slučaju bolesti čovekovog organizma.<sup>212</sup>

### 5.3.2. Analiza zaduženosti

Analiza zaduženosti ocenjuje se preko strukture pasive sa stanovišta vlasništva, pri čemu se iz pasive isključuju tranzitorne pozicije pasive (dugoročna rezervisanja i pasivna vremenska razgraničenja) i neraspoređeni dobitak tekuće godine. Prihvatljivu strukturu pasive sa stanovišta vlasništva determiniše: vrsta i veličina preduzeća, organski sastav sredstava, visina vladajuće stope inflacije, izloženost riziku poslovanja, rentabilnost i likvidnost, odnosno usklađenost novčanih tokova (primanja i izdavanja gotovine). Podaci zaduženosti preduzeća "XYZ" dati su u sledećoj tabeli:

**Tabela broj 45: Zaduženost - struktura u %**

		1998	1999	2000	2001	2002
1	Kapital	43,0%	32,8%	58,8%	65,2%	73,2%
2	Dugovi	57,0%	67,2%	41,2%	34,8%	26,8%
3	Poslovna pasiva bez tranzitorne pasive (1+2)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Učešće dugova u analiziranom preduzeću ima trend pada sa 67,2% (1999. godina) na 26,8% (2002. godina). Istovremeno učešće kapitala raste od 32,8% (1999. godina) do 73,2% (2002. godina). Iako nije poželjno nikakvo fiksiranje relacija između sopstvenog i pozajmljenog kapitala, može se reći da je, sa stanovišta principa sigurnosti i likvidnosti, kao i ostavarene rentabilnosti i velikih oscilacija u ukupnom finansijskom rezultatu, odnos ova dva kapitala relativno nepovoljan.

### 5.3. Rezime finansijske analize

Sprovedena analiza *finansijskog rezultata, imovinskog i finansijskog položaja* preduzeća "XYZ", u periodu od 1998. do 2002. godine, upućuje na sledeće zaključke:

- u analiziranom periodu preduzeće "XYZ", posluje sa *bruto dobitkom* u 1999. godini (učešće od 0,6%) i 2001. godini (učešće od 3,5%); *bruto gubitak* se evidentira u 1998. i 2000. godini, dok se

<sup>212</sup> Vučićević, D. (2012): "Teorijski aspekti i osnovne postavke finansijske analize", *Škola biznisa*, 2, str. 82-96.

tokom 2002. godine *ukupni prihodi izjednačavaju sa ukupnim rashodima*;

- *finansijski rezultat iz poslovnih prihoda* je negativan tokom prve tri godine analiziranog perioda, dok se u 2001. i 2002. godini javljaju pozitivne vrednosti;
- *finansijski rezultat iz prihoda finansiranja* je negativan u 1999., 2001. i 2002. godini, a tokom preostale dve godine obuhvaćenog perioda evidentiraju se pozitivne vrednosti;
- *finansijski rezultat iz redovnog poslovanja* je negativan u 1998., 1999. i 2000. godini, dok su pozitivne vrednosti registrovane u preostale dve godine;
- *finansijski rezultat iz vanrednih prihoda* je negativan u 1998., 2001. i 2002. godini; pozitivan rezultat ostvaren je u 1999. i 2000. godini;
- *finansijski rezultat iz revalorizacionih prihoda* evidentira se tokom prve tri godine posmatranog perioda i ima negativne vrednosti;
- *ukupan finansijski rezultat* je pozitivan u 1999. i 2001. godini, dok se negativne vrednosti evidentiraju u 1998. i 2000. godini; tokom 2002. godine ukupan finansijski rezultat je jednak nuli;
- *stope bruto i neto prinosa na ukupni kapital* osciliraju tokom analiziranog perioda od negativnih do pozitivnih vrednosti;
- u *strukturi aktive dominira učešće obrtnih sredstva* koje se kreće u rasponu od 45,7% do 73,9%;
- analiza strukture izvora poslovnih sredstava ukazuje da *učešće kapitala ima trend porasta* od 32,7% (1999. godina) do 73,2% (2002. godina), dok se *kod kratkoročnih obaveza registruje smanjenje učešća* sa 67,1% (1999. godina) na 26,8% (2002. godina);
- preduzeće "XYZ" tokom analiziranog perioda je imalo *koeficijent ubrzane likvidnosti viši od 1* (osim u 2000. godini); to znači da je u tim godinama kratkoročna finansijska ravnoteža pomerena ka kratkoročno vezanim sredstvima, čime je ostvarena relativno povoljna likvidnost;
- *koeficijent finansijske stabilnosti je niži od 1* (izuzev u 2000. godini), jer je dugoročna finansijska ravnoteža pomerena ka trajnom i dugoročnom kapitalu;
- analizirano preduzeće tokom celog analiziranog perioda raspolaže sa *pozitivnim neto obrtnim fondom*; posmatrajući razvoj NOF po godinama, može se zaključiti da je sa stanovišta principa sigurnosti finansijski položaj preduzeća povoljan;

- u analiziranom preduzeću *racio likvidnosti III stepena* je ispod 2 (osim u 2002. godini), te se može zaključiti da ovaj *racio* izražava nepovoljnu likvidnost;
- *racio likvidnosti II* je u svim godinama iznad 1 (osim u 2000. godini), što znači da su kratkoročne obaveze pokrivena likvidnom aktivom; budući da je *veliko učešće potraživanja*, a istovremeno malo učešće gotovine i hartija od vrednosti u strukturi aktive, realno stanje likvidnosti daje *racio likvidnosti I stepena* koji ima veoma niske vrednosti;
- *odnos duga i kapitala* je relativno povoljan.

U tabelama (broj 46 i 47) su prikazani pokazatelji finansijske strukture, kao i pokazatelji rentabilnosti, ekonomičnosti i obrta analiziranog preduzeća. Ovi parametri predstavljaju dopunske informacije o finansijskim performansama preduzeća.

**Tabela broj 46: Pokazatelji finansijske strukture analiziranog preduzeća**

<b>Pokazatelji finansijske strukture</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
Odnos kapitala i stalne imovine	1,86	1,27	1,76	1,99	1,71
Odnos neto kapitala ( umanjenog za gubitak) i stalne imovine	1,08	1,27	1,14	1,48	1,71
Odnos dugoročnih izvora i stalne imovine	1,86	1,27	1,76	1,99	1,71
Odnos dugoročnih izvora umanjenih za gubitak i stalne imovine	1,08	1,27	1,14	1,48	1,71
Odnos dugoročnih izvora prema stalnoj imovini uvećanoj za zalihe	1,77	1,03	1,46	1,56	1,28
Odnos dugoročnih izvora umanjenih za gubitak prema stalnoj imovini uvećanoj za zalihe	1,03	1,03	0,94	1,16	1,28
Odnos stalne imovine i obrtnih sredstava	0,39	0,35	0,73	0,65	0,75
Učešće sopstvenog kapitala u ukupnom kapitalu (pasivi)	43,0%	32,7%	58,8%	65,2%	73,2%
Učešće pozajmljenog kapitala u ukupnom kapitalu	57,0%	67,3%	41,2%	34,8%	26,8%

**Tabela 47: Pokazatelji rentabilnosti, ekonomičnosti i obrta analiziranog preduzeća**

<b>Pokazatelji rentabilnosti, ekonomičnosti i obrta</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
Neto dobitak prema ukupnom kapitalu	0,00%	1,38%	0,00%	6,94%	0,00%
Neto gubitak prema ukupnom kapitalu	41,74%	0,00%	35,43%	0,00%	0,00%
Ekonomičnost (posl. prihodi sa posl. rashodima)	0,80	0,85	0,90	1,15	1,04
Odnos poslovnih prihoda i poslovne aktive	0,54	0,43	0,80	1,50	2,90
Odnos poslovne dobiti i poslovnih prihoda	-0,250	-0,170	-0,113	0,132	0,040
Odnos poslovne dobiti i poslovne aktive	-0,13	-0,07	-0,09	0,20	0,12
Koeficijent obrta zaliha	48,58	7,10	11,74	16,67	20,01
Koeficijent obrta kupaca	1,93	2,64	4,49	4,36	7,92
Koeficijent obrta dobavljača	3,22	4,56	6,70	16,78	114,94
Osnovna sredstva/ Poslovni prihod	0,43	0,59	0,41	0,21	0,14

#### **5.4. Procena vrednosti preduzeća u postupku privatizacije**

Procena vrednosti kapitala preduzeća “XYZ”, izvršena je na dan: 31. decembar 2002. godine. Ona je urađena sa ciljem pripreme i implementacije programa privatizacije preduzeća koje se prodaje metodom aukcije.<sup>213</sup> Konsultanti su uključeni u celokupan proces privatizacije preduzeća. Najbitnije aktivnosti su procena vrednosti kapitala i izrada programa privatizacije.<sup>214</sup> Da bi se uradile potrebne projekcije, bila je potrebna objektivna i profesionalna dijagnoza stanja poslovanja preduzeća u poslednjih pet godina. Finansijska analiza, u današnjem smislu reči, kroz evaluaciju finansijskih performansi u prošlosti i/ili sadašnjosti, kao osnove za procenu perspektiva preduzeća, predstavlja spoj prošlosti i sadašnjosti.<sup>215</sup> Naime, postoji vremenska simetrija između poslovnog iskustva i očekivanja. Poslovno iskustvo je sve bleđe što više sa analizama idemo u prošlost, a projekcije su sve nejasnije što više zalaze u budućnost. Najčešće se dijagnoza stanja i poslovne projekcije rade za period 3 do godina. U ovom slučaju raspon je pet godina. Često se kao podrška dijagnozi stanja koristi tzv. SWOT matrica.<sup>216</sup> Relevantni podaci za procenu vrednosti preduzeća prikupljeni su iz sledećih izvora: računovodstveni izveštaji za poslednjih pet godina, analitičke evidencije, dostupni izveštaji o poslovanju, informacije i pravna dokumentacija o broju, vrsti i karakteristikama osnovnih sredstava koje su u vlasništvu analiziranog preduzeća. Takođe, prikupljeni su i potrebni podaci o ostalim elementima materijalne imovine, potraživanja i obaveza koje je obezbedilo preduzeće. U skladu sa informacijama do kojih se došlo kroz dijagnozu stanja, kao i projekcijama o budućem poslovanju preduzeća, analize, generalizacije i zaključci koji su dati u nastavku, urađeni su na osnovu profesionalnih procenjivačkih i etičkih standarda.

---

<sup>213</sup> Procena vrednosti kapitala preduzeća “XYZ”, Institut za istraživanje tržišta, IZIT, Beograd, 31. decembar 2002. godine.

<sup>214</sup> **Mihailović, B.,** & Hamović, V. (2006): “The consultancy of privatization”, *Analiza Ekonomskog fakulteta u Subotici*, (16), str. 39-48.

<sup>215</sup> Drašković, L. (2022): “Finansijski aspekti poslovanja preduzeća u kriznim uslovima”, *Zbornik radova Fakulteta tehničkih nauka u Novom Sadu*, 37(12), str. 2144-2147.

<sup>216</sup> Krasavac, B. C., **Radosavljević, K.,** & Bradić-Martinović, A. (2018): “SWOT analysis of the rural tourism as a channel of marketing for agricultural products in Serbia”. *Економика пољопривреде*, 65(4), 1573-1584.

#### *5.4.1. Primena propisa i metode procene kapitala preduzeća u postupku privatizacije*

Problem vrednovanja preduzeća javlja se u svojoj složenosti usled različitog poimanja i definisanja vrednosti preduzeća, brojnih aspekata vrednovanja i heterogenosti ambijenta u kojem se vrednovanje obavlja.<sup>217</sup> Procena vrednosti kapitala analiziranog preduzeća urađena je shodno pravnoj regulativi koja se odnosi na privatizaciju preduzeća, kao i na postupak i metodologiju procenjivanja vrednosti preduzeća koja se nalaze u postupku privatizacije: 1) Uredba o metodologiji za procenu vrednosti kapitala i imovine ("Službeni glasnik RS", 45/2001 i 45/2002), 2) Uredba o prodaji kapitala metodom javne aukcije ("Službeni glasnik RS", 45/2002), 3) Uputstvo o načinu primene metoda za procenu vrednosti kapitala i načinu iskazivanja procenjene vrednosti ("Službeni glasnik RS", 57/2001), 4) Zakon o privatizaciji ("Službeni glasnik RS", 38/2001), 5) Zakon o izmenama i dopunama zakona i privatizaciji ("Službeni glasnik RS", 18/2003), 6) Uredba o načinu izmirenja obaveza javnih prihoda dospelih na plaćanje do kraja 2001. godine za subjekte koji se privatizuju metodom javne aukcije i tendera ("Službeni glasnik RS", 91/2002).

Preduzeća koja su predmet privatizacije neophodno je da poseduju program privatizacije i procenu vrednosti kapitala. Posledično, procenom se definiše osnovna vrednost ukupnog kapitala preduzeća koje se privatizuje. Istovremeno, određuje se donja i gornja granica raspona vrednosti kapitala, odnosno imovine preduzeća, koja će biti baza za formiranje početnih cena u okviru aukcijske prodaje.

Na osnovu navedenih uredbi i uputstava, vrednost kapitala preduzeća u postupku privatizacije procenjuje se primenom sledećih metoda:

- Korigovane knjigovodstvene vrednosti (metod KKV);
- Diskontovanja novčanih tokova (metod DNT);
- Metodom likvidacione vrednosti (metod LV).

*Metod korigovane knjigovodstvene vrednosti (metod KKV)* – Vrednost kapitala po metodi KKV izračunava se tako što se ukupna aktiva umanjuje za iznos

---

<sup>217</sup> Pavlović, V., Knežević, G. (2008): "Adekvatnost tržišne metode procene vrednosti kapitala za potrebe privatizacije, *Računovodstvo, br. 3(4)*, str. 1-19.

gubitka i iznos ukupnih obaveza (obaveze, odloženi revalorizacioni prihodi, dugoročna rezervisanja i pasivna vremenska razgraničenja). Ukupna aktiva, gubitak i ukupne obaveze utvrđuje se na osnovu poslednjeg godišnjeg računa preduzeća koje je subjekt privatizacije.

Procena vrednosti ukupnog kapitala metodom KKV podrazumeva da se definiše osnovna KKV i donja i gornja granična KKV. Naime, donja granica raspona vrednosti kapitala utvrđuje se tako što se vrednost kapitala preduzeća dobijena na prethodni način množi koeficijentom 0,5, dok se gornja granica raspona vrednosti kapitala utvrđuje tako što se vrednost kapitala preduzeća množi sa koeficijentnom 1.

U praksi se dešavalo da je vrednost kapitala preduzeća utvrđena po metodu KKV negativna. Shodno tome, ukoliko Agencija za privatizaciju proceni da vrednost kapitala preduzeća dobijena metodom korigovane knjigovodstvene vrednosti značajnije odstupa od vrednosti kapitala koja bi se mogla ostvariti prodajom na tržištu, ona može izvršiti korekciju procene vrednosti kapitala primenom metoda DNT i LV, kao što je to u ovom analiziranom slučaju reč.

*Metod diskontovanja novčanih tokova (metod DNT)* - vrednost kapitala preduzeća, shodno ovom metodu procene, predstavlja zbir sadašnje vrednosti budućih neto priliva, koji vlasnici preduzeća mogu ostvariti u neograničeno dugom periodu ("going concern" princip). Shodno ovakvoj kocepiji procenjivanja vrednosti kapitala, neto novčani tokovi predstavljaju razliku ukupnih priliva i ukupnih odliva iz poslovne, investicione i finansijske aktivnosti preduzeća koje je subjekt privatizacije. Metod diskontovanja novčanih tokova obuhvata sledeće aktivnosti: projekciju realnog novčanog toka u izabranom budućem periodu, određivanje diskontne stope, proračun sume sadašnje vrednosti neto novčanog toka u odabranom budućem periodu, proračun rezidualne vrednosti i određivanje finalne vrednosti kapitala preduzeća koje je subjekat privatizacije.

DNT metoda podrazumeva da se u okviru izrade procene vrednosti ukupnog kapitala preduzeća, projektuje realan novčani tok nakon servisiranja dugova i procenjuje vrednost novčanog toka u tzv. rezidualnom periodu. Posledično, DNT vrednost predstavlja zbir sadašnjih vrednosti neto novčanih tokova u projektovanom periodu koji se uvećava za iznos sadašnje vrednosti neto novčanog toka u rezidualnom periodu, nakon perioda projekcije. Projekcija novčanog toka vrši se za period u kome se očekuje njegova stabilizacija, pri



čemu ne može biti kraći od pet godina. Ovakve projekcije su zasnovane na postojećem proizvodno-prodajnom potencijalu analiziranog preduzeća. Takođe, uzimaju se u obzir efekti planiranih mera poslovne politike preduzeća, očekivanih uslova poslovanja, očekivanog razvoja grane i očekivane tržišne pozicije preduzeća. Istovremeno, relativni odnosi određenih bilansnih pozicija u periodu projekcije ne smeju u većoj meri odstupiti od odnosa koji su identifikovani u postupku finansijske analize na osnovu bilansa stanja i bilansa uspeha za poslednjih pet godina poslovanja preduzeća. Investicije koje značajno menjaju prinostnu snagu analiziranog preduzeća ne treba uključivati u procenu primenom DNT metoda.

Što se tiče vrednosti novčanog toka u rezidualnom periodu, ona se utvrđuje tako što se stabilizovani neto novčani tok iz poslednje godine projekcije pomnoži sa koeficijentom očekivanog rasta neto novčanog toka u rezidualnom periodu i podeli sa razlikom između diskontne stope i očekivane stope rasta neto novčanog toka u rezidualnom periodu (po formuli Gordonovog modela).

Diskontna stopa, pri ostalim nepromenjenim uslovima prinostnog modela procene, predstavlja presudan faktor u proceni vrednosti kapitala primenom metode diskontovanja projektovanih neto novčanih tokova.<sup>218</sup> Naime, diskontna stopa je cena sopstvenog kapitala preduzeća koje je subjekat privatizacije. Ona se izračunava kao zbir sledeće tri komponente: 1) realne stope prinosa na ulaganja bez rizika, 2) premije za rizik na ulaganje u preduzeće koje je subjekt privatizacije, 3) premije za rizik na ulaganje u Republiku Srbiju. Agencija za privatizaciju šestomesečno objavljuje stopu prinosa na ulaganja bez rizika i premiju za rizik na ulaganje u Republiku Srbiju, što predstavlja makroekonomski aspekt sagledavanje diskontne stope.

Sa druge strane, na nivou preduzeća, ukupna stopa rizika ulaganja u subjekt privatizacije jednaka je zbiru posebnih stopa rizika koje se određuju za sledeće parametre: veličina preduzeća subjekta privatizacije, kvalitet organizacije, menadžmenta i zaposlenih, finansijski položaj preduzeća, proizvodno-prodajni potencijal, mogućnost pouzdanog predviđanja poslovanja preduzeća. Utvrđivanje premije za rizik na ulaganje u konkretno preduzeće vrši se na osnovu sveobuhvatne analize navedenih elemenata ove premije. Pobrojani

---

<sup>218</sup> Grdinić, V. (2019): *Diskontna stopa kao faktor procene vrednosti kapitala*, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu.

pojedinačni elementi mogu da daju stopu rizika od najviše 5%, s tim da ukupna stopa rizika ulaganja u preduzeće subjekt privatizacije ne može da bude manja od 5%. Prilikom procene vrednosti ukupnog kapitala metodom DNT izračunava se osnovna DNT vrednost i donja i gornja granična DNT vrednost. Metodološki posmatrano, donja granična DNT vrednost ukupnog kapitala izračunava se povećanjem utvrđene diskontne stope za 5 procentnih poena, a gornja granična DNT vrednost ukupnog kapitala smanjenjem diskontne stope za 5 procentnih poena.

*Metod likvidacione vrednosti (metod LV)* - Po metodu LV, vrednost ukupnog kapitala preduzeća jednaka je razlici između likvidacione vrednosti imovine preduzeća dobijene prodajom pojedinih imovinskih delova po očekivanim tržišnim cenama i vrednosti njegovih obaveza, uvećanih za troškove postupka redovne likvidacije. Pretpostavka ove metode je da se radi o proceni, a da se stvarna likvidacija preduzeća ne sprovodi.

Naime, procena vrednosti po ovom metodu LV vrši se polazeći od pretpostavke redovne likvidacije subjekta privatizacije, što podrazumeva prestanak rada preduzeća i pojedinačnu prodaju delova njegove imovine po aktuelnim tržišnim cenama u najpovoljnijem scenariju postupka redovne likvidacije preduzeća. Kada se izračunava likvidaciona vrednost delova imovine preduzeća, potrebno je uzeti u obzir funkcionalnost imovine, mogućnost promene namene imovine, kao i dodatne troškove promene namene imovine. Prilikom određivanja likvidacione vrednosti obaveza i troškova postupka redovne likvidacije koristi se princip najviše vrednosti.

*Zaključak o vrednosti ukupnog kapitala preduzeća* - Posle utvrđivanja donje i gornje granične vrednosti kapitala preduzeća u postupku privatizacije po metodu DNT i LV, pristupa se utvrđivanju donje i gornje granice raspona vrednosti kapitala.

*Donju granicu raspona vrednosti ukupnog kapitala predstavlja:*

- donja granična DNT vrednost u slučaju da je veća ili jednaka osnovnoj likvidacionoj vrednosti;
- osnovna likvidaciona vrednost u slučaju da je veća od donje granične DNT vrednosti, a manja od gornje granične DNT vrednosti;
- 80% osnovne likvidacione vrednosti u slučaju da je ova veća ili jednaka gornjoj graničnoj DNT vrednosti.

Gornju granicu raspona vrednosti ukupnog kapitala predstavlja:

- gornja granična DNT vrednost u slučaju da je veća od osnovne likvidacione vrednosti ukupnog kapitala.
- 120% osnovne likvidacione vrednosti ukupnog kapitala u slučaju da je ova veća ili jednaka gornjoj graničnoj DNT vrednosti.

Zaključak o vrednosti kapitala sadrži prikaz strukture kapitala po pojedinim oblicima vlasništva.

#### *5.4.2. Rezime procenjene vrednosti kapitala preduzeća*

Shodno propisanom metodologijom, zaključak o vrednosti kapitala preduzeća u postupku privatizacije predstavlja raspon između donje i gornje granice vrednosti ukupnog kapitala preduzeća. U nastavku je prikazana (Tabela 48) korigovana knjigovodstvena vrednost kapitala i rezultati procene po metodu DNT i LV za preduzeće “XYZ”, na dan 31. 12. 2002. godine:

**Tabela broj 48: Rezultati procene vrednosti kapitala po primenjenim metodama**

	Hiljada dinara	EUR (po kursu na dan 31.12 2002)
Korigovana knjigovodstvena vrednost	14.251	231.666
Osnovna DNT vrednost	17.313	281.443
Donja granična DNT vrednost	13.201	214.597
Gornja granična DNT vrednost	24.038	390.765
Osnovna likvidaciona vrednost	14.834	241.148
80 % osnovne likvidacione vrednosti	11.867	192.912
120 % osnovne likvidacione vrednosti	17.801	289.376

Primenjujući navedenu metodologiju definisan je raspon vrednosti ukupnog kapitala analiziranog preduzeća “XYZ” na sledeći način:

**Tabela broj 49: Raspon vrednosti ukupnog kapitala preduzeća**

	<b>Hiljada dinara</b>	<b>EUR (po kursu na dan 31.12 2002)</b>
Donja granica raspona vrednosti je osnovna likvidaciona vrednost obzirom da je veća od donje granične DNT vrednosti i manja od gornje granične DNT vrednosti	14.834	241.148
Gornja granica raspona vrednosti je gornja granična DNT vrednost obzirom da je veća od osnovne likvidacione vrednosti	24.038	390.765

Shodno navedenom, vrednost ukupnog kapitala preduzeća “XYZ” na dan 31.12.2002. godine procenjuje se u rasponu od: *14.834 hiljada dinara* do *24.038 hiljada dinara*. Shodno bilansu stanja na dan 31.12.2002. godine u strukturi osnovnog kapitala učešće društvenog kapitala učestvuje sa 100%. Imajući u vidu pravni status preduzeća, navode iz Izvoda o registraciji preduzeća celokupni kapital preduzeća “XYZ” na dan 31.12.2002. je društveni.

### 5.4.3. Knjigovodstvena vrednost i struktura kapitala

Bilans stanja je finansijski izveštaj koji sadrži podatke o imovini i izvorima sredstava kojima određeno preduzeće raspolaže.<sup>219</sup> Zvanični Bilans stanja preduzeća “XYZ” na dan procene 31. 12. 2002. godine predstavljao je osnov za projekcije koje su izvršene u postupku procene. Na osnovu oficijelnog bilansa, korigovana knjigovodstvena vrednost kapitala (KKV) preduzeća “XYZ” na dan procene (31.12.2002.) iznosila je 14.251 hiljada dinara (Tabela 50).

**Tabela broj 50: Korigovana knjigovodstvena vrednost kapitala preduzeća “XYZ” na dan 31.12.2002. godine**

Pozicija	u 000 dinara
Ukupna aktiva	19.349
Gubitak	0
Dugoročne obaveze	0
Kratkoročne obaveze	5.098
Dugoročna rezervisanja	0
PVR	0
Korigovana knjigovodstvena vrednost kapitala (KKV)	14.251

Shodno zvaničnom bilansu stanja na dan 31.12.2002. godine u strukturi osnovnog kapitala društveni kapital ima učešće od 100%. Uzimajući u obzir postojeći pravni status preduzeća i Rešenje nadležnog privrednog suda, celokupni kapital preduzeća “XYZ” na dan 31.12.2002. godine je društveni.

### 5.4.4. Procena vrednosti kapitala po metodu DNT

Shodno propisanoj metodologiji, procena vrednosti kapitala preduzeć po metodu DNT podrazumeva:

- projekciju bilansa uspeha,
- projekciju bilansa stanja,
- projekciju neto novčanog toka posle servisiranja dugova,
- utvrđivanje diskontne stope, odnosno cene sopstvenog kapitala,
- utvrđivanje rezidualne vrednosti, i

<sup>219</sup> Ševkušić, L. (2018): “Analiza bilansa stanja u funkciji strategijskog odlučivanja”, *Ekonomski izazovi*, (13), str. 41-49.

- procenu osnovne DNT vrednosti kapitala i utvrđivanje donje i gornje granične DNT vrednosti

**Projekcija bilansa uspeha.** Projekcija budućeg poslovanja preduzeća “XYZ” zasnovana je na sledećim pretpostavkama razvoja ukupnog poslovnog ambijenta: 1) normalizaciji i razvoju tržišnih uslova poslovanja u Republici Srbiji; 2) kontinuiranom oživljavanju ukupne ekonomske aktivnosti i rastu društvenog proizvoda po prosečnoj stopi rasta od oko 5% u narednom srednjoročnom periodu; 3) postepenom oživljavanju investicione aktivnosti i tražnje za uslugama preduzeća, 4) restrukturiranju privrede i preduzeća i intenzivnim procesima privatizacije; 5) uključivanju naše zemlje u međunarodne ekonomske i finansijske tokove, te postepenom porastu izvoza.

Takođe, projekcija je zasnovana na sledećim pretpostavkama koje se odnose na neposredno okruženje:

- očekivanim značajnijim investicijama u infrastrukturu analiziranog preduzeća;
- minimiziranju uticaja jake nelojalne konkurencije, kroz uvođenje reda u oblasti radnog zakonodavstva, koje bi sprečio rad "na crno" kod privatnih preduzeća čiji troškovi nisu opterećeni visokim porezima i doprinosima;
- povećanom stepenu korišćenja kapaciteta analiziranog preduzeća, pre svega po osnovu jačanja tražnje i internih sposobnosti preduzeća vezanih za decenijsko iskustvo, kvalitet usluga i proizvoda te aktivnosti menadžmenta i svih zaposlenih u preduzeću.

Shodno navednim pretpostavkama koje se odnose na tendencije u ukupnom poslovnom ambijentu i neposrednom marketing okruženju analiziranog preduzeća, projekcija pojedinih pozicija bilansa uspeha preduzeća “XYZ” izvršena je na sledeći način:

*Poslovni prihodi* su projektovani na bazi očekivanog kretanja tražnje i mogućnosti prodaje, te raspoloživih resursa preduzeća i aktuelnih prodajnih cena na dan procene vrednosti kapitala preduzeća. U proceni tražnje, tj. prodaje uzeti su u obzir su do sada ostvareni rezultati preduzeća “XYZ” (u poslednje tri godine poslovni prihodi su se povećavali sa oko 660 hiljada EUR u 2000. godini, na 730 hiljada EUR u 2001. godini i 920 hiljada EUR u 2002. godini). Istovremeno, pošlo se od procene da će tražnja biti povećana na domaćem, pre

svega lokalnom tržištu za proizvodima i uslugama analiziranog preduzeća. Shodno očekivanom kretanju prodaje i raspoloživim internim sposobnostima analiziranog preduzeća, u prvoj godini projekcije bilansa uspeha planiran je poslovni prihod preduzeća "XYZ" na nivou od oko 1.033 hiljada EUR. Projekcija za drugu i treću godinu pretpostavlja dalje povećanje poslovnih prihoda za 15% godišnje. Poslovni prihod iz treće godine, od oko 1.366 hiljada EUR, održava se u narednim godinama projekcije bilansa uspeha. Imajući u vidu postojeće i buduće odnose ponude i tražnje na tržištu, kao i ostvarene poslovne rezultate i raspoložive resurse preduzeća, projektovani rast poslovnih prihoda preduzeća "XYZ" se ocenjuje kao ambiciozan, ali realno moguće ostvarljiv uz značajnu mobilnost menadžmenta preduzeća i ostvarivanje cenovne konkurentnosti ukupne ponude.

*Troškovi materijala i energije* projektovani su na osnovu dosadašnjih utrošaka i aktuelnih nabavnih cena na dan procene, a u skladu sa projektovanim rastom prihoda od prodaje. Istraživanje pokazuje da se radi o troškovima varijabilnog karaktera, koji u potpunosti zavise od obima i dinamike poslovnog prihoda preduzeća. *Bruto zarade* preduzeća "XYZ" su u prvoj godini projekcije projektovane shodno postojećem broja radnika i prosečnoj bruto zaradi zaposlenih od 17 hiljada dinara, uzimajući u obzir postojeći interval u zaradama unutar analiziranog preduzeća. Shodno projektovanom rastu prihoda, u narednim godinama predviđen je porast zarada zaposlenih ali po neznatno blažoj stopi rasta. *Proizvodne usluge* analiziranog preduzeća su u prvoj poslovnoj godini projektovane na osnovu poslovnog iskustva iz prethodnog perioda. U narednim godinama proizvodne usluge su projektovane, uz uvažavanje projektovanog kretanja prihoda, u potpunosti respektujući varijabilni karakter ovih troškova. *Amortizacija* je obračunata u skladu sa propisanih stopa amortizacije na nabavnu vrednost građevinskih objekata i na nabavnu neotpisanu vrednost opreme. *Nematerijalni troškovi* su projektovani na osnovu poslovnog iskustva, ali imajući u vidu da ova vrsta troškova ima fiksnu i varijabilnu komponentu, pri čemu je varijabilna komponenta u potpunoj korelaciji sa projektovanim promenama prihoda od prodaje. *Finansijski rashodi* preduzeća "XYZ" nisu projektovani. Takođe, za *finansijske prihode* nije urađena projekcija, imajući u vidu karakter dugoročnih finansijskih plasmana iz zvaničnog bilansa analiziranog preduzeća (akcije kod banke u stečaju i učešće u kapitalu zavisnog preduzeća koje je prestalo sa radom). *Porez na rezultat* obračunat je na osnovu zvanično propisane stope od 14% od 2003. godine.

Posledično, projekcija bilansa uspeha za period narednih pet poslovnih godina od datuma procene vrednosti kapitala preduzeća, data je u tabeli 51.

**Tabela broj 51: Projekcija bilansa uspeha (u 000 dinara)**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
POSLOVNI PRIHODI PERIODA	55.245	63.531	73.060	84.020	84.020	84.020
Prihodi od prodaje na domaćem tržištu	55.243	63.528	73.058	84.018	84.018	84.018
Prihodi od prodaje na ino- tržištu	0	0	0	0	0	0
Ostali poslovni prihodi	2	2	3	3	3	3
POSLOVNI RASHODI	53.011	61.498	68.864	77.172	77.172	77.172
Nabavna vrednost prodate robe	0	0	0	0	0	0
Troškovi materijala	12.213	14.045	16.152	18.574	18.574	18.574
Troškovi energije	2.845	3.272	3.763	4.327	4.327	4.327
Troškovi bruto zarada	26.762	32.028	35.871	40.176	40.176	40.176
Troškovi proizvodnih usluga	1.723	1.981	2.279	2.620	2.620	2.620
Troškovi amortizacije	1.681	1.801	1.801	1.801	1.801	1.801
Nematerijalni troškovi	7.787	8.371	8.999	9.674	9.674	9.674
POSLOVNI DOBITAK	2.234	2.033	4.197	6.848	6.848	6.848
Neto finansijski rashodi	1.746	0	0	0	0	0
DOBITAK PRE OPOREZIVANJA	488	2.033	4.197	6.848	6.848	6.848
Porez na dobitak	0	285	588	959	959	959
NETO DOBITAK IZ POSLOVNE I FINANSIJSKE AKTIVNOSTI	488	1.748	3.609	5.890	5.890	5.890

**Projekcija bilansa stanja.** *Projekcija trajnih obrtnih sredstava* – Za realnu projekciju pojedinih vrsta obrtnih sredstava i obaveza iz poslovanja neophodno je uzeti u obzir njihov učinak i koeficijent obrta. Izračunavanje učinka je urađeno shodno odgovarajućim pozicijama projektovanog bilansa uspeha, a koeficijent obrta je kvantificiran na osnovu poslovnog iskustva. Namera je da se ostvari njegovo optimiziranje imajući u vidu specifičnosti delatnosti i načina poslovanja analiziranog preduzeća. Određene vrste obrtnih sredstava i obaveza iz poslovanja preduzeća “XYZ” projektovane su na sledeći način:

- zalihe materijala na bazi godišnjeg utroška materijala, energije i proizvodnih usluga i koeficijenta obrta 6,
- dati avansi na bazi godišnjeg utroška materijala i koeficijenta obrta 52,
- potraživanja od kupaca na bazi godišnjih prihoda od prodaje i koeficijenta obrta 6,
- gotovina na bazi godišnjih prihoda od prodaje i koeficijenta obrta 180,



- obaveze prema dobavljačima na bazi godišnjeg utroška materijala, energije, nabavne vredosti prodate robe i proizvodnih usluga i koeficijenta obrta 8,
- obaveze za plate na bazi godišnjih bruto plata i koeficijenta obrta 12,
- obaveze za nematerijalne troškove na nematerijalnih i ostalih rashoda i koeficijenta obrta 12.

Shodno navedenom načinu projektovanja određenih vrsta obrtnih sredstava i obaveza iz poslovanja, njihov obračun u narednom periodu prezentovan je u tabeli 52.

**Tabela broj 52: Obračun potrebnih obrtnih sredstava (u 000 dinara)**

Pozicija	Koeficijent obrta	Potrebna obrtna sredstva				
		2003	2004	2005	2006	2007
I Obrtna sredstva (a+b+c)		14.428	16.592	19.081	19.081	19.081
a) Zalihe (1+2)		3.486	4.009	4.611	4.611	4.611
1. Sirovine i materijal	6.00	3.216	3.699	4.254	4.254	4.254
2. Dati avansi	52.00	270	311	357	357	357
b) Potraživanja od kupaca	6.00	10.588	12.177	14.003	14.003	14.003
c) Gotovina	180.00	353	406	467	467	467
II Izvori obrtnih sredstava iz tekućeg poslovanja (d+e+f)		5.779	6.513	7.344	7.344	7.344
d) Obaveze prema dobavljačima	8.00	2.412	2.774	3.190	3.190	3.190
e) Obaveze za bruto zarade	12.00	2.669	2.989	3.348	3.348	3.348
f) Obaveze za nematerijalne i ostale troškove	12.00	698	750	806	806	806
III Trajna obrtna sredstva (I-II)		8.649	10.079	11.737	11.737	11.737
IV Investicije u trajna obrtna sredstva		2.932	1.430	1.658	0	0

Projekcija ostalih pozicija bilansa stanja urađena je na sledeći način:

*Stalna imovina* umanjivana je za iznos projektovane amortizacije i povećana za investicije u osnovna sredstva u cilju supstitucije dotrajalih. Ulaganja u osnovna sredstva su često otežana usled nepovoljnih uslova finansiranja.<sup>220</sup> Shodno

<sup>220</sup> **Radosavljević, K.** (2016): "Enhancing agri-competitiveness: A cost-benefit analysis of raspberry production on a family farm", *Ekonomika preduzeća*, 64(7-8), str. 492.

tome, projektovani bilans stanja za naredni petogodišnji period preduzeća “XYZ” dat je u tabeli 53.

**Tabela broj 53: Projekcija bilansa stanja (u 000 dinara)**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>OBRтна IMOVINA</b>	10.888	14.501	16.665	19.154	19.154	19.154
Gotovinski ekvivalenti i gotovina	144	353	406	467	467	467
Kratkoročna potraživanja i plasmani	7.910	10.588	12.177	14.003	14.003	14.003
Kratkoročna potraživanja	7.910	10.588	12.177	14.003	14.003	14.003
Kratkoročni finansijski plasmani	0	0	0	0	0	0
Zalihe	2.761	3.486	4.009	4.611	4.611	4.611
Materijal	2.563	3.216	3.699	4.254	4.254	4.254
Nedovršena proizvodnja	0	0	0	0	0	0
Dati avansi	198	270	311	357	357	357
AVR	73	73	73	73	73	73
<b>STALNA IMOVINA</b>	8.160	8.160	8.160	8.160	8.160	8.160
Nematerijalna ulaganja	0	0	0	0	0	0
Osnovna sredstva	7.832	7.832	7.832	7.832	7.832	7.832
Nabavna vrednost	77.223	79.024	80.824	82.625	84.425	86.226
Ispravka vrednosti	69.391	71.192	72.992	74.793	76.593	78.394
Dugoročni finansijski plasmani	328	328	328	328	328	328
<b>POSLOVNA IMOVINA</b>	19.048	22.661	24.825	27.314	27.314	27.314
<b>GUBITAK</b>	0	0	0	0	0	0
Tekuće godine	0	0	0	0	0	0
Ranijih godina	0	0	0	0	0	0
<b>POSLOVNA AKTIVA</b>	19.048	22.661	24.825	27.314	27.314	27.314
<b>VANPOSLOVNA AKTIVA</b>	301	301	301	301	301	301
Slobodna sredstva iz NNТ		-1.184	996	5.228	11.117	17.007
<b>UKUPNA AKTIVA</b>	<b>19.349</b>	<b>21.778</b>	<b>26.122</b>	<b>32.843</b>	<b>38.732</b>	<b>44.622</b>
<b>OBAVEZE</b>	5.098	5.779	6.513	7.344	7.344	7.344
Kratkoročne obaveze	5.098	5.779	6.513	7.344	7.344	7.344
Kratkoročne finansijske obaveze	0	0	0	0	0	0
Dobavljači i ostale obaveze iz poslov.	375	2.412	2.774	3.190	3.190	3.190
Obaveze za zarade i naknade	702	2.669	2.989	3.348	3.348	3.348
Ostale kratkoročne obaveze	4.021	698	750	806	806	806
PVR	0	0	0	0	0	0
Dugoročne obaveze	0	0	0	0	0	0
<b>DUGOROČNA REZERVISANJA</b>	0	0	0	0	0	0
<b>KAPITAL</b>	13.950	15.698	19.308	25.197	31.087	36.977
Osnovni kapital	11.074	13.950	13.950	13.950	13.950	13.950
Rezerve iz dobitka	1.145	1.748	5.358	11.247	17.137	23.027
Revalorizacione rezerve	1.731					
<b>POSLOVNA PASIVA</b>	19.048	21.477	25.821	32.542	38.431	44.321
<b>VANPOSLOVNA PASIVA</b>	301	301	301	301	301	301
<b>UKUPNA PASIVA</b>	<b>19.349</b>	<b>21.778</b>	<b>26.122</b>	<b>32.843</b>	<b>38.732</b>	<b>44.622</b>

**Projekcija neto novčanog toka.** Projekcija neto novčanog toka (Tabela 54) urađena je shodno definiciji neto novčanog toka: posle servisiranja dugova, a u skladu sa projektovanim bilansom uspeha i bilansom stanja preduzeća “XYZ”.

**Tabela broj 54: Projekcija neto novčanog toka (u 000 dinara)**

Naziv pozicije	2003	2004	2005	2006	2007
POSLOVNI DOBITAK	2.033	4.197	6.848	6.848	6.848
Porez na dobit	285	588	959	959	959
Amortizacija	1.801	1.801	1.801	1.801	1.801
Bruto novčani tok iz poslovne aktivnosti	3.549	5.410	7.690	7.690	7.690
- investicije/+ dezinvestiranje u trajna obrtna sredstva	-2.932	-1.430	-1.658	0	0
- investicije/+ dezinvestiranje u osnovna sredstva	-1.801	-1.801	-1.801	-1.801	-1.801
povećanje/ smanjenje fin plasmana	0	0	0	0	0
Novčani tok investicione aktivnosti	-4.733	-3.230	-3.458	-1.801	-1.801
Neto novčani tok za ukupan kapital	-1.184	2.179	4.232	5.890	5.890
- Neto finansijski rashodi	0	0	0	0	0
+ povećanje /- smanjene kratkoročnih kredita	0	0	0	0	0
+ povećanje/- smanjene dugoročnih kredita (rezervisanja)	0	0	0	0	0
Novčani tok iz finansijske aktivnosti	0	0	0	0	0
Novčani tok za sopstveni kapital	-1.184	2.179	4.232	5.890	5.890

**Formiranje cene kapitala.** Shodno članu 6. Uredbe o metodologiji za procenu vrednosti kapitala i imovine ("Službeni glasnik RS", 45/2002) cena kapitala tj. diskontna stopa se izračunava kao zbir sledeće tri komponente: 1) realna stopa prinosa na ulaganja bez rizika, 2) premije za rizik na ulaganje u subjekt privatizacije i 3) premija za rizik na ulaganje u Republiku Srbiju. Imajući u vidu tadašnje propise korišćena je stopa prinosa na bezrizična ulaganja od 4,5% i stopa rizika na ulaganja u Republiku Srbiju od 7%. Rizik kapitala predstavlja značajan faktor procene vrednosti preduzeća.<sup>221</sup> U skladu sa navedenom Uredbom, za utvrđivanje stope rizika ulaganja u preduzeće “XYZ” izvršena je analiza sledećih grupa faktora: veličina subjekta privatizacije; kvalitet

<sup>221</sup> Gligorić, Č. (2005): “Rizik kapitala kao faktor procene vrednosti preduzeća”, *Bankarstvo*, 34(11-12), str. 32-39.

organizacije, menadžmenta i zaposlenih; finansijski položaj; proizvodno - prodajni potencijal; mogućnost pouzdanog predviđanja.

*Veličina preduzeća: 3%.* Analizirano preduzeće pripada kategoriji srednjih preduzeća (sa oko 200 zaposlenih, uključujući tu i zaposlene na povremenim i privremenim poslovima). Uočava se kao nedostatak relativno zastarela oprema, kao i nedovoljno kvalitetnih kadrova za zanatska zanimanja. Sa druge strane, radi se o preduzeću koje je svoju veličinu adaptiralo lokalnom tržištu.

*Kvalitet organizacije, menadžmenta i zaposlenih: 2%.* Analizirano preduzeće ima kvalitetan menadžment i razučenu organizacionu strukturu, naročito u proizvodnom delu. Preduzeće portretiše nepovoljna kvalifikaciona struktura zaposlenih, ali ona je prisutna i kod drugih preduzeća iz ove delatnosti. Posledično, sumarno posmatrano postoji relativno mali rizik po ovom osnovu.

*Finansijski položaj: 2%.* Finansijska analiza je pokazala da preduzeće ima relativno nizak stepen zarađivačke sposobnosti. Istovremeno, prisutne su značajnije oscilacije u ostvarenju rezultata poslovanja. Sa druge strane, vertikalna struktura kapitala je povoljna, preduzeće nije prezaduženo i ima sopstveni neto-obrtni fond, što navodi na zaključak da ima relativno nizak rizik po ovom osnovu.

*Proizvodno-prodajni potencijal: 2,5%.* Analizirano preduzeće poseduje širok proizvodni program. Sa pojedinim programima nastupa na različitim tržišnim segmentima, ali uglavnom na lokalnom tržištu. Glavni cilj marketing istraživanja je da se prikupe informacije o tržištu i da se izmere reakcije potrošača na različite marketinške kampanje.<sup>222</sup> Posledično, preduzeće je solidno pozicionirano na tržištu, na kome je prisutna jaka konkurencija. Shodno tome, postoji osrednji rizik po osnovu proizvodno-prodajnog potencijala ovog preduzeća.

*Mogućnosti pouzdanog predviđanja: 3%.* Turbulentan neposredni poslovni ambijent preduzeća, ostvareni rezultati poslovanja u proteklom periodu, kao i diskontinuiteti koji karakterišu ukupni privredni ambijent u Republici Srbiji,

---

<sup>222</sup> **Radosavljević, K., Mihailović, B.** (2023): *Savremeni problemi menadžmenta u hotelijerstvu*, monografija, Beogradska bankarska akademija, Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije, Beograd.

komplikuju mogućnost dugoročnog objektivnog predviđanja poslovnih aktivnosti i poslovnih rezultata. Međutim, preduzeće ima lojalne kupce sa kojima ima višegodišnju saradnju. Shodno sprovedenoj analizi navedenih grupa faktora, proračun stope rizika ulaganja u preduzeće "XYZ" dat je u tabeli 55.

**Tabela broj 55: Proračun stope rizika ulaganja u preduzeće "XYZ"**

Premija za rizik na ulaganje u preduzeće	12,5
Veličina subjekta	3
Kvalitet organizacije, menadžmenta i zaposlenih	2
Finansijski položaj	2
Proizvodno – prodajni potencijal	2,5
Mogućnost pouzdanog predviđanja	3

Imajući u vidu da je stopa prinosa na bezrizična ulaganja 4,5%, stopa rizika na ulaganja u Republiku Srbiju 7% i stopa rizika ulaganja u preduzeće "XYZ" 12,5%, cena kapitala (diskontna stopa) je jednaka zbiru navedenih komponenti: 24.0%.

**Procena rezidualne vrednosti.** U poslednjoj godini projektovanja neto novčanog toka analiziranog preduzeća, dolazi do stabilizacije neto novčanog toka. Nakon poslednje godine projekcije, realno je očekivati rast od 2% na godišnjem nivou. Rezidualna vrednost kapitala je izračunata u skladu sa članom 5. Uredbe o metodologiji za procenu vrednosti kapitala i imovine ("Službeni glasnik RS", br. 45/2002) po Gordonovom modelu:

$$RV = DNMT_r / (DS - SR_r), \text{ gde je:}$$

RV = rezidualna vrednost kapitala,

DNMT<sub>r</sub> = diskontovani neto novčani tok u rezidualu (prva godina iza projektnog perioda),

DS = diskontna stopa (cena kapitala) i

SR<sub>r</sub> = stopa rasta u rezidualu.

**Utvrđivanje DNT vrednosti kapitala.** Imajući u vidu način utvrđivanja rezidualne vrednosti (korišćeni su diskontni faktori na sredini godine), projektovani neto novčani tok i formiranu cenu kapitala, osnovna DNT vrednost kapitala preduzeća "XYZ" na dan procene 31.12.2002. godine je 17.313 hiljada dinara.

**Tabela broj 56: Utvrđivanje DNT vrednosti kapitala**

Diskontna stopa			24,00%
Stopa rasta u rezidualu			2,00%
- hiljada dinara -			
Period	NNT	D.Fakt.	DNNT
2002	-1.184	0,898027	-1.063
2003	2.179	0,724215	1.578
2004	4.232	0,584044	2.472
2005	5.890	0,471003	2.774
2006	5.890	0,379842	2.237
Svega DNNT			7.998
	NNT r	D.Fakt.	DNNT r
Rezidual	6.007	0,341108	2.049
Ds-SRr			22,00%
RV			9.314
<b>DNT VREDNOST (Svega DNNT+RV)</b>			<b>17.313</b>

Kao što je već navedeno, donja granična DNT vrednost ukupnog kapitala izračunava se povećanjem utvrđene diskontne stope za 5 procentnih poena, a gornja granična DNT vrednost ukupnog kapitala smanjenjem diskontne stope za 5 procentnih poena. Shodno tome, *donja granična DNT vrednost* izračunata je sa povećanjem primenjene diskontne stope za 5 procentnih poena i ona iznosi *13.201 hiljada dinara*.

**Tabela broj 57: Utvrđivanje donje granične DNT vrednosti kapitala**

Diskontna stopa			29,00%
Stopa rasta u rezidualu			2,00%
- hiljada dinara -			
Period	NNT	D.Fakt.	DNNT
2002	-1.184	0,880451	-1.042
2003	2.179	0,682520	1.488
2004	4.232	0,529085	2.239
2005	5.890	0,410144	2.416
2006	5.890	0,317941	1.873
Svega DNNT			6.973
	NNT r	D.Fakt.	DNNT r
Rezidual	6 007	0,279931	1.682
Ds-SRr			27,00%
RV			6.228
<b>DNT VREDNOST (Svega DNNT+RV)</b>			<b>13.201</b>

Sa druge strane, *gornja granična DNT vrednost* izračunata je se smanjenjem primenjene diskontne stope za 5 procentnih poena i ona iznosi *24.038 hiljada dinara*.

**Tabela broj 58: Utvrđivanje gornje granične DNT vrednost kapitala**

Diskontna stopa	19,00%		
Stopa rasta u rezidualu	2,00%		
- hiljada dinara-			
Period	NNT	D.Fakt.	DNNT
2002	-1.184	0,916698	-1.085
2003	2.179	0,770335	1.679
2004	4.232	0,647340	2.739
2005	5.890	0,543983	3.204
2006	5.890	0,457129	2.692
Svega DNNT			9.229
	NNT r	D.Fakt.	DNNT r
Rezidual	6.007	0,419049	2.517
Ds-SRr			17,00%
RV			14.808
<b>DNT VREDNOST (Svega DNNT+RV)</b>			<b>24.038</b>

#### *5.4.5. Procena vrednosti kapitala po metodu likvidacione vrednosti*

**Likvidaciona vrednost imovine.** Procena likvidacione vrednosti imovine se bazira na principu očekivanih tržišnih cena koje bi se mogle postići u najpovoljnijem scenariju redovne likvidacije preduzeća.

Iznos obaveza i troškova postupka redovne likvidacije određen je po principu najviše vrednosti. Nakon odbijanja vrednosti obaveza i troškova likvidacije, izračunata je osnovna likvidaciona vrednost ukupnog kapitala preduzeća. Likvidaciona vrednost poslovne imovine utvrđena je u iznosu od *20.140 hiljada dinara* (Tabela 59).

Bilansna pozicija (van poslovna sredstva) se odnosi isključivo na sredstva za solidarnu stambenu izgradnju, te je shodno tome ovaj iznos ukinut u likvidacionom bilansu.

**Tabela broj 59: Pregled likvidacione vrednosti poslovne imovine preduzeća (000 dinara)**

Pozicija	Knjigovodstveni bilans	Razlika	Metod LV
A. NEUPLAĆENI UPISANI KAPITAL	0	0	0
B. STALNA IMOVINA (003+009+017)	8.160	2.232	10.392
I. NEMATERIJALNA ULAGANJA (004 do 008)	0	0	0
II. OSNOVNA SREDSTVA (010 DO 016)	7.832	2.560	10.392
1. Zemljišta, šume i višegodišnji zasadi	3.287	-2.816	471
2. Gradjevinski objekti	2.888	-1.382	1.506
3. Oprema	1.657	6.758	8.415
4. Alat i inventar	0	0	0
III. DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI (018 do 024)	328	-328	0
1. Učešća u kapitalu povezanih pravnih lica	42	-42	0
2. Učešća u kapitalu drugih pravnih lica	286	-286	0
3. Dugoročni krediti povezanim pravnim licima	0	0	0
4. Dugoročni krediti	0	0	0
5. Dugoročne hartije od vrednosti	0	0	0
6. Otkupljene sopstvene akcije	0	0	0
7. Ostali dugoročni plasmani	0	0	0
C. OBRTNA IMOVINA (026+032+044)	10.815	-1.067	9.748
I. ZALIHE (027 do 031)	2.761	-276	2.485
1. Materijal	2.563	-256	2.307
2. Nedovršena proizvodnja	0	0	0
3. Gotovi proizvodi	0	0	0
4. Roba	0	0	0
5. Dati avansi	198	-20	178
II. KRATKOROČNA POTRAŽIVANJA I PLASMANI (033+038)	7.910	-791	7.119
1. Kratkoročna potraživanja (034 do 037)	7.910	-791	7.119
a) Kupci - povezana pravna lica	0	0	0
b) Kupci	6.972	-697	6.275
c) Potraživanja iz specifičnih poslova	0	0	0
d) Druga potraživanja	938	-94	844
2. Kratkoročni finansijski plasmani (039 do 043)	0	0	0
a) Kratkoročni plasmani u povezana pravna lica	0	0	0
b) Kratkoročni krediti	0	0	0
c) Hartije od vrednosti	0	0	0
d) Menice	0	0	0
d) Ostali kratkoročni plasmani	0	0	0
III. GOTOVINSKI EKVIVALENTI I GOTOVINA (045+046)	144	0	144
1. Hartije od vrednosti (gotovinski ekvivalenti)	0	0	0
2. Gotovina	144	0	144
D. AKTIVNA VREMENSKA RAZGRANIČENJA	73	-73	0
E. POSLOVNA IMOVINA (001+002+025+047)	19.048	1.092	20.140

**Vrednost obaveza i troškova u postupku redovne likvidacije.** Za izračunavanje vrednosti obaveza korišćen je princip najviše vrednosti. Shodno tome, kao likvidacione vrednosti obaveza prihvaćene su vrednosti ovih pozicija iskazane u zvaničnom bilansu u iznosu od *5.098 hiljada dinara*.



**Tabela 60: Likvidaciona vrednost obaveza (000 dinara)**

Pozicija	Knjigovodstveni bilans	Razlika	Metod LV
C. OBAVEZE (125+131)	5.098	0	5.098
I. DUGOROČNE OBAVEZE (126 do 130)	0	0	0
1. Obaveze koje se mogu konvertovati u kapital	0	0	0
2. Obaveze prema povezanim pravnim licima	0	0	0
3. Obaveze po dugoročnim hartijama od vrednosti	0	0	0
4. Dugoročni krediti	0	0	0
5. Ostale dugoročne obaveze	0	0	0
II. KRATKOROČNE OBAVEZE (132 do 142)	5.098	0	5.098
1. Kratkoročni krediti od povezanih pravnih lica	0	0	0
2. Kratkoročni krediti	0	0	0
3. Ostale kratkoročne finansijske obaveze	0	0	0
4. Primljeni avansi, depoziti i kaucije	229	0	229
5. Dobavljači – povezana pravna lica	0	0	0
6. Dobavljači	146	0	146
7. Ostale obaveze iz poslovanja	0	0	0
8. Obaveze iz specifičnih poslova	0	0	0
9. Obaveze za zarade i naknade zarada	702	0	702
10. Obaveze za poreze, doprinose i druge dažbine	4.021	0	4.021
11. Druge obaveze	0	0	0
D. PASIVNA VREMENSKA RAZGRANIČENJA	0	0	0

Shodno Uredbi o načinu izmirenja javnih prihoda dospelih za plaćanje do kraja 2001. godine preduzeća koja se privatizuju metodom javne aukcije (Službeni glasnik RS broj 38/ 2001 i 29 /2002. godine), savet je da se ove obaveze izmire po završetku postupka privatizacije iz sredstava ostvarenih u postupku privatizacije.

Ove obaveze koje se odnose na javne prihode dospele do kraja 2001. godine iznose 3.171.302,66 dinara. Takođe, troškovi likvidacije su izračunati u visini 2% od likvidacione vrednosti imovine i iznose 208 hiljada dinara.

**Osnovna likvidaciona vrednost kapitala.** Procenjena likvidaciona vrednost kapitala preduzeća “XYZ” prikazana je u sledećoj tabeli 61.

**Tabela broj 61: Likvidaciona vrednost kapitala preduzeća “XYZ”**

Opis	Iznos u 000 dinara
Likvidaciona vrednost ukupne imovine	20.140
Likvidaciona vrednost ukupnih obaveza	5.098
Troškovi likvidacije	208
Likvidaciona vrednost kapitala	14.834

Shodno sprovednoj metodologiji procenjivanja, *osnovna likvidaciona vrednost kapitala* na dan procene (31.12.2002.) preduzeća “XYZ” je *14.834 hiljada dinara*.

#### 5.4.6. Zaključak o vrednosti ukupnog kapitala

Zaključak o vrednosti kapitala preduzeća predstavlja raspon između donje i gornje granice vrednosti ukupnog kapitala. Takođe, u nastavku (Tabela 62) je data korigovana knjigovodstvena vrednost kapitala i rezultati procene po metodu DNT i LV za preduzeće “XYZ” na dan 31. 12. 2002. godine.

**Tabela broj 62: Rezultati procene vrednosti kapitala po primenjenim metodama**

	Hiljada dinara	EUR (po kursu na dan 31.12 2002)
<b>Korigovana knjigovodstvena vrednost</b>	14.251	231.666
<b>Osnovna DNT vrednost</b>	17.313	281.443
Donja granična DNT vrednost	13.201	214.597
Gornja granična DNT vrednost	24.038	390.765
<b>Osnovna likvidaciona vrednost</b>	14.834	241.148
80 % osnovne likvidacione vrednosti	11.867	192.912
120 % osnovne likvidacione vrednosti	17.801	289.376

Shodno navednoj metodologiji definisan je raspon vrednosti ukupnog kapitala preduzeća (Tabela 63)

**Tabela broj 63: Raspon vrednosti ukupnog kapitala**

	Hiljada dinara	EUR (po kursu na dan 31.12 2002)
<b>Donja granica raspona vrednosti</b> je osnovna likvidaciona vrednost obzirom da je veća od donje granične DNT vrednosti i manja od gornje granične DNT vrednosti	14.834	241.148
<b>Gornja granica raspona vrednosti</b> je gornja granična DNT vrednost obzirom da je veća od osnovne likvidacione vrednosti	24.038	390.765

Shodno navedenom, *vrednost ukupnog kapitala* preduzeća “XYZ” na dan 31.12.2002. godine određuje se u intervalu od: *14.834 hiljada dinara* do *24.038 hiljada dinara*. Bilans stanja na dan 31.12.2002. godine pokazuje da u strukturi osnovnog kapitala društveni kapital ima učešće od 100%. Imajući u vidu pravni status preduzeća, kao navode iz Izvoda o registraciji preduzeća celokupni kapital preduzeća “XYZ” na dan 31.12.2002. je društveni.

## ZAKLJUČAK

Srbija je u proces tranzicije ušla sa zakašnjenjem u odnosu na druge socijalističke zemlje. To joj je omogućilo da na osnovu iskustava drugih zemalja koje su započele i završile proces privatizacije, odabere pravi metod privatizacije.

Posle niza neuspešnih pokušaja privatizacije, odnosno pretvaranja društvene i državne svojine u druge oblike svojine, a koji su poništeni, i donošenja niza zakona po kojima se privatizacija sprovodila, Srbija se po Zakonu o privatizaciji opredelila za metod prodaje kapitala i imovine preduzeća putem javne aukcije i tendera.

Specifičnost privatizacije u Srbiji jeste i postojanje ugovornih obaveza novih vlasnika kapitala za određeni ugovoreni period.

Upućene su brojne kritike na proces privatizacije u Srbiji. Međutim, i pored osnovnih ciljeva koji su trebali da budu postignuti privatizacijom, kako na makroekonomskom, tako i na mikroekonomskom nivou, kao što je povećanje efikasnosti privrede i preduzeća, samom promenom društvene i državne svojine u privatnu na stvaraju se automatski uspešna preduzeća.

Čak ni ugovorna obaveza kupaca nije bilo ostvarivanje pozitivnog rezultata poslovanja, već održavanje kontinuiteta poslovanja uopšteno ili postizanje tačno određenih parametara kao što je propisan obim proizvodnje ili održavanje tačno određenog nivoa prihoda.

Pri tome treba imati u vidu i kakva su preduzeća ušla u postupak privatizacije. To su preduzeća koja su poslovala sa gubitkom, koja su imala velike obaveze, bez kapitala, odnosno sa gubicima iznad visine kapitala, viškom zaposlenih, zastarelom tehnologijom. Preduzeća su nakon privatizacije prepuštena delovanju tržišnih uslova, ostala su bez državne pomoći, koja treba da modernizuju svoju tehnologiju i da svoje proizvode učine konkurentnim.

Prema podacima koje je objavila Agencija za privatizaciju, a koji se odnose na analizu efekata privatizacije u periodu od 2002. godine do 2010. godine, privatizovana preduzeća su povećala prihode za 69%, vrednost imovine za 47% i 2010. godine jedino privatizovana preduzeća prave dobitak. Takođe, kod

preduzeća koja su privatizovana opada zaposlenost, a prihodi po zaposlenom najviše su se povećali u privatizovanim preduzećima.

Navedeno je potvrđeno i analizom performansi pojedinačnih preduzeća u ovom radu. Naime, preduzeća koja su obuhvaćena uzorkom su u periodu nakon privatizacije ostvarivala veće prihode od prodaje nego u godini pre njihove privatizacije, kao i bolje rezultate poslovanja. Pored navedenog, kod nekih preduzeća je došlo do povećanja vrednosti imovine i kapitala, ali i obaveza.

Takođe i stope prinosa na ukupna sredstva – ROA i stopa prinosa na sopstveni kapital – ROE (kod onih preduzeća kod kojih je bilo moguće izračunati navedenu stopu), stopa neto poslovnog dobitka i stopa bruto poslovnog dobitka, imaju bolje vrednosti u postprivatizacionom periodu.

S obzirom da, kako je prethodno navedeno, obaveze preduzeća rastu u godinama nakon prodaje, likvidnost preduzeća je uglavnom lošija u odnosu na godinu pre prodaje.

Za razliku od drugih preduzeća koja sama biraju koju će politiku dividendi odabrati, privatizovana preduzeća ograničava ugovorna obaveza kupca, s obzirom da je ugovorena obaveza kupca da najmanje 5% od ostvarene dobiti mora da raspodeli malim akcionarima, pri čemu se ugovorom o prodaji ne ograničava mogućnost da to bude i veći procenat.

Izuzetak čine ona preduzeća kod kojih je raskinut Ugovor o prodaji, upravo zbog ostvarivanja loših rezultata poslovanja i loših performansi.

## LITERATURA

1. Agencija za privredne registre, [www.apr.rs](http://www.apr.rs)
2. Agencija za privatizaciju, [www.priv.rs](http://www.priv.rs)
3. Adnan, R., Adna, M., & Amra, M. (2013). "Finansijsko izvještavanje i finansijska analiza-osnova za donošenje optimalnih finansijskih odluka", *Business Consultant/Poslovni Konsultant*, 5(23).
4. Aragon, G. A. (1989): *Financial Management*, Allyn and Bacon, Boston.
5. Akalu, M. (2002): *Projects for Shareholder Value: a capital budgeting perspective*, Rozenberg Publishers, Amsterdam.
6. Analiza tržišta rada i prognoziranje potreba na tržištu rada u Republici Srbiji, Nacionalna službe za zapošljavanje, USAID, Beograd, Septembar 2012.
7. Anđelković, D., & Đurović, M. (2020): "Comparative analysis between the traditional and contemporary approach to efficiency measurement in companies", *Ekonomija-teorija i praksa*, 13(1), str. 21-41.
8. Arnold, G., Davies, M. (2000): *Value-based Management: Context and Application*, John Wiley & Sons, Chichester.
9. Arnold, G. (2005): *The Handbook of Corporate Finance*, Prentice Hall, London.
10. Aubrey, C., Asburne, J. (1960): *Financial and administrative accounting*, McGraw Hill Company, New York, according to Ilić, G., Škorić-Jovanović, K.,
11. Radovanović, R., Krstić, J. and Stojanović D., *Accounting I* (1995), Savez RR Srbije.
12. Begović, B. (2000): *Novi model privatizacije u Srbiji*, Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd.
13. Begović, B., Živković, B., & Mijatović, B. (2002): *Novi model privatizacije u Srbiji*, Centar za Liberalno-Demokratske Studije Beograd, str. 1-68.
14. Begović, B. (2005): *Četiri godine tranzicije u Srbiji*, Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd.
15. Bender, R., Ward, K. (2009): *Corporate Financial Strategy*, Butterworth – Heinemann, Oxford.
16. Beogradska berza, [www.belex.rs](http://www.belex.rs)

17. Bishop, M., Kay, J., Mayer, C. (1996): *Privatisation and Economic Performance*, Oxford University Press, Great Britain.
18. Blanchard, O., Dornbusch, R., Krugman, P., Lazard, R., Summers L. (1990): *Reform in Eastern Europe*, Report of the WIDER World Group Economy.
19. Blommestein, J., Hans, R., Geiger, R., Hare, G. (1993): *Privatising Large Enterprises: Overview of issues and case studies*, Methods of Privatising Large Enterprises, OECD, Paris.
20. Boorsma, P. (1994): *Privatisation: Political and Economical Considerations*, SISWO, Amsterdam.
21. Cappelle-Konijnenberg, J.V. (1995): *Restructuring, Firm Performance and Control Mechanism*, Tilburg University, Research Memorandum.
22. Cerović, B. (2004): *Ekonomika tranzicije*, Ekonomski fakultet, Beograd.
23. Cerović, B. (2005): *Efekti privatizacije – performanse, restrukturiranje*, Ekonomski fakultet, Beograd.
24. Chronos-Krasavac, B., Karamata, E., Soldić-Aleksić, J., & **Radosavljević, K.** (2021): „Some Aspects of Corporate Social Responsibility and Company Reputation: Evidence from Serbian Business Environment“. *Management: Journal of Sustainable Business & Management Solutions in Emerging Economies*, 26(3), str. 47-60.
25. Cinnamon, R., Helweg-Larsen, B. (2006): *How to Understand Business Finance*, Kogan Page, London.
26. Cook, P., Kirkpatrick, C., Nixon, F. (1998): *Privatization, Enterprise Development and Economic Reform, Experiences of Developing and Transitional Economies*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK.
27. Collier, P. (2009): *Fundamentals of Risk Management for Accountants and Managers: Tools & Technique*, Butterworth Heinemann, Oxford.
28. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (1996): *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley and Sons, Inc., New York.
29. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (2005): *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*, četvrto izdanje, John Wiley & Sons, New York
30. Crnokrak, N., Vlahović, B., **Radosavljević, K.** (2022): “Competitiveness of wine export from CEFTA countries in the EU market”, *Ekonomika preduzeća*, 70(7-8), str. 419-429.

31. Cvetković, N., Grgurević, S. B. (2004): "Pristup restrukturiranju i iskustva u realizaciji socijalnih programa u privatizovanim preduzećima u Srbiji", *Ekonomski vidici*, 9(1), str. 41-47.
32. Cvijanović, D. (2009): "System of Education, Scientific-Research and Consulting Work in Agriculture of Serbia", 113th Seminar of the European Association of Agricultural Economists (EAAE) – *The role of knowledge, innovation and human capital in multifunctional agriculture and territorial rural development*. Editors: Danilo Tomić, Zorica Valjiljević, Drago Cvijanović. Publisher: Institute of Agricultural Economics, Belgrade. December, 9th-11th 2009. Belgrade, Serbia, str. 61-72.
33. Cvijanović, D., **Mihailović, B.**, Simonović, Z. (2009): *Uloga i značaj marketinga u razvoju agrarnog sektora Srbije*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd.
34. Cvijanović, D., **Mihailović, B.** (2010): *Menadžment i marketing uslužnog sektora*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd.
35. Cvijanović, D., **Mihailović, B.** (2011): *Međunarodni marketing kao faktor razvoja izvozne konkurentnosti*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede.
36. Cvijanović, D., **Mihailović, B.**, Čavlin, M., Čavlin, G. (2015): "Impact of marketing consulting on performances of agrarian clusters in Serbia", *Sustainability* 2015, 7, doi:10.3390/su7021099, ISSN 2071-1050, str. 1099-1115.
37. Cvijanović, D., **Mihailović, B.**, Pejanović, R. (2012): *Poslovna etika i komuniciranje*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd.
38. Cvijanović, D., **Mihailović, B.**, Vukotić, S. (2016): *Marketing i konsalting u funkciji razvoja turizma Srbije*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd.
39. Čavić, D. (2009): "Analiza i tumačenje finansijskih izveštaja", *Škola biznisa*, 1, str. 70-77.
40. Čupić, M. (2008): *Koncepti rezultata u funkciji upravljanja korporativnim preduzećima*, Ekonomika preduzeća, Ekonomski fakultet, Beograd.



41. Čupić, M. (2010): „Ocena značaja četiri varijante rezidualnog dobitka za ostvarenje cilja maksimiranja vrednosti za akcionare”, *Ekonomski horizonti*, str. 113-132.
42. Damodaron, A. (2007): *Korporativne finansije, teorija i praksa finansija*, Modus – Centar za strateška istraživanja, Podgorica.
43. Deloitte and Touch Consalting Group / Braxton Associates, 1996, Value based Management Program Overview, May 30, 1996, str.5, prema Kaličanin Đ. (2006): Menadžment vrednosti preduzeća, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 77.
44. Denčić-Mihajlov, K. (2003): “Uloga finansijskih konsultanata u procesima spajanja i pripajanja preduzeća”, *Svet finansija*, april-maj-jun, str. 21.
45. Denčić-Mihajlov, K. (2011): „Preuzimanje preduzeća u uslovima postojanja konkurentskih ponuda“, *Teme-Časopis za Društvene Nauke*, (03), str. 1033-1052.
46. Drašković, B. M., & Rajković, Z. M. (2004): “Protivurečnosti u privatizaciji-zamka jednog modela”, *Ekonomski vidici*, 9(3), str. 377-384.
47. Drašković, L. (2022): “Finansijski aspekti poslovanja preduzeća u kriznim uslovima”, *Zbornik radova Fakulteta tehničkih nauka u Novom Sadu*, 37(12), str. 2144-2147.
48. Đukić, P. (2005): *Strategija tranzicije između popularizma i reformi*, Ekonomski fakultet, Beograd.
49. Đunić, D., Đuričin, D. (1999): *Privatization in Yugoslavia*, in Privatization International Yearbook, London: IFR Publishing.
50. Đuričin, D. (1994): *Economies in Transition: Privatization and Related Issues*: Dečje novine, Gornji Milanovac.
51. Đuričin, D. (1996): *Upravljanje pomoću projekata*, Deloitte&Touche i Ekonomski institut, Beograd.
52. Đuričin, D. (1997): *Privatization in FR Yugoslavia's Transition*, in Challenges and Opportunities for the Economic Transition in Yugoslavia, International Conference Proceedings 5-6 November, Belgrade.
53. Đuričin, D. (2002): *Tranzicija u Srbiji u 2002 godini: između reformizma i populizma*, Ekonomika preduzeća, Jan-Feb.

54. Đuričin, D., Zec, M., Mijatović, B. (1995): *Privatization in Serbia*, Ekonomski fakultet, Beograd, Filozofski fakultet, Beograd.
55. Đuričin, D. (1998): *Preduzeće, privatizacija, prestrukturiranje i nova paradigma menadžmenta*, Zbornik radova jugoslovenskih ekonomista-Ekonomska politika.
56. Đuričin, D. (1999): “Kako izbeći tranzicionu kratkovidost”, *Ekonomika preduzeća*, br. 11-12, str. 198-204.
57. Đuričin, D., Lončar, D. (2007): *Menadžment pomoću projekata*, Ekonomski fakultet, Beograd.
58. Đuričin, D., Janošević, S., Kaličanin, Đ. (2009): *Menadžment i strategija*, CID, Ekonomski fakultet, Beograd.
59. Đuričin, D., Janošević, S., Kaličanin, Đ. (2010): *Menadžment i strategija*, Ekonomski fakultet, Beograd.
60. Evans F. C., Bishop D. M. (2001): *Valuation for M&A: Building Value in Private Companies*, New York: John Wiley & Sons.
61. Ellerman, D. (1990): *Democratic Worker Owned Firm, A new Model for the East and West*, London: Unwin Human.
62. Erić, D., Stošić, I. (2017): *Korporativno restrukturiranje*, Monografija, Institut ekonomskih nauka Beograd, Beogradska bankarska akademija, Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije Beograd.
63. Fabozzi, F., Grant, J. (2000): *Value –Based Metrics: foundations and principles*, Wiley, New Jersey.
64. Friedlop, G., Schleifer, L., Plewa, F. (2002): *Management Accounting Best Practices: A Guide for the Professional Accountant*, John Wiley & Sons, New York.
65. Frydman, R., Rapaczynsky, A. (1994): *Privatization in Eastern Europe*, Budapest: Central European University Press.
66. Giroux, G. A., & Wiggins, C. E. (1983). *Chapter XI and corporate resuscitation*. *Financial Executive*, pp. 36-41.
67. Gligorić, Č. (2005): “Rizik kapitala kao faktor procene vrednosti preduzeća”, *Bankarstvo*, 34(11-12), str. 32-39.
68. Grdinić, V. (2019): *Diskontna stopa kao faktor procene vrednosti kapitala*, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu.
69. Hartley K., Parker, D. (1991): *Privatization: A Conceptual Framework*, Edward Elgar Publishing Ltd., Hants, England.

70. Hejazi, R., Oskouei, M. (2007): „The information content of Cash Value Added (CVA) and P/E ratio: Evidence on association with Stock Returns for industrial companies in the Tehran Stock Exchange“, *Iranian Accounting & Auditing Review*, Spring 2007, Vol.14 No. 47, str. 21-36.
71. Investicije Republike Srbije, 2004, 2009, Republički zavod za statistiku, Beograd, 2005, 2010.
72. Ivanišević, M. (2009): *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd.
73. Izveštaj o malim i srednjim preduzećima i preduzetništvu za 2011. godinu, Ministarstvo finansija i privrede Ministarstvo regionalnog razvoja i lokalne samouprave Nacionalna agencija za regionalni razvoj Beograd, oktobar 2012. godina.
74. Jančićević, N. (1992): “Uloga konsultanata u organizacionim promenama i razvoju”, Zbornik radova *Privredni sistem i efikasnost poslovanja preduzeća u uslovima svojinske transformacije*, Univerzitet u Nišu, Niš, str. 36-42.
75. Jahnsson, H., Kihlstedt, P. (2005): *Performance-based Reporting: A New Management Tools for Unpredictable Times*, John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, New Jersey.
76. Jurišić, B. (2015): “Menadžment kao faktor neuspešnosti restrukturiranja preduzeća u Srbiji”, *FINIZ 2015-Contemporary Financial Management*, str. 127-129.
77. Kaličanin Đ. (2006): *Menadžment vrednosti preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd.
78. Kecman-Šušnjar, A. V. (2013): *Efekti privatizacije preduzeća od strateškog interesa u privredi Srbije*, Univerzitet u Beogradu.
79. Kikeri, S., Nellis, J., Shirley, M. (1994): *Privatization: Lessons from Market Economies*, World Bank Research Observer, World Bank, Washington D.C.
80. Knežević, G. (2007): *Ekonomsko-finansijska analiza*. Univerzitet Singidunum, Beograd.
81. Knežević, M. (2009): “Privatization as the basis of reform process in Serbia”, *Ekonomika, Journal for Economic Theory and Practice and Social Issues*, 55, str. 46-53.
82. Knight, J. (1998): *Value Based Management: Developing a systematic approach to creating shareholder value*, McGraw-Hill, New York.

83. Kojić, N. (2010): “Finansijsko merenje performansi preduzeća u savremenim uslovima”, *Ekonomski Pogledi*, 3, str. 97-106.
84. Kojić, N., Dajić, M., & Vučković, N. (2017): “Merenje i unapređenje indikatora ključnih performansi u savremenoj organizaciji”, *Ekonomski signali: poslovni magazin*, 12(2), str. 1-9.
85. Kostić, D. (2010): “Konflikti u procesu privatizacije i njihov uticaj na industrijalizaciju Srbije”, *Ekonomski vidici*, 15(2), str. 257-264.
86. Kovačević, M. R. (2006): “Kako povećati efekte privatizacije”, *Ekonomski vidici*, 11(2), str. 189-198.
87. Kovačević, B. R. (2019): *Razvoj i evaluacija modela za upravljanje performansama srednjih i velikih preduzeća* (Doctoral dissertation, University of Belgrade (Serbia)).
88. Krasavac-Chroneos B., **Radosavljević K.**, Bradić-Martinović A. (2018): “SVOT analiza ruralnog turizma kao kanala marketinga za poljoprivredne proizvode u Srbiji”, *Ekonomika poljoprivrede*, br. 65/4, 2018, str. 1573-1584.
89. Krasulja, D., Ivanišević, M. (2000): *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd.
90. Kremenović, D. (2021): “Mjerila performansi u funkciji kontrole”, *Časopis o društvenom i tehnološkom razvoju*, 3(2), str. 102-116.
91. Lukić, D., Gulan, B. (2006): *Privatizacija u Republici Srbiji (ras)prodaja imovine i tržišta*, Ekonomski anali, Ekonomski fakultet u Beogradu.
92. Major, I. (1993): *Privatization in Eastern Europe: A Critical Approach*, Edward Elgar, Hants, England.
93. Malinić, D. (2007): *Politika dobiti korporativnog preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd.
94. Malinić, D. (2006): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd.
95. Malinić, D. (2010): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet u Beogradu.
96. Martin, S., Parker, D. (1997): *The Impact of Privatisation: Ownership and Corporate Performance in the UK*, Routledge, London.
97. Martin, J., Petty, J., Wallace, J. (2009): *Value Based Management with Corporate Social Responsibility*, Oxford University Press.

98. McTaggart, Kontes, P., Mankins, M. (1994): *Managing for Superior Shareholder Returns, The Value Imperative*, The Free Press, New York.
99. Međugorac, M., Savić, M., Sikimić, U., & Šakota, M. (2011): "Razvoj i implementacija ključnih indikatora performansi kao sredstvo modernog upravljanja kompanijom", *XVII Skup Trendovi razvoja: Evropa 2020: društvo zasnovano na znanju*, Kopaonik, 7(10.03).
100. Merchant, K. A., Van der Stede W. A. (2003): *Management control systems: performance measurement, evaluation and incentives*, Pearson Education Limited, England.
101. **Mihailović, B.**, Hamović, V. (2006): "The consultancy of privatization", *Anali Ekonomskog fakulteta u Subotici*, (16), str. 39-48.
102. **Mihailović, B.**, Paraušić, V., Hamović, V. (2007): "Ekološki menadžment konsalting i zaštita sredine", *Ekonomika poljoprivrede*, broj 1/2007., Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd, str. 91-100.
103. **Mihailović, B.** (2007): "Etika konsaltinga", *Kopanička škola prirodnog prava – Pravo i pravda, Jubilarni XX susret: PRAVO I SLOBODA*, Kopaonik, 13-17 decembar 2007, Pravni život, br. 12/2007/Godina LVI/ Knjiga 512/ Udruženje pravnika Srbije, str. 259-274.
104. **Mihailović, B.**, Paraušić, V., Simonović, Z. (2007): *Analiza faktora poslovnog ambijenta Srbije u završnoj fazi ekonomske tranzicije*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd.
105. **Mihailović, B.** (2007): *Uloga konsaltinga u restrukturiranju preduzeća u tranziciji*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd.
106. **Mihailović, B.** (2007): *Formulisanje strategije preduzeća*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd.
107. **Mihailović, B.**, Subić, J., Cvijanović, D. (2007): "Macroeconomics' indicators of investments moving in Serbia at period 2000-2005", Simpozionul Internațional *Investițiile și Relansarea Economică*, Ediția a VII-a, Symposium on investments and economic recovery, 25-27 Mai 2007., București, Academia de Studii Economice din București, Facultatea Management, Catedra de Eficiență Economică, pp. 23-34.
108. **Mihailović, B.**, Paraušić, V., Hamović, V. (2008): *Vodič za evaluaciju konsultantskog učinka*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd.

109. **Mihailović, B.**, Simonović, Z., Hamović, V. (2008): “Formulisanje i realizacija strategije internacionalizacije poslovanja”, *Ekonomika poljoprivrede*, broj 3 (237-338) 2008, str. 289-305.
110. **Mihailović, B.**, Simonović, Z., Hamović, V. (2008): „Evaluacija i kontrola efikasnosti konsalting projekata“, *Industrija*, 37(1), str. 101-120.
111. **Mihailović, B.** (2011): *Razvoj konsultantskih usluga u Srbiji i njihov uticaj na performanse preduzeća u agrokompleksu*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede Beograd.
112. **Mihailović, B.** (2012): „Development of consulting services in Europe: An analysis“, *Teme*, 36(1), 137-151.
113. **Mihailović, B.**, Birmančević, B., Obradović, M, (2014): “The selection factors of consultants in Serbian agro-sector”, *Economics of Agriculture*, Year 61, No. 1 (1-268) 2014, Belgrade, The Balkan Scientific Association of Agrarian Economists, Institute of Agricultural Economics, Belgrade, Academy of Economic Studies, Bucharest, str. 149-162.
114. **Mihailović, B.**, Cvijanović, D., Kuzman, B. (2014): *Challenges of management consulting in modern business of agricultural enterprises*, Monograph, Institute of agricultural economics, Belgrade, Serbia.
115. **Mihailović, B.**, Radović, N. (2017): “Etički izazovi u uslovima globalizacije”, *Srpska politička misao*, broj 2/2017, godina XXIV, sveska 56, ISSN 0354-5989, UDK 316.32:17, str. 85-100.
116. **Mihailović, B.**, Radović, N. (2017): “Etički izazovi u uslovima globalizacije”, *Srpska politička misao*, broj 2/2017, godina XXIV, sveska 56, ISSN 0354-5989, UDK 316.32:17, str. 85-100.
117. **Mihailović, B.**, Brzaković, T. (2018): *Knowledge and Innovation Transfer in Agribusiness*, monograph, Institute of Agricultural Economics, Belgrade.
118. **Mihailović, B.** (2019): *Marketing poljoprivredno-prehrambenih proizvoda*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede Beograd.
119. **Mihailović, B.**, Radosavljević, K. (2020): *Poslovni konsalting*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd
120. **Mihailović, B.**, Radić Jean, I., Popović, V., **Radosavljević, K.**, Chroneos Krasavac, B., Bradić-Martinović, A. (2020). Farm Differentiation

- Strategies and Sustainable Regional Development. *Sustainability*, 12(17), 7223.
121. **Mihailović, B.**, Popović, V., **Radosavljević, K.** (2020): „Consulting as a Factor of Improving the Educational Potentials of Managers in Serbia“. *LIMES+*, No. 3/2020, Časopis za društvene i humanističke nauke, pp. 131-155.
122. **Mihailović, B.**, **Radosavljević, K.**, Popović, V. (2021): “Development factors of management consulting in Serbia”, *Ekonomika preduzeća*, 69(7-8), str 414-421.
123. **Mihailović, B.**, **Radosavljević, K.**, Popović, V. (2021): “Business consulting as a factor of knowledge improvement in human resources management“. *International Journal Vol. 47 for the 32nd international scientific conference KNOWLEDGE FOR DEVELOPMENT*, 19-22.08.2021, Hotel Biser, Ohrid Lake, Struga, Republic of N. Macedonia, str. 31-36.
124. **Mihailović, B.**, **Radosavljević, K.**, & Popović, V. (2022): „Development of business ethics as academic areas“. *KNOWLEDGE-International Journal*, 52(1), str. 73-78.
125. **Mihailović, B. M.**, **Radosavljević, K.**, Popović, V., & Puškarić, A. (2024): “Impact of digital marketing on the performance of companies in the agricultural sector of Serbia”, *Economics of Agriculture*, 71(1), str. 173-188.
126. Milanović, M., Stevanović, S., Đorović, M. (2008): “Razvojne prednosti i elementi beogradske agrarno-ruralne multifunkcionalnosti”, *International Scientific Meeting: Multifunctional Agriculture and Rural Development III – rural development and (un)limited resources*, 4-5th December 2008, Faculty of Agriculture in Zemun – Belgrade, knjiga 2, str. 83-89.
127. Milojević, S. (2011): “Tehnike za rano otkrivanje signala latentne krize preduzeća”, *Škola biznisa*, 1, str. 123-137.
128. Milosavljević, S. (2005): *Srbija i region – tranzicioni (ne)uspesi i kratkoročne perspektive*, Beograd.
129. Monnery, N. (1995): *Corporate Value Creation*, Pitman Publishing, London.
130. Mrvaljević, M., Dobričanin, S., & Đuricanin, J. (2014): “Finansijski izveštaji u funkciji menadžment odlučivanja”, *Ekonomski signali: poslovni magazin*, 9(2), str. 85-103.

131. Nacionalna strategija zapošljavanja za period 2011-2020. godine, „Službeni glasnik RS”, br. 55/05, 71/05 – ispravka, 101/07, 65/08 i 16/11.
132. Naučnoistraživačka delatnost u Republici Srbiji, 2012., Republički zavod za statistiku, Republika Srbija, Bilten 570, Beograd, 2013.
133. Neely, A. (2004): *Business performance measurement: Theory and practice*, Cambridge University Press.
134. Nikolić, I. D. (2013): *Efekti privatizacije na performanse industrijskih preduzeća u Srbiji* (Doctoral dissertation, University of Belgrade (Serbia)).
135. Norton, G. (2003): *Valuation: Maximizing Corporate Value*, Wiley, New Jersey.
136. Obradović, T. A. (2014): *Koncept upravljanja poslovanjem zasnovan na indikatorima finansijskih performansi* (Doctoral dissertation, University of Belgrade (Serbia)).
137. Opštine i regioni u Republici Srbiji, 2013., Zaposlenost i zarade, Republički zavod za statistiku, Republika Srbija, <http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/>
139. Opštine i regioni u Republici Srbiji, 2013., Republički zavod za statistiku, Republika Srbija, <http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/>
140. Parmenter, D. (2007): *Key Performance Indicators: Developing Implementing and Using Winning KPIs*, John Wiley & Sons, New York.
141. Pavlović, V., Knežević, G. (2008): ”Adekvatnost tržišne metode procene vrednosti kapitala za potrebe privatizacije, *Računovodstvo*, br. 3(4), str. 1-19.
142. Peterson, P., Peterson D. (1996): *Company Performance and Measures of Value Added*, The Research Foundation of the ICFA, Virginia.
143. Petrović, P. (2002): “Porast tražnje za uslugama finansijskog konsaltinga”, časopis *Finansije*, broj (9-10), str. 556-568.
144. Petrović, P. B. (2004): “Privatizacija i razvoj tržišta kapitala u Srbiji”, *Ekonomski vidici*, 9(3), str. 441-453.
145. Pirie, M. (1998): *Privatization: Theory, Practice and Choice*, Wildwood House, Hants, England.



146. Porter, M. (1985): *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, The Free Press, New York.
147. Pratt, S. P., Reilly, R. F., Schweihs, R. P. (2000): *Valuing a Business*, New York: John Wiley & Sons
148. Pratt S. P. (2001): *Business Valuation, Premiums and Discounts*, New York: John Wiley & Sons.
149. Pratt S. P., Reilly R. F., Schweihs R. P. (2000): *Valuing a Business*, New York: John Wiley & Sons.
150. Procena vrednosti kapitala preduzeća “XYZ”, Institut za istraživanje tržišta, IZIT, Beograd, 31. decembar 2002. godine.
151. Radenković-Jocić, D. (1997): *Strane investicije u zemljama u tranziciji*, Zadužbina Andrejević, Beograd.
152. **Radosavljević, K.** (2008): *Kanali marketinga voća*, Zadužbina Andrejević, Beograd.
153. **Radosavljević, K.** (2008): “Kanal marketinga proizvodnje voća u Srbiji – primer maline i višnje”, *Ekonomski anali*, Ekonomski fakultet Beograd, 2008., broj 177. (april-jun 2008), str. 103-121.
154. **Radosavljević, K.**, Domazet, I. (2010); “Specifičnosti kanala marketinga višnje na primeru Zadruge Arilje i fabrike «Jugprom», d.o.o.”, *Ekonomika poljoprivrede*, br. 1/2010., Januar 2010., str. 125-135.
155. **Radosavljević K.** (2015): “Konkurentnost poljoprivrednih proizvoda: studija slučaja proizvodnje i prodaje šljiva”, *Ekonomika preduzeća*, Društvo ekonomista Srbije, Novembar-Decembar 2015., broj 7-8, str. 449-460.
156. **Radosavljević, K.** (2016): “Enhancing agri-competitiveness: A cost-benefit analysis of raspberry production on a family farm”, *Ekonomika preduzeća*, 64(7-8), str. 492-498.
157. **Radosavljević, K.** (2017): *Kanali marketinga poljoprivrednih proizvoda*, monografija, Institut ekonomskih nauka, Beograd.
158. **Radosavljević, K.** (2017): “Kanali marketinga i konkurentnost kukuruza u Srbiji”, *Management: Journal of Sustainable Business and Management Solutions in Emerging Economies*, FON, Vol 22, No 1 (2017), str. 59-70.
159. **Radosavljević, K.**, Zečević, A. (2018): “Unapređenje efikasnosti kratkih lanaca snabdevanja hranom putem mobilnih tehnologija”,

- Digital Transformation New Challenges and Business Opportunities*, 2018., str. 329-353.
160. **Radosavljević, K.**, Vučić, I., Plavšić, M., (2019): “Ekspanzija kanala marketinga i njihov uticaj na trgovinu poljoprivredno-prehrambenim proizvodima – međunarodna iskustva”, *Ekonomika preduzeća* 2019, vol. 67, br. 5-6, Septembar-Oktobar 2019., str. 370-384.
161. **Radosavljević, K.**, **Mihailović, B.**, Popović, V. (2022): “The opportunities of insurance against current risks in tourism”, *Development of modern insurance market – constraints and possibilities*, ISBN 978-86-403-1739-9, COBISS.SR-ID 66588425, Faculty of Economics, Belgrade, str. 415-435.
162. **Radosavljević, K.**, Popović, V., **Mihailović, B.** (2022): „Competitiveness of rural economy and the sustainable development of Serbia“, International Scientific Conference: *Sustainable agriculture and rural development III*, Book of abstracts, December, 2022, Institute of Agricultural Economics, Belgrade, Serbia, str. 25.
163. **Radosavljević, K.** (2023): „Digital transformation and risk mitigation in emerging insurance markets: A comparative analysis between China and Serbia“, *Oppor. Chall. Sustain*, 2, str. 104-115.
164. **Radosavljević, K.**, **Mihailović, B.** (2024): “Green Hotels Between Circular Economy Objectives and Sustainable Development Goals”. In *Marketing and Resource Management for Green Transitions in Economies* (str. 75-104). IGI Global.
165. **Radosavljević, K.**, **Mihailović, B.** (2023): *Savremeni problemi menadžmenta u hotelijerstvu*, monografija, Beogradska bankarska akademija, Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije, Beograd.
166. **Radosavljević, K.**, Tešić, N., **Mihailović, B.** (2023): „Insurance against the risk of natural disasters in agriculture“. In *Challenges and insurance market’s responses to the economic crisis*. University of Belgrade, Faculty of economics and business, Publishing centre, Belgrade, ISBN 978-86-403-1789-4, str. 231-253.
167. **Radosavljević, K.**, Popović, V., **Mihailović, B.** (2023): „Improving the Rural Economy as a Function of Sustainable Development in Serbia“. International Scientific Conference: *Sustainable agriculture and rural development III*, Thematic proceedings, Institute of Agricultural Economics, Belgrade, Serbia, ISBN 978-86-6269-123-1; ISBN (e-book) 978-86-6269-124-8, str. 335-344.

168. **Radosavljević, K., Mihailović, B.** (2024): „Communication technologies as a prerequisite for the digitalization of rural areas in the republic of Serbia“. In Book of Proceedings: *International Scientific Conference "Village and Agriculture"*, Editors: Vesna Gantner, Vera Popović, Milivoje Ćosić, Publisher: Bijeljina University, Faculty of Agriculture, Bijeljina, Republic of Srpska, B&H, 27.09. – 29.09. 2024, Požarevac, Serbia, str. 52-62.
169. **Radosavljević, K., Pătărlăgeanu, S.R., Mihailović, B., Mitrašević, M.** (2024): „Innovations of rural areas as a necessity of green economy and sustainable development“. In *Proceedings of the International Conference on Business Excellence*, Vol. 18, No. 1, str. 1712-1723.
170. **Radosavljević, K., Pătărlăgeanu, S.R., Mihailović, B., Mitrašević, M.** (2024): “Marketing Channels as a Factor of Sustainable Agribusiness”. *The 7 th International Conference on Economics and Social Sciences Exploring Global Perspectives: The Future of Economics and Social Sciences*, June 13-14, Bucharest University of Economic Studies, Romania, str. 39-48.
171. **Radosavljević, K.** (2024): *Novi model kanala marketinga maline: nauka i praksa*, monografija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd.
172. Radovanović, V., Maksimović, M. (2010): “Tržišta rada i (ne)zaposlenost u Evropskoj uniji i Srbiji - regionalni aspekt”, Geografski institut „Jovan Cvijić“ SANU, *Zbornik radova*, Knjiga 60 № 2, str. 59-74.
173. Ramadhan, V. (1992): *Privatization: A Global Perspective*, London: Routledge
174. Rapaić, S. I. (2016). *Uloga stranih direktnih investicija u lokalnom ekonomskom razvoju u Republici Srbiji (2001-2013)* (Doctoral dissertation, University of Belgrade (Serbia)).
175. Rapaport, A. (1998): *Creating Shareholder Value*, The Free Press, New York.
176. Rapaport, A. (2006): *10 ways to Create Shareholder Value*, Harvard Business Review.
177. Saopštenje broj 347 - god. LXIII, 26.12. 2013, Statistika nacionalnih računa, Republika Srbija, Republički zavod za statistiku.
178. Senić, R. (1996): *Krizni Menadžment*, Biblioteka Dijalozi, Beograd.

179. Schaefer, O. (2002): *Performance Measures in Value Management: A model based approach to explain the CVA and Eva Measurement*, ErichSchmidt Verlag.
180. Schulze, C., Skiera, B., Wiesel, T. (2012): „Linking customer and financial metrics to shareholder value: The leverage effect in customer based valuation“, *Journal of Marketing*, str. 17-32.
181. Simeunović, B., Slović, D., Radaković Andreja, J. (2015): “Analiza modela za merenje performansi procesa”, *Škola biznisa*, (2), str. 49-64.
182. Simons, R. (2000): *Performance Measurement & Control Systems for Implementing Strategy: Text and Cases*, Prentice Hall, New Jersey, str. 176-181.
183. Solow, R.M. (1956): “A Contribution to the Theory of Economic Growth”, *The Quarterly Journal of Economics*, Bol. 70, No. 1. (Feb., 1956), str. 65-94.
184. Stančić, P. (1998): „Alternative za izlazak iz finansijskih teškoća preduzeća“, *Zbornik radova sa II Simpozijuma SRR Republike Srpske*, Banja Luka, str. 28-40.
185. Stanković, R., Kalač, D., & Rosić, M. (2018): “Uloga finansijskih tržišta u savremenoj privredi”, *Oditor: Časopis za menadžment, pravo i finansije*, Vol IV, Br. 03, str. 82-95.
186. Stantić, S. (2016): “Uporedna analiza privatizacije u Republici Srbiji i u Mađarskoj”, *Administracija i javne politike*, 4(1-2), str. 93-109.
187. Stavrić, B., Kokeza, G. (2002): *Upravljanje poslovnim sistemom – Ekonomika preduzeća i menadžment*, Tehnološko-metalurški fakultet, Beograd.
188. Stern, J., Shiley, J., Ross, I. (2001): *The EVA Chalange-Implementing Value-Added Change in Organizations*, John Wiley & Sons, New York.
189. Stern, J., Stewart, B., Chew, D. (1998): *The EVA Finnacial Management System*, The Revolution in Corporate Finance.
190. Stewart, B. (1991): *The Quest for Value*, Harper Business, New York.
191. Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V. (2009): *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd.
192. Stojanović, Ž., & **Radosavljević, K.** (2013): “Food chain, agricultural competitiveness and industrial policy: A case study of the Serbian raspberry production and export”, *Ekonomika preduzeća*, 61(3-4), str. 174-182.

193. Stojanović, Ž., Popović, P. I., & **Radosavljević, K.** (2013): „The EU agricultural sector competitiveness and government effectiveness: The lessons for Serbia“, *Ekonomika preduzeća*, 61(7-8), str. 483-491.
194. Stošić, I. (2007): *Privatizacija preduzeća u Srbiji – rezultati, problemi, perspektive*, Izazovi ekonomske politike Srbije u 2007. godini, Ekonomski fakultet u Beogradu.
195. Stošić, I. (2007): “Uticaj privatizacije na unapređenje konkurentnosti u agrobiznisu”, *Ekonomski vidici*, 12(3), str. 495-506.
196. Stošić, I. (2014): “Izazovi definisanja i sprovođenja programa restrukturiranja preduzeća”, *Ekonomske teme*, 52(2), str. 147-161.
197. Šestović, M., **Radosavljević, K.**, & Chroneos-Krasavac, B. (2017): “The importance of EU pre-accession funds for agriculture and their influence on country's competitiveness”. *Ekonomika preduzeća*, 65(7-8), str. 506-517.
198. Ševkušić, L. (2018): “Analiza bilansa stanja u funkciji strategijskog odlučivanja”, *Ekonomski izazovi*, (13), str. 41-49.
199. Šuković, D. (2007): “Socioekonomski aspekti privatizacije u Srbiji”, *Pomeramo granice*, Institut društvenih nauka, Beograd, str. 245-260.
200. Tmušić, M. B. (2017): *Uticaj kvaliteta institucija na privredni razvoj i efekte privatizacije u Srbiji*, Univerzitet u Beogradu.
201. Todorović, M. (2010): *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd.
202. Uputstvo o načinu primene metoda za procenu vrednosti kapitala i načinu iskazivanja procenjene vrednosti, "Službeni glasnik RS", 57/2001.
203. Uredba o metodologiji za procenu vrednosti kapitala i imovine, "Službeni glasnik RS", 45/2001 i 45/2002.
204. Uredba o prodaji kapitala metodom javne aukcije, "Službeni glasnik RS", 45/2002.
205. Uredba o načinu izmirenja obaveza javnih prihoda dospelih na plaćanje do kraja 2001. godine za subjekte koji se privatizuju metodom javne aukcije i tendera, "Službeni glasnik RS", 91/2002.
206. Uslovi i opterećenja poslovanja i kolektivnog pregovaranja, brošura Unije poslodavaca Srbije, Austrijska agencija za razvoj (ADA), Projekat „Konsolidacija pravnih i institucionalnih osnova socijalnog dijaloga u

- zemljama zapadnog Balkana i Moldaviji“; Međunarodna organizacija rada, Kancelarija za Centralnu i Istočnu Evropu; septembar 2010.
207. Vernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M., Fur, Y.L., Salvi, A. (2009): *Corporate Finance – Theory and Practice*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
208. Vučić, V. (2021): “Finansijska analiza i njeni instrumenti u funkciji poslovnog upravljanja”, *Horizonti menadžmenta*, 1(1), str. 109-134.
209. Vučićević, D. (2012): “Teorijski aspekti i osnovne postavke finansijske analize”, *Škola biznisa*, 2, str. 82-96.
210. Vukša, S., & Andžić, S. (2016): “Analiza finansijskih izveštaja preduzeća”, *Akcionarstvo*, str. 21-30
211. Vuylsteke, Ch. (1988): *Techniques of Privatization State Owned Enterprises, Vol I, Methods and Application*, Washington, World Bank.
212. Weizsacker, E. U. (2005): *Limits to Privatization – How to Avoid too Much of a Good Thing*, Earthscan, London.
213. Young, D., O'byrne, S. (2000): *EVA and Value-based Management: A practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill, New York.
214. Zakon o privatizaciji, "Službeni glasnik RS", 38/2001.
215. Zakon o izmenama i dopunama zakona i privatizaciji, "Službeni glasnik RS", 18/2003.
216. Zec, M., Mijatović, B., Đuričin D., Savić, N. (1994): *Privatizacija: nužnost ili sloboda izbora*, Beograd: Jugoslovenska knjiga i Ekonomski institut.
217. Zec, M. (2007): *Strategija kompletiranja procesa privatizacije u Srbiji*, Izazovi ekonomske politike Srbije u 2007. godini, Ekonomski fakultet, Beograd.
218. Zečević, A., & Radosavljević, K. (2014): „Web-based business applications as the support for increased competitiveness in agribusiness“, *Ekonomika preduzeća*, 62(7-8), str. 405-418.
219. Živanović, N. (1994): “Strukturiranje poželjne konsalting pomoći preduzećima u krizi”, *Poslovna politika*, jun, str. 30-40.

CIP - Каталогизација у публикацији  
Народна библиотека Србије, Београд

658.15(0.034.2)  
338.246.025.28(0.034.2)

РАДОСАВЉЕВИЋ, Катица, 1975-

Analiza uticaja privatizacije na poslovanje i performanse  
preduzeća u Srbiji [Elektronski izvor] / Katica Radosavljević,  
Branko Mihailović. - 1. izd. - Beograd : Institut za ekonomiku  
poljoprivrede, 2024 (Beograd : Institut za ekonomiku  
poljoprivrede). - 1 elektronski optički disk (CD-ROM) : tekst,  
slika ; 12 cm

Tiraž 100. - Napomene i bibliografske reference uz tekst. -  
Bibliografija.

ISBN 978-86-6269-139-2

1. Михаиловић, Бранко, 1978- [аутор]

а) Предузећа -- Приватизација б) Предузећа -- Пословање --  
Анализа

COBISS.SR-ID 159568905

