

**IZVORNI NAUČNI RADOVI**



## ULOGA ANALIZE IZVJEŠTAJA O NOVČANIM TOKOVIMA U PROCESU DONOŠENJA INVESTICIONIH ODLUKA NA TRŽIŠTU KAPITALA

### ANALYSIS OF CASH FLOW STATEMENTS IN INVESTMENT DECISIONS ON THE CAPITAL MARKET

AMELA PIRALIĆ

Ekonomski fakultet Univerziteta "Džemal Bijedić" u Mostaru

**Sažetak:** Izvještaj o novčanim tokovima perioda sastavlja se u skladu sa MRS-om 7 koji definiše informacije koje se moraju objaviti u izvještaju o tokovima novca. Priprema izvještaja o novčanim tokovima u praksi preduzeće u BiH tek u posljednjoj deceniji značajnije se koristi u procesu donošenja poslovnih odluka subjekata. Izvještaj o novčanim tokovima, kada se koristi s ostalim finansijskim izvještajima, pruža informacije koje korisnicima omogućavaju ocjenjivanje promjena neto imovine subjekta, njegove finansijske strukture (uključujući likvidnost i solventnost) te njegove mogućnosti utjecaja na iznose i vrijeme novčanim tokova kako bi se prilagodio promjenjivim okolnostima i prilikama. Dinamički aspekt ovog izvještaja pruža osnovu za procjene relevantnih informacija kojima je potrebno raspolagati u procesu oblikovanja i donošenja odluke o obimu i strukturi ulaganja koje pravni subjekti vrše ili planiraju izvršiti na tržištu kapitala. Ovaj rad prikazuje empirijsko istraživanje relevantnih informacija i indikatora analize izvještaja o novčanim tokovima koji direktno ili indirektno djeluju na pokazatelje aktivnosti subjekata na tržištu kapitala. Analiza je provedena na finansijskim izvještajima kompanija koje kotiraju na Sarajevskoj i Banjalučkoj berzi a za kompanije koje su imale zaključno sa 2013. godinom dostupne sve elemente finansijskih izvještaja za minimalno 4 godine poslovanja. Poštujući prethodne zahtjeve o minimalnom vremenskom roku definisan je uzorak od ukupno 7 kompanija koje su kontinuirano javno objavljivale svoje izvještaje. Analizom međuzavisnosti indikatora analize novčanih tokova i indikatora tržišne cijene, obima prometa i vrijednosti obavljenog prometa na tržištu kapitala moguće je selektovati relevantne informacije koje bi se okarakterisale kao ključne komponente u procesu investicionog odlučivanja na tržištu kapitala.

**Ključne riječi:** izvještaj o novčanim tokovima, tržište kapitala, investicione odluke

**Abstract:** *The statement of cash flows for the period is compiled in accordance with IAS 7 defining information to be disclosed in the Cash Flow Statement. The preparation of cash flow statements in practice, the enterprise in BiH, special in the last decade is more used in the business decision making process. The cash flow statement, when used with other financial statements, provides information that enables users to assess the change in the net asset of the entity, its financial structure (including liquidity and solvency) and its ability to influence amounts and time of cash flows in order to adapt to adverse circumstances and occasions. The dynamic aspect of this report provides a basis for assessing the relevant information that needs to be deployed in the process of shaping and deciding the scope and structure of investments that legal entities are undertaking or planning to make on the capital market. This paper presents empirical research of relevant information and indicators of the analysis of cash flow statements that directly or indirectly affect the activity indicators of the capital market participants. By analyzing the interdependence of cash flow analysis indicators and market price indicators, it is possible to select relevant information that would be classified as key components in the investment decision-making process on the capital market.*

**Key words:** *cash flow statement, capital market, investment decisions*

## Uvod

Informacije o novčanim tokovima se koriste pri procjenjivanju subjektive sposobnosti da stvara novac i novčane ekvivalente i omogućuje korsinicima razvijanje modela za procjenu i poređenje sadašnje vrijednosti budućih novčanih tokova različitih subjekata, povećavajući uporedivost izvještaja o poslovnoj uspješnosti različitih subjekata, te eliminirajući učinke različitih računovodstvenih postupaka za iste transakcije i poslovne događaje.<sup>1</sup> Obzirom da se bilans uspjeha sastavlja na bazi računovodstvene osnove nastanka događaja to određeni priznati elementi ne odražavaju stvarno, realno i objektivno stanje subjekta umanjujući kvalitet finansijskih izvještaja. S druge strane novčani primici i izdaci se priznaju u momentu priliva i odliva novca ili novčanih ekvivalenata, dok se prihodi i rashodi te s njima povezani efekti u bilansu stanja, priznaju u momentu kada je izvjestan nastanak događaja odnosno transakcije. Stoga postoji mogućnost da subjekat kroz izvještaj o sveobuhvatnoj dobiti

---

<sup>1</sup> Međunarodni Standardi finansijskog izvještavanja (MSFI) Međunarodni računovodstveni standardi (MRS) i prateća uputstva, objašnjenja i smjernice koje donosi IASB, Savez računovođa, revizora i finansijskih radnika FBiH, Mostar 2011, Okvir MSFI

iskaže pozitivan, ili značajno u pogledu iznosa, pozitivan finansijski rezultat ali da istovremeno, zbog neusklađenosti u prilivu i odlivu novčanih sredstava kroz novčani tok, iskazuje novčane deficite odnosno ukazuje na nemogućnost servisiranja tekućih i već dospjelih obaveza. Disproporcija ovih veličina ukazuje na kvalitet finansijskih izvještaja i relevantnost predstavljene slike poslovanja privrednog subjekta. Upotreba izvještaja o novčanom toku omogućava krajnjim korisnicima značajnu osnovu za unaprijeđenje poslovanja i vođenje poslovnih politika pravnog subjekta. Kvalitet izvještaja o novčanom toku zavisi od odnosa iznosa priznatih po akrujalnoj i novčanoj osnovi. Osnova izvještaja ogleda se kroz osiguranje informacija o novčanim primicima i izdacima, te o karakteru poslovnih, finansijskih i investicijskih aktivnosti pravnog subjekta. Zaključci o procjeni kvaliteta finansijskih izvještaja na bazi novčanih tokova biti će doneseni na uzorku kompanija čijim vrijednosnim papirima se trguje na Sarajevskoj berzi a koje su svoje finansijske izvještaje javno objavile za minimalno 4 godine poslovanja zaključno sa 2013. godinom i da postoji kontinuitet objavljenih informacija. Analizom kompanija sa Sarajevske i Banjalučke berze izabrano je ukupno 7 kompanija koje su aktivno trgovale na ovim tržištima i koje su dosljedno ispoštovale zahtjeve o objavljivanju informacija o poslovanju kompanija na ovim tržištima kapitala. U analizi podataka pri izboru uzorka bilo je uključeno još 11 kompanija u čijoj strukturi su nedostajali pojedini segmenti izvještaja te su nedostajale i informacije o novčanim tokovima, te su ove kompanije isključene iz analize. Ocjenom sposobnosti subjekta da generiše novčane tokove procjenjuje se mogućnost pravovremenog ispunjenja dospjelih obaveza prema trećim licima i isplata dividendi. U konačnici osnovni zadatak ovog izvještaja je, da kroz skup informacija prikaže realno stanje i kretanje gotovine pravnog subjekta, te da objasni razloge nastalih razlika između iskazanog finansijskog rezultata u izvještaju o sveobuhvatnoj dobiti i salda novčanih sredstava iskazanih kroz izvještaj o novčanom toku. Jedan od najznačajnijih potencijala cash flow-a jeste što pruža mogućnost vremenske, prostorne i usporedbe među subjektima iste djelatnosti bez obzira na odabir i primjenu određenih računovodstvenih politika, čime se osigurava jednostavniji izbor između više alternativa u procesu poslovnog odlučivanja.

### **Ključni idnikatori analize izvještaja o novčanim tokovima**

Jedna od najznačajnijih karakteristika izvještaja o novčanim tokovima jeste strukturni prikaz informacija odvojeno za različite aktivnosti subjekta. U procesu procjene izrade i vođenja računovodstvenih politika, informacije po određenim dijelovima poslovanja veoma su značajne. Samo postojanje informacije nije dovoljno, potrebno je poznavati karakter i efekte nastajanja svake pojedine stavke koja koriguje novčani tok. Izvještaj o novčanom toku sastoji se od utvrđivanja neto novčanog toka odvojeno od poslovnih, ulagačkih i finansijskih aktivnosti.

Procjena investicijskog potencijala na tržištu kapitala zavisi od nivoa novčanog toka i mogućnosti generisanja novčanih tokova svake pojedine aktivnosti. Osnova kreiranja ulagačkog potencijala prepoznaje se kroz segment poslovnih aktivnosti dok se procjena efekata ulaganja nalazi u neto novčanim tokovima od investicijskih i finansijskih aktivnosti.

Osnovna funkcija izvještaja o novčanim tokovima jeste ocjena boniteta, sigurnosti i uspješnosti poslovanja. Razlike između finansijske analize na bazi pokazatelja izvještaja o finansijskom položaju i finansijskoj uspješnosti poslovanja i analize izvještaja o novčanim tokovima ogleda se u odnosima koji čine priznate prihode, i iznosa novčanih tokova koji predstavljaju realni priliv novca. Pokazatelji analize novčanih tokova se zato smatraju više pokazateljima ocjene kvaliteta nego individualnim pokazateljima stanja kompanije koja se analizira. Značajno je navesti da u strukturi pokazatelja analize novčanih tokova, analizira utjecaj rashoda finansiranja na cjelokupan kvalitet poslovanja, kao i utjecaj plaćenih novčanih sredstava za porezne obaveze. Skupina pokazatelja na bazi novčanog toka sastoji se od ocjene likvidnosti i solventnosti, ocjene kvalitete dobiti, ocjene kapitalnih izdataka i ocjene povrata novčanog toka.<sup>2</sup> Ovaj rad će, na osnovu prethodno odabrane skupine preduzeće SASE i BLSE prikazati analizu izvještaja o novčanom toku. Osnovu analize činiti će prethodno pobrojani indikatori koji čine odnose pozicija izvještaja o novčanih tokovima. Skupine indikatora analize predstavljene su u nastavku.

### **Pokazatelji ocjene likvidnosti i solventnosti**

Prva skupina pokazatelja jesu pokazatelji ocjene likvidnosti i solventnosti a računaju se na osnovu sljedećih odnosnih pozicija:

- a) Novčano pokriće kamata = novčani tok poslovne aktivnosti prije kamata i poreza / rashodi od kamata
- b) Novčano pokriće obaveza = novčani tok poslovne aktivnosti – novčani izdaci za dividende / ukupne obaveze
- c) Novčano pokriće tekućih obaveza = novčani tok poslovne aktivnosti – novčani izdaci za dividende / tekuće obaveze
- d) Novčano pokriće dividendi = novčani tok poslovne aktivnosti / novčani izdaci za dividende.<sup>3</sup>

Tabela br. 1 prikazuje izračunate pokazatelje ocjene likvidnosti i solventnosti a izračunati su na osnovu kombinacije informacija iz izvještaja o novčanim tokovima i izvještaja o finansijskom položaju pravnog lica. Izračunati pokazatelji ukazati će na procjenu nivoa i kretanja pokazatelja novčanog toka, dok će u

<sup>2</sup> Mamić, S. I., Sever, S., Žager, K., Žager, L., „Analiza finansijskih izvještaja“ drugo prošireno izdanje, Mamedia, Zagreb, 2008., str. 279

<sup>3</sup> Ibid., str. 279

posljednjem dijelu ovi pokazatelji poslužiti za procjenu utjecaja i povezanosti informacija izvještaja o novčanom toku i kretanja osnovnih parametara tržišta kapitala.

Tabela br. 1 – Pokazatelji ocjene likvidnosti i solventnosti

POKAZATELJI OCJENE LIKVIDNOSTI I SOLVENTNOSTI	GOD.	SRPV RK1	BSNLR	BHTSR	JPESR	JPEM R	HTKMR	TLKM- R-A
NOVČANO POKRIĆE KAMATA	2010.	4,53	8,34	54,21	5,65	26,2	3,536	49,15
	2011.	2,79	9,69	92,76	64	10,7	8,548	55,16
	2012.	2,19	4,18	174,3	40,63	-4,48	13,210	102,9
	2013.	4,23	11,68	271,5	41,33	27,6	59,799	176,7
NOVČANO POKRIĆE OBAVEZA	2010.	0,17	0,21	0,66	0,019	0,11	0,242	0,376
	2011.	0,11	0,21	0,80	0,43	0,11	1,194	0,604
	2012.	0,07	0,08	0,96	0,27	-0,06	0,971	0,781
	2013.	0,14	0,35	1,26	0,37	0,28	0,930	0,526
NOVČANO POKRIĆE TEKUĆIH OBAVEZA	2010.	0,48	0,25	1,22	0,72	0,55	0,817	0,772
	2011.	0,25	0,24	1,32	2,05	0,43	3,342	0,953
	2012.	0,19	0,12	1,1	1,18	-0,26	1,472	1,112
	2013.	0,39	0,50	1,38	2,33	1,52	1,314	0,661
NOVČANO POKRIĆE DIVIDENDI	2010.	0,00	36,23	1,98	248,8	3,83	5,645	1,665
	2011.	0,00	13,18	1,98	5.738	2,78	239,69	2,21
	2012.	0,00	4,43	1,66	1.652	-33,38	6,86	1,926
	2013.	0,00	33,35	1,92	200,4	0,00	5,903	1,790

*Izvor: Izračun autora na osnovu javno objavljenih finansijskih izvještaja*

Ovi pokazatelji govore o novčanom pokriću obaveza, pokriću kamata i dividendi ukazujući na potreban iznos novčanih sredstava koja moraju biti kreirana odnosno prikupljena u toku jednog obračunskog perioda. Koeficijenti ocjene likvidnosti i solventnosti također ocjenjuju dinamiku i strukturu finansijskih sredstava koja moraju biti realizovana da bi se pomenute obaveze mogle podmiriti bez narušavanja željenog i planiranog nivoa likvidnosti i solventnosti. Kretanje pokazatelja ocjene likvidnosti usklađeni su sa kretanjem pokazatelja likvidnosti izračunatim na osnovu izvještaja o finansijskom položaju i izvještaja o sveobuhvatnoj dobiti. Pokazatelji prikazani u tabeli ukazuju na postojanje dovoljne količine novca za pokriće kamata i pokriće iznosa dividendi. Međutim iznos kreiranog novca iz osnovne aktivnosti nije dovoljan u potpunosti za realizaciju obaveza što bi, u budućnosti, moglo dovesti do narušavanja likvidnosti a dugoročno i solventnosti za kotirajuća preduzeća. U kontekstu

kreiranja računovodstvene politike ista bi trebala biti usmjerena ka principu opreznosti u procesu ulaganja na tržištu kapitala BiH. Prije izbora aktive ulaganja potrebno je provjeriti postojanje projekcije aktivnosti koje će poboljšati novčani tok osnovne aktivnosti. Ukoliko ovakve aktivnosti ne postoje evidentno je da, na osnovu ovakvih kretanja ulaganja u ove kompanije nisu atraktivna te da bi se na osnovu ovakve tendencije pokazatelja ocjene likvidnosti i solventnosti, politika ulaganja usmjerila ka izbjegavanju ovakvih pravnih lica generalno. Evidentno je da različiti pokazatelji različito utiču na izbor aktive što već ukazuje na potrebu njihovog kombinovanja pri donošenju odluke o investiranju na tržištu kapitala.

### **Pokazatelji kvalitete dobiti**

Koeficijent kvalitete dobiti ukazuje na nivo sposobnosti preduzeća da generiše neto novčane tokove po osnovu poslovnih aktivnosti na svaku novčau jedinicu ostvarene neto dobiti jednog obračunskog perioda. Suštinski, ovaj pokazatelj nam govori koliko od ostvarene dobiti prikazane u izvještaju o sveobuhvatnoj dobiti je subjekat sposoban novčano realizovati. Pokazatelj kvalitete dobiti govori nam koliki je nivo slaganja ostvarene dobiti priznate po principu nastanka događaja sa iznosom neto novčanog toka iz poslovne djelatnosti priznatog po principu realizacije odnosno po novčanom principu. Naredna tabela prikazuje pokazatelje kvalitete dobiti korištene za nastavak procjene informacija novčanog toka u kreiranju politke ulaganja na tržištu kapitala.

Ocjena kvaliete dobiti vrši se na bazi dva pokazatelja i to kvalitete prodaje i kvaliete dobiti. Pokazatelji se računaju na osnovu izvještaja o sveobuhvatnoj dobiti i pokazatelja novčanog toka i to:<sup>4</sup>

- a) Kvalitet osnovne djelatnosti=  $\frac{\text{Novčani primici osnovne djelatnosti/ prihodi osnovne djelatnosti}}{\text{dobić iz osnovne djelatnosti}}$
- b) Kvalitet dobiti =  $\frac{\text{novčani tok poslovne aktivnosti}}{\text{dobić iz osnovne aktivnosti}}$

U praktičnom smislu ovi pokazatelji ukazuju na nivo utjecajaračunovodstvene politike na kvalitetu finansijskih izvještaja. Razlog jeste u mogućnosti procjene jaza nastalog primjenom različitih obračunskih politika, u odnosu na politiku novčanih primitika, u priznavanju uspješnih pozicija elemenata finansijskog izvještaja.

---

4 Sever – Milaš, S., Žager, L., „Revizorova ocjena vremenske neograničenosti poslovanja“, XII Međunarodni simpozij – Ubrzane reforme u funkciji održivog razvoja, Revicon, Neum 2011., str. 350

Tabela br. 2 – Pokazatelji kvalitete dobiti

POKAZATELJI KVALITETE DOBITI	GOD.	SRPVR K1	BSNLR	BHTSR	JPESR	JPEMR	HTKM R	TLKM- R-A
KVALITET OSNOVNE DJELATNOSTI	2010.	0,327	1,154	0,461	0,154	1,390	0,254	1,000
	2011.	0,263	1,165	0,432	0,226	1,409	0,367	1,001
	2012.	0,229	0,156	0,436	0,141	1,178	0,435	0,991
	2013.	0,786	0,262	0,415	0,224	1,197	0,352	0,997
KVALITET OSTVARENE DOBITI	2010.	1,686	0,876	1,348	-0,596	0,536	1,298	1,395
	2011.	1,373	0,820	1,540	61,510	-3,129	2,553	1,501
	2012.	1,145	0,365	1,709	10,128	0,542	2,041	1,807
	2013.	4,860	2,818	1,767	2,854	1,351	2,165	1,685

*Izvor: Izračun autora na osnovu javno objavljenih finansijskih izvještaja*

Posmatrajući pokazatelje ocjene kvalitete osnovne djelatnosti, vidimo da ovi pokazatelji su u stvari indikator nemogućnosti naplate kreiranih potraživanja, odnosno pokazatelj da priznati prihodi kroz posmatrani period nisu u potpunosti naplaćivani. Nizak nivo pokazatelja kapitalne dobiti, odnosno pokazatelji koji su u prosjeku kod posmatranih preduzeća niži za njih 50% ukazuju na nivo priznatih pozitivnih finansijskih rezultata iskazanih u izvještaju o sveobuhvatnoj dobiti, koji u posmatranom periodu od 4 godine nisu realizovani kroz novčani priliv. U konačnici negativan trend svih pokazatelja, pa tako i pokazatelja novčanog toka, ukazuju na negativnu tendenciju kretanja kvalitete poslovne aktivnosti, preduzeća koja kotiraju na tržištu kapitala, a posmatrano kroz finansijske izvještaje. Preduzeća iz sektora telekomunikacija imaju najpovoljnije pokazatelje ocjene osnovne aktivnosti uopšte na SASE, dok preduzeća sa BLSE imaju najnepovoljnije pokazatelje. Svako od posmatranih preduzeća kroz vremensku analizu ima negativan trend pomenutih pokazatelja.

### **Pokazatelji kapitalnih izdataka**

Pokazatelji kapitalnih izdataka govore o sposobnosti preduzeće da kapitalne izdatke, odnosno nabavku kapitalne imovine finansiraju iz operativne aktivnosti. Nadalje cjelokupni pokazatelji kapitalnih izdataka, u procesu analize novčanih tokova govore o strukturi novčanih tokova koji sudjeluju u izvorima finansiranja.

Skupinu pokazatelja kapitalnih izdataka kroz ocjenu novčanog toka čine sljedeći pokazatelji:

- a) Pokazatelj nabavke kapitalne imovine = novčani tok iz poslovnih aktivnosti – novčani izdaci za dividende / novčani izdaci za nabavku dugotrajne kapitalne imovine

b) Pokazatelji investiranja = novčani tok investicijske aktivnosti / novčani tok finansijske aktivnosti

c) Pokazatelji finansiranja = novčani tok investicijske aktivnosti / novčani tok poslovnih aktivnosti + novčani tok finansijske aktivnosti.<sup>5</sup>

Ova skupina pokazatelja služi za procjenu strukture izvora finansiranja, odnosno za procjenu dovoljnosti osiguranih sredstava za poboljšanje iznosa i kvaliteta imovinskih elemenata koji čine dugoročnu imovinu kako bi se osnova za obavljanje osnovne aktivnosti održala na željenom nivou. Ova kategorija pokazatelja bitna ja ukoliko se ciljevi ulaganja ogledaju kroz želju investitora za ulazak u nove djelatnosti, za dodatna ulaganja u poboljšanje određene djelatnosti te ukoliko se ciljevi ogledaju u želji investitora za osiguranjem dugoročnih i izdašnih efekata poslovanja subjekata u koje se ulaže. Pokazatelji kapitalnih ulaganja za izabrani uzorak preduzeća koja služe za procjenu i izradu politike ulaganja na tržištu kapitala BiH prikazani su u sljedećoj tabeli te će isti poslužiti i za korelacionu analizu sa elementima i informacijama koje investitori dobijaju sa tržišta kapitala.

Tabela br. 3 - Pokazatelji kapitalnih izdataka

POKAZATELJI KAPITALNIH IZDATAKA	GOD.	SRPVRK 1	BSNLR	BHTSR	JPESR	JPEMR	HTKM R	TLKM- R-A
NABAVKA KAPITALNE IMOVINE	2010.	14,27	0,00	0,707	0,109	0,467	0,826	1,70
	2011.	17,07	0,00	0,994	0,970	0,592	1,934	2,85
	2012.	28,337	0,206	0,871	0,658	0,00	1,314	2,71
	2013.	0,00	0,00	0,732	1,323	1,627,4	1,205	1,75
POKAZATELJ INVESTIRANJA	2010.	-13,95	0,012	2,292	121,59	1,261	6,899	0,61
	2011.	-108,88	-0,031	0,408	-18,71	7,410	1,849	0,256
	2012.	0,272	-1,585	0,134	-10,48	-1,16	-1,76	0,244
	2013.	-0,5016	-0,179	0,615	-3,503	-12,231	1,980	0,324
POKAZATELJ FINANSIRANJA	2010.	-1,621	0,005	-2,35	-7,473	0,469	-1,16	-2,65
	2011.	-7,350	-0,023	-0,43	-1,050	-1,267	-0,95	-0,48
	2012.	-0,879	-1,103	-0,32	-1,224	0,176	-0,47	-0,85
	2013.	-0,204	1,367	-0,83	-0,580	-0,553	-1,05	-0,67

Izvor: Izračun autora na osnovu javno objavljenih finansijskih izvještaja

Konkretni pokazatelji finansijskih izvještaja ukazuju na nesposobnost kotirajućih preduzeća da novčanim tokovima operativne aktivnosti finansiraju kapitalne nabavke. Pokazatelji kapitalnih izdataka ukazuju na nepravilnu i nepovoljnu strukturu izvora finansiranja kreiranih novčanim tokovima.

<sup>5</sup> Ibid., str. 350

Većina kotirajućih subjekata ima negativne pokazatelje, a razlog negativnim pokazateljima, jeste negativan novčani tok od investicijskih i finansijskih aktivnosti. Značajna investicijska ulaganja nisu opravdana niti donose dovoljne iznose zbog kojih su ulaganja inicijalno učinjena. U konačnici pokazatelji za nekolicinu preduzeća, koji se mogu okarakterisati kao povoljni imaju nepovoljnu tendenciju odnosno u opadanju su za posmatrani četverogodišnji period.

### **Pokazatelji povrata novčanog toka**

Pokazatelji povrata novčanog toka mjere sposobnost ostvarivanja novčanog toka koji može izvršiti povrat dugova i povrat obaveza prema dioničarima. Skupina pokazatelja povrata novčanog toka ukazuje na maksimalan iznos novca stvorenog od poslovnih aktivnosti koji se može koristiti za isplatu po jednoj emitovanoj dionici. Osim povrata na dionice ovi pokazatelji također mjere sposobnost jedne novčane jedinice uložene imovine, da generiše novčane tokove kao i mogućnost jedinice uloženog kapitala i kreiranih obaveza u toku poslovanja da stvore jedinicu novčanog toka.

Pokazatelji povrata novčanog toka su:

- a) Novčani tok po dionici = novčani tok poslovnih aktivnosti – novčani izdaci za dividende povlaštenih dionica / prosječan broj običnih dionica
- b) Novčani povrat na imovinu = novčani tok poslovnih aktivnosti + kamate+porezi / ukupna imovina
- c) Povrat novca na kapital i obaveze = novčani tok poslovnih aktivnosti / dionički kapital+ukupne obaveze
- d) Povrat novca na dionički kapital = novčani tok poslovnih aktivnosti / dionički kapital<sup>6</sup>

Posljednji u nizu pokazatelja ocjene kvalitete novčanih tokova jesu pokazatelji povrata novčanog toka koji ukazuju na nivo novčanih sredstava po dionici, odnosno ukazuju na opravdanost ulagaja imovine kapitala i kreiranja obaveza kroz kvalitet i nivo kreiranih novčanih tokova. U konkretnom slučaju pokazatelji povrata novčanog toka su, kao što se može vidjeti u tabeli, u većini slučajeva su pozitivni. Mali broj negativnih pokazatelja utvrđen je u posljednjim godinama posmatranog perioda. Generalno svaki od pokazatelja ima tendenciju opadanja kroz posmatrani period. Obzirom da se radi o subjektima koji nisu imali dodatne emisije dionica tj. broj dionica se nije mijenjao, onda je evidentan pad novčanog toka osnovne aktivnosti za posmatrani period. Ono što je još značajnije jeste činjenica da niti jedna od posmatranih preduzeće nije u mogućnosti ostvariti neto novčanih tokova, koji su približni njihovim tržišnim cijenama.

Ukoliko bi se procjena od strane tržišta zasnivala isključivo na mogućnosti generisanja novčanih tokova, što je najznačajnije za svako preduzeće, onda bi dionice karakterisane kao precijenjene i tržišno i nominalno čime bi preduzeća

<sup>6</sup> Ibid., str. 350

bila niže rangirane nego je to trenutno stanje. Pokazatelji povrata na elemente ulaganja preduzeća kroz ocjenu novčanog toka ukazuju na povrat koji je u prosjeku između 10 – 15%. Najveći povrat jeste na uloženi dionički kapital dok je najniži u prosjeku, povrat na imovinu.

Ukoliko se ovi odnosi posmatraju izolovano konstatacija o dovoljnosti povrata bila bi opravdana, međutim iskustveni podaci, ranija istraživanja ali i preporuke posebno autora iz SAD-a govore da povrat ispod 20%<sup>7</sup> nije dovoljan za nesmetano odvijanje poslovne aktivnosti niti postizanje željenih rezultata poslovanja.

Tabela br. 4 – Pokazatelji povrata novčanog toka

POKAZATELJI POVRATA NOVČANOG TOKA	GOD.	SRPVR K1	BSNLR	BHTSR	JPESR	JPEMR	HTKM R	TLKM- R-A
NOVČANI TOK PO DIONICI	2010.	10,72	1,393	3,400	0,507	5,472	0,758	0,415
	2011.	6,262	1,358	3,430	6,786	6,042	2,411	0,444
	2012.	3,810	0,736	3,441	4,348	-2,71	3,034	0,461
	2013.	8,411	3,118	3,349	5,305	11,50	2,210	0,388
NOVČANI POVRAT NA IMOVINU	2010.	0,128	0,070	0,185	0,006	0,033	0,075	0,242
	2011.	0,089	0,067	0,184	0,062	0,040	0,190	0,262
	2012.	0,066	0,042	0,186	0,040	-0,05	0,231	0,289
	2013.	0,113	0,128	0,180	0,049	0,070	0,171	0,238
NOVČANI POVRAT NA KAPITAL I OBAVEZE	2010.	0,140	0,090	0,271	0,005	0,040	0,060	0,288
	2011.	0,080	0,089	0,283	0,076	0,043	0,201	0,316
	2012.	0,052	0,042	0,301	0,049	-0,02	0,239	0,359
	2013.	0,112	0,166	0,298	0,060	0,081	0,189	0,293
POVRAT NOVCA NA DIONIČKI KAPITAL	2010.	0,715	0,152	0,340	0,007	0,055	0,076	0,415
	2011.	0,417	0,148	0,343	0,092	0,060	0,241	0,444
	2012.	0,254	0,074	0,344	0,059	-0,03	0,303	0,461
	2013.	0,561	0,312	0,335	0,072	0,115	0,228	0,388

Izvor: Izračun autora na osnovu javno objavljenih finansijskih izvještaja

Obzirom da su istraživanja koja ukazuju na potreban povrat novčanog toka u rasponu od 20 – 40%<sup>8</sup> izvršena na predizećima koja kotiraju na tržištima kapitala u SAD-u onda bi težnja preduzeća iz BiH trebala biti usmjerena ka poboljšanju poslovne aktivnosti i povećanju sposobnosti preduzeća u kreiranju neto novčanih tokova osnovne ali i drugih djelatnosti koji zahtjevaju ulaganja.

<sup>7</sup> Mamić, S. I., Sever, S., Žager, K., Žager, L., Op.cit. str. 281 – prema istraživanjima provednim u SAD-u

<sup>8</sup> Ibid., str. 281 – prema istraživanjima provednim u SAD-u

### Korelaciona analiza pokazatelja novčanog toka i tržišnih cijena dionica

Ispravno poslovno odlučivanje o ulaganjima na finansijskim tržištima zahtjeva poznavanje međuzavisnosti indikatora poslovanja i kretanja cijena dionica na tržištu. Istraživanje koje je sprovedeno zasnovalo se na testiranjima korelacije indikatora analize novčanog toka ne samo sa tržišnim cijenama nego i obimom ostvarenog prometa. Analiza je pokazala da ne postoji statistički značajna povezanost indikatora prema obimu prometa. Zanimljivo je također i međuzavisnost sa kretanjima tržišnih cijena. U izboru relevantnih informacija pokazalo se da postoji statistički značajna povezanost kretanja indikatora novčanog pokrivača dugoročnih obaveza i novčanog toka po dionici sa kretanjima tržišnih cijena dionica.

Tabela br. 5 – testiranje korelacije pokazatelja analize novčanog toka i tržišne cijene dionica

	Novčano pokrivače dugoročnih obaveza	Novčani tok po dionici	Tržišna cijena dionice
Pearson Correlation	.298*	.546**	1
Sig. (2-tailed)	.050	.000	
N	28	28	28

Izvor: Testiranje podataka javno objavljenih finansijskih izvještaja u programskom paketu SPSS

Rezultati testiranih korelacionih odnosa prikazani su u prethodnoj tabeli br. 5. Testiranja su generisala sljedeće zaključke:

- Pokazatelj pokrivača dugoročnih obaveza statistički značajno djeluje na kretanje tržišne cijene dionica ukazujuću na pozitivnu međuzavisnost koja izražena Pearsonovim koeficijentom prema intenzitetu nije jaka, ali je statistički značajna na nivou pouzdanosti od 95%.
- Pokazatelji novčanog toka po dionici i kretanje cijena dionica u u statistički značajno međuzavisnosti na nivou pouzdanosti od 99%, i postoji jaka međuzavisnost mejrena Pearsonovim koeficijentom korelacije.

Obzirom da je prethodna analiza ukazala da u samo dva pokazatelja značajna u procesu donošenja odluke o investiranju to su kroz istraživanje učinjene dodatne modifikacije i dodatna testiranja pokazatelja kako bi se

postojeći indikatori upotpunili. Druga skupina pokazatelja novčanog toka jesu modifikovani pokazatelji izračunati na osnovu kombinacija informacija iz izvještaja o finansijskom položaju, sveobuhvatnoj dobiti koristeći najznačajnije segmente izvještaja o novčanom toku. Druga skupina testiranih pokazatelja jesu pokazatelji računati su na osnovu sljedećih odnosa:

- Pokriće kamata =  $NTOA / \text{Plaćene kamate}$
- Pokriće dugoročnih obaveza =  $NTOA / \text{Dugoročne obaveze}$
- Pokriće tekućih obaveza =  $NTOA / \text{Tekuće obaveze}$
- Pokriće dividendi =  $NTOA / \text{Plaćene dividende}$
- Odnos slobodnog i  $NTOA = (NTOA - \text{Kapitalni izdaci}) / NTOA$
- Odnos ukupnog i  $NTOA = (NTOA + NTUA + NTFA) / NTOA^9$
- Gotovotinska profitna marža =  $NTOA / \text{Prihodi od prodaje}$
- Kvalitet dobiti =  $NTOA / (\text{Neto dobit} + \text{Kamate} + \text{Amortizacija})$
- Novčani tok po dionici =  $(NTOA - \text{Isplaćene dividende}) / \text{Broj emitovanih dionica}$
- Odnos cijene i novčanog toka =  $\text{Tržišna cijena dionica} / \text{Novčani tok po dionici}$
- Novčani povrat na imovinu =  $NTOA / \text{Ukupna imovina}$
- Novčani povrat na kapital =  $NTOA / \text{Prosječno korišteni kapital}$

Selekcija druge skupine pokazatelja napravljena je na osnovu prethodno provedenih istraživanja. Značajan obim istraživanja u BiH obuvata prikaz pokazatelja analize finansijskih izvještaja ali i različite pokazatelje novčanog toka. Ovom analizom se nastoji prikazati odnos i korelacija različitih skupina pokazatelja novčanog toka kako bi se ispravno izabrali najznačajini i najutjecajniji na izbor i vođenje računovodstvene politike ulagaja.

---

9 NTOA – Novčani tok osnovne aktivnosti

NTUA – Novčani tok ulagačke aktivnosti

NTFA – Novčani tok finansijske aktivnosti

Tabela br. 6 - testiranje korelacije druge skupine modifikovanih pokazatelja analize novčanog toga i tržišne cijene dionica

		Tržišna cijena dionice	Novčano pokriće tekućih obaveza	Odnos slobodnog novčanog toka i NTOA	Novčani povrat na imovinu	Novčani povrat na kapital	
Tržišna dionice	cijena	Pearson Correlation	1	.614**	.365*	.372*	.298*
		Sig. (2-tailed)		.000	.015	.013	.050
		N	28	28	28	28	28

*Izvor: Testiranje podataka javno objavljenih finansijskih izvještaja u programskom paketu SPSS*

Naknadno testiranje korelacionih odnosa uz dodatne modifikacije pokazatelja ukazuju da se koreliranost pojačava. Naime, prema rezultatima prikazanim u prethodnoj tabeli evidentni su sljedeći zaključci:

- Novčano pokriće tekućih obaveza u direktnoj je korelaciji sa kretanjem cijena dionica na tržištu. Korelacija je statistički značajna na nivou pouzdanosti od 99%, uz potrebne modifikacije osnovnih pokazatelja novčanog toka, konkretno pokazatelja pokrića tekućih obaveza. Ova činjenica ukazuje da modifikacije i drugačije posmatranje odnosa pojedinih karakterističnih elemenata finansijskih izvještaja značajno djeluje na kretanje cijena na tržištu.
- Pokazatelji odnosa slobodnog novčanog toka i novčanog toka osnovne aktivnosti također, značajno i statistički signifikantno djeluju na kretanje cijena dionica.
- Pokazatelji povrata na imovinu u značajnoj su korelaciji sa kretanjem cijena dionica kao i povrat na kapital ali nakon modifikacija izvornih podataka iz izvještaja.

Sve ovo ukazuje na potrebu detaljnije analize izvještaja o novčanim tokovima koji pruža značajne i relevantne informacije s tim da se iste ne mogu izvorno koristiti u procesu poslovnog odlučivanja.

### Zaključak

Pokazatelji iz finansijskih izvještaj raznoliki su i pružaju značajne mogućnosti u pogledu obima i značaja potrebnih informacija za ocjenu cjelokupnog boniteta poslovanja. Međutim niti jedan od ovih pokazatelja i elemenata se ne objavljuje kroz cjelokupne berzanske izvještaje niti se i jedan od relevantnih indikatora može

pronaći izvorno u finansijskim izvještajima. Postojeći berzanski izvještaji tržišta kapitala Bosne i Hercegovine bazirani su isključivo na berzanskim pokazateljima ukazujući na obim i kretanje prometa i cijena uz praćenje učešća pojedinih stavki te kretanja berzanskih indeksa. Nesinhronizovano i nedovoljno prikazivanje finansijskih i nefinansijskih pokazatelja kroz zvanične finansijske izvještaje te kroz berzanske objave značajno umanjuje efikasnost tržišta kapitala i mogućnosti uspješnog poslovanja preduzeće na istom.

Skupina informacija koja se objavljuje kroz zvanične publikacije berze nije dovoljna za pravilno koncipiranje investicionih odluka te je ove podatke potrebno upotpuniti dodatnim informacijama koje se mogu pronaći kroz analizu finansijskih izvještaja. Ovaj rad tretirao je izvještaj o novčanim tokovima te kroz testiranje korelacionih odnosa informacija iz berzanskih izvještaja i indikatora analize o novčanim tokovima ukazao na skupine relevantnih podataka za proces ocjene boniteta pravnih lica ali i koncipiranje kvalitetnih investicionih odluka o nastupu na tržištu kapitala. Osnovni zaključci proizišli iz sprovedene analize ukazuju na nekoliko činjenica. Izvorni odnosi i pokazatelji izvještaja o novčanim tokovima nisu značajni za procjenu boniteta subjekta niti kvaliteta informacija. Potrebno je kontinuirano istraživanje dodatnih i modifikovanih odnosa pozicija izvještaja o novčanim tokovima kako bi se ukazalo na referentan skup pokazatelja koji se mogu i trebaju koristiti u procesu procjene kvaliteta informacija i finansijskih izvještaja.

Relevantan skup sastoji se od osnovnih i modifikovanih pokazatelja analize finansijskih izvještaja. Značajan je broj, od testiranih pokazatelja, koji prikazuju statistički signifikantnu korelaciju sa kretanjem tržišnih cijena dionica. Izabrani pokazatelji koje je potrebno pratiti u procesu procjene kvaliteta su: Novčano pokriće tekućih obaveza koje je statistički značajno na nivou od 99%, modifikovani pokazatelj preračunatog novčanog toka (slobodi novčani tok) u odnosu na novčani tok osnovne aktivnosti, novčani povrat na imovinu u svim oblicima novčanog toka te novčani povrat na kapital koji djeluju na kretanje tržišnih cijena dionica subjekta na nivou značajnosti od 95%.

Na bazi prethodno predstavljenih analiza i testiranja statističke značajnosti možemo zaključiti da postoji statistički signifikantna korelacija između kretanja određenih finansijskih pokazatelja prezentovanih na bazi informacija iz izvještaja o novčanim tokovima i kretanja tržišne cijene dionica, čime se ukazuje na potrebu kontinuiranog praćenja izvještaja o novčanim tokovima u procesu donošenja odluke o ulaganju na tržištu kapitala.

---

**LITERATURA**

1. Brzaković, T. „Tržište kapitala – teorija i praksa“, Čugura print – Beograd
2. Knežević, G., „Analiza finansijskih izvještaja“ Univerzitet Singidunum, Beograd 2009.
3. Mamić, S. I., Sever, S., Žager, K., Žager, L., „Analiza finansijskih izvještaja“ drugo prošireno izdanje, Mamedia, Zagreb, 2008
4. Međunarodni Standardi finansijskog izvještavanja (MSFI) Međunarodni računovodstveni standardi (MRS) i prateća uputstva, objašnjenja i smjernice koje donosi IASB, Savez računovođa, revizora i finansijskih radnika FBiH, Mostar 2011, Okvir MSFI
5. Ramljak, B., Anić – Antić, P., „Potrebe za informacijama institucionalnih investitora na tržištu kapitala RH u procesu donošenja odluka o investiranju u dionice kotirajućih preduzeća“, Ekonomski pregled, broj 60, godina 2009.
6. Sever – Milaš, S., Žager, L., „Revizorova ocjena vremenske neograničenosti poslovanja“, XII Međunarodni simpozij – Uzbrzane reforme u funkciji održivog razvoja, Revicon, Neum 2011.

