

UDK 334.76(497.6 RS) "2016"

DOI: 10.7251/FIN1702084M

Dragan Mikerević\*

STRUČNI RAD

# Analiza prinostnog, imovinskog i finansijskog položaja privrede Republike Srpske za 2016. godinu

## Analysis of the yield, property and financial position of the Republic of Srpska economy for 2016

### Rezime

Analiza prinostnog, imovinskog i finansijskog položaja privrede Republike Srpske u periodu 2012–2016. godine zasniva se na metodologiji koja se primjenjuje za finansijsku analizu preduzeća, jer privredne grupacije, grane i privreda u cjelini nije ništa drugo nego određena grupa preduzeća koja funkcioniše kao tržišni subjekt. U odnosu na 2015. godinu, prinostni položaj je u 2016. godini u neznatnom blagom rastu, imovinski položaj u blagom neznatnom padu, a finansijski položaj pogoršan.

**Ključne riječi:** rentabilnost, finansijska stabilnost, zaduženost, likvidnost, solventnost.

### Abstract

The paper includes analysis of yield, property and financial position of Republic of Srpska in the period from 2012–2016. The analysis is based on methodology applied for financial analysis of a company.

Results of the analysis indicate that the 2015. compared to the previous years the effective yield, property and financial situation of the Republic of Srpska economy improved. Apparently, the Government of Republic of Srpska measures to rehabilitate of consequences of floods in 2014. and normalization of the business they contributed to the recoverz of its economy.

**Keywords:** profitability, financial stability, debt, liquidity, solvency.

### UVOD

Analiza poslovanja privrede Republike Srpske u ovom istraživanju bazira se na odabranim mjerilima – pokazateljima koji se koriste u analizi poslovanja preduzeća u okviru srodnih grupacija. Zapravo, analiza polazi od osnovne postavke prema kojoj privredne grupacije, grane, odnosno cjelokupna privreda nisu ništa drugo do određena grupa preduzeća koja djeluju kao tržišni subjekti. Polazeći o takvog stava, logično je da se analitički ne može ocjenjivati finansijski položaj privrednih grupacija, grana i privrede na način koji bi mogao biti drugačiji od onog prema kome tržišni subjekti (preduzeća) ocjenjuju svoj prinostni i finansijski položaj.

Primjenjujući usvojenu metodologiju, analizom ostvarenja finansijskog rezultata i finansijskog položaja privrede Republike Srpske,

namjera nam je da ukažemo na trenutno stanje privrede koje je posljedica kako globalne finansijske i ekonomske krize, tako i svih naših unutrašnjih problema u preduzećima i privredi u cjelini.

Sljedstveno prethodnoj logici, konkretna analiza u ovom istraživanju usmjerice se na privredu Republike Srpske korišćenjem prethodno usvojene metodologije, koja se koristi za analizu finansijskog rezultata (prinostnog) imovinskog i finansijskog položaja preduzeća, koje omogućuju publikovani podaci o završnim računima APIF-a (Agencija za posredničke, informatičke i finansijske usluge), a odnose se na 9.846 pravnih lica koja su dostavila finansijske izvještaje za 2016, u odnosu na 9.504 pravnih lica iz 2015. godine.

\* Redovni profesor Ekonomskog fakulteta u Banjoj Luci i predsjednik Upravnog odbora Saveza računovođa i revizora Republike Srpske, e-mail: dragan.mikerevic@efbl.org

## 1. PRINOSNI POLOŽAJ

Prinosni položaj privrede Republike Srpske analiziran je na osnovu bilansa uspjeha koji su podnijela pravna lica u Republici Srpskoj u pojedinim godinama za koje se vrši analiza. Pritom je korišćena analiza:

- rizika ostvarenja finansijskog rezultata redovne aktivnosti, donje tačke rentabilnosti i stope elastičnosti (tabela 1);
- rentabilnosti – stope bruto i neto prinosa na ukupan kapital i neto prinosa na sopstveni kapital (tabela 2).

### 1.1. Rizik ostvarenja finansijskog rezultata redovne aktivnosti, donja tačka rentabilnosti i stopa elastičnosti

Analiza rizika ostvarenja finansijskog rezultata redovne aktivnosti temelji se na:

- poslovnim prihodima preuzetim iz bilansa uspjeha;
- varijabilnim rashodima koji sadrže: nabavnu vrijednost prodane trgovinske robe, troškove materijala izrade, troškove goriva i energije, troškove proizvodnih usluga i 40% troškova bruto zarada i naknada zarade;<sup>1</sup>
- fiksnim poslovnim rashodima koji su ravni poslovnim rashodima umanjenim za varijabilne rashode;
- neto rashodima finansiranja koji su ravni razlici između rashoda i prihoda finansiranja.

Ovom analizom nisu obuhvaćeni (a ne treba ni da budu) ostali prihodi i rashodi jer se ne javljaju kontinuirano, već s vremena na vrijeme.

U skladu s prethodnim, proračun rizika ostvarenja finansijskog rezultata i stope elastičnosti ostvarenja neutralnog poslovnog dobitka, odnosno ostvarenja neutralnog dobitka redovne aktivnosti je kako slijedi:

**Tabela 1.1.** Rizik ostvarenja finansijskog rezultata redovne aktivnosti, donja tačka rentabilnosti i stopa elastičnosti

u 000 KM

OPIS	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
1	2	3	4	5	6
1. Poslovni prihodi	17.012.864	17.016.433	16.568.144	17.276.945	18.105.262
2. Varijabilni rashodi	13.614.583	13.483.671	13.146.815	13.210.864	13.678.446
3. MARŽA POKRIĆA (1–2)	3.398.281	3.532.762	3.421.329	4.066.081	4.426.816
4. Poslovni rashodi	3.010.034	3.082.819	2.987.772	3.254.525	3.261.877
5. Neto rashodi finansiranja	156.204	179.945	246.037	128.979	277.957
6. POSLOVNI DOBITAK (3–4)	388.247	449.943	433.557	811.556	1.164.939
7. DOBITAK REDOVNE AKTIVNOSTI (6–5)	232.043	269.998	187.520	682.577	886.982
8. Racio poslovnog rizika (3/6)	8,8	7,9	7,9	5,0	3,8
9. Racio finansijskog rizika (6/7)	1,6	1,7	2,3	1,2	1,3
10. Racio ukupnog rizika (8x9) ili (3/7)	14,6	13,1	18,2	6,0	4,94
11. Racio marže pokrića (3/1)	0,19975	0,20761	0,20650	0,23534	0,24450
12. Potreban poslovni prihod za ostvarenje neutralnog poslovnog rezultata (4/11)	15.069.006	14.849.087	14.468.629	13.826.804	13.341.010
13. Potreban poslovni prihod za ostvarenje neutralnog rezultata redovne aktivnosti (4+5/11)	15.851.003	15.715.832	15.660.092	14.377.088	14.477.849
14. Procenat iskorišćenja poslovnog prihoda za ostvarenje neutralnog poslovnog rezultata (12/1x100)	88,5%	87,3%	87,3%	80,0%	73,7%
15. Stopa elastičnosti ostvarivanja neutralnog poslovnog rezultata [(1–12)/1] x 100	11,5%	12,7%	12,7%	20,0%	26,3%
16. Procenat iskorišćenja poslovnog prihoda za ostvarenje neutralnog rezultata redovne aktivnosti (13/1 x 100)	93,2%	92,3%	94,5%	83,2%	80,0%
17. Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog rezultata redovne aktivnosti [(1–13)/1] x 100	6,8%	7,6%	5,5%	16,8%	20,0%

**Faktor poslovnog rizika** pokazuje koliko se puta brže mijenja poslovni dobitak pri svakoj promjeni marže pokrića, i što je njegova vrijednost niža, manji je i poslovni rizik.

**Faktor finansijskog rizika** ukazuje na to koliko se puta brže mijenja dobitak redovne aktivnosti prilikom svake promjene poslovnog dobitka.

**Faktor složenog (ukupnog) rizika** pokazuje koliko se puta brže mijenja dobitak redovne aktivnosti pri svakoj promjeni marže pokrića.

Interes preduzeća je da ukupan rizik bude što manji, a budući da je komponovan od poslovnog i finansijskog rizika, uprava preduzeća je u prilici da identifikuje na kom području treba djelovati da bi se ukupan rizik smanjio.

<sup>1</sup> Ovdje se polazi od pretpostavke da 60% bruto zarada i naknada zarada otpada na zajamčene (garantovane) zarade svih zaposlenih i na ukupne zarade zaposlenih čije se zarade (prema MRS 2 – Zalihe) ne uključuju u proizvodne troškove.

Faktori rizika se ne mogu kvantifikovati kada je:

- marža pokrića negativna, tj. kada preduzeće iz marže pokrića ne pokriva ni varijabilne rashode; u tom slučaju, gubitak bi bio niži za tu razliku (iznos marže pokrića) da preduzeće uopšte nije ni radilo;
- u slučaju da je ostvaren poslovni gubitak i gubitak redovne aktivnosti; rizik je već nastupio.

**Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog (nultog) poslovnog dobitka** pokazuje koliko se ostvaruje više poslovnog prihoda koji je dovoljan za ostvarenje nultog poslovnog dobitka. Što je ta stopa viša, preduzeće je udaljenije od mogućnosti ostvarenja poslovnog gubitka, a što je niža i bliža nuli, preduzeću prijete poslovni gubitak. Najzad, kada je ta stopa ispod nule, tj. negativna, ona pokazuje koliko je procenata ostvareni poslovni prihod niži od poslovnog prihoda koji obezbeđuje neutralni poslovni rezultat.

**Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog (nultog) dobitka redovne aktivnosti** pokazuje koliko se više ostvaruje poslovnog prihoda od poslovnog prihoda koji je dovoljan za ostvarenje neutralnog dobitka redovne aktivnosti. Što je ta stopa viša, preduzeće je udaljenije od mogućnosti ostvarenja gubitka redovne aktivnosti, a što je ona niža (bliža nuli), preduzeću prijete gubitak redovne aktivnosti. Najzad, kada ova stopa padne ispod nule, ona je negativna, a iskazuje koliko je ostvareni poslovni prihod niži od prihoda koji obezbeđuje neutralni (nulti) dobitak redovne aktivnosti.

Podaci iz prethodne tabele pokazuju sljedeće:

- U 2012. godini, kada je poslovni dobitak u odnosu na prethodnu godinu pao na 388,2 miliona konvertibilnih maraka, u 2013. dolazi do njegovog blagog porasta na oko 450 miliona konvertibilnih maraka. U 2014. godini zbog majskih poplava u Republici Srpskoj i Bosni i Hercegovini došlo je do njegovog ponovnog pada na 433,6 miliona konvertibilnih maraka, da bi se u 2015. pojavio enormni rast od 87% i ostvarenje od 811,5 miliona konvertibilnih maraka. U 2016. godini u odnosu na 2015. godinu, poslovni dobitak je veći za 353,4 miliona KM.

U skladu s kretanjima u 2016. godini u odnosu na 2015. došlo je i do:

- smanjenja poslovnog rizika sa 5,0% na 3,8%;
- neznatnog povećanja finansijskog rizika sa 1,2% na 1,3%;
- smanjenja složenog (ukupnog) rizika sa 6,0% na 4,94%.

U skladu s prethodnim su i pozitivna kretanja stope elastičnosti ostvarenja neutralnog poslovnog rezultata i ostvarenja neutralnog rezultata redovne aktivnosti. U 2012. godini trend smanjenja elastičnosti nastavio se i dostigao nivo od 11,5% odnosno 6,8% respektivno. Razlozi ponovnog pada stope elastičnosti u 2012. godini u odnosu na 2011. odnose se na naglo povećanje zaduženosti privrede u odnosu na prethodne godine i po tom osnovu rast finansijskog leveridža sa 1,5 (2011) na 1,6 (2012), gdje rashodi finansiranja više nisu tako beznačajni jer iznose preko 450 miliona konvertibilnih maraka, od čega samo rashodi po osnovu kamata iznose 308 miliona konvertibilnih maraka.

U 2013. godini u odnosu na 2012, stopa elastičnosti neznatno raste na 12,7% odnosno 7,6%, dok je u 2014. godini stopa elastičnosti neutralnog poslovnog rezultata ostala u nivou od 12,7%, a stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog rezultata redovne aktivnosti se pogoršala i iznosi samo 5,5% zbog rasta zaduženosti privrede. U 2015. godini, za ostvarenje neutralnog poslovnog rezultata bilo je potrebno 80% poslovnih prihoda, što je u odnosu na 2014. godinu poboljšanje njegove elastičnosti za 7,3 procentna poena. Za ostvarivanje neutralnog rezultata redovne aktivnosti bilo je potrebno 83,2% poslovnih prihoda, što je uticalo na poboljšanje stope elastičnosti ostvarivanja neutralnog rezultata redovne aktivnosti sa 5,5% na 16,8%. **U 2016. godini došlo je do određenih poboljšanja tako da je za ostvarivanje neutralnog poslovnog rezultata bilo potrebno 73,7% poslovnih prihoda, a za ostvarivanje rezultata redovne aktivnosti 80,0%, što je uticalo na poboljšanje elastičnosti ostvarivanja neutralnog poslovnog rezultata na 26,3%, odnosno neutralnog rezultata redovne aktivnosti na 20,0%.**

## 1.2. Rentabilnost

Rentabilnost se iskazuje stopom prinosa na sopstveni kapital i stopom prinosa na poslovnu imovinu na sljedeći način:

	U 000 KM				
	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
1	2	3	4	5	6
1. Neto dobitak	63.924	165.141	(75.515)	525.646	551.716
2. Neto rashodi finansiranja	156.204	179.945	246.037	128.979	277.957
3. Kapital	19.941.778	18.372.563	17.772.320	18.859.357	19.254.180
4. Poslovna imovina	34.635.395	33.608.418	32.429.608	33.563.689	36.406.622
5. Stopa prinosa na sopstveni kapital $(1/3 \times 100)^2$	0,32%	0,90%	(0,23%)	2,8%	2,9%
6. Stopa prinosa na poslovnu imovinu $[(1 + 2)/4] \times 100$	0,64%	1,03%	0,53%	2,0%	2,3%

**Stopa prinosa na sopstveni kapital** pokazuje koliko je na 100 konvertibilnih maraka sopstvenog kapitala ostvareno neto dobitka. Dok je u 2012. godini privreda Republike Srpske na 100 konvertibilnih maraka ostvarivala 0,3 konvertibilne marke neto dobitka, u 2013. godini iznosila je 0,9 konvertibilnih maraka, tj. približno jednu konvertibilnu marku. U 2014. godini privreda je ostvarila gubitak od 0,23 konvertibilnih maraka, da bi u 2015. došlo do znatnog poboljšanja i ostvarivanja 2,8 konvertibilnih maraka neto dobitka

na 100 konvertibilnih maraka sopstvenog kapitala. **U 2016. godini dolazi do neznatnog poboljšanja stope prinosa na kapital (ROE) sa 2,8% na 2,9%.**

**Stopa prinosa na poslovnu imovinu (ROA)** pokazuje koliko je po osnovu neto dobitka uvećanog za neto finansijske rashode došlo do uvećanja poslovne imovine. Pritom, naravno, neto dobitak pripada preduzeću, finansijski rashodi (kamata) povjeriocima, a njihova se sredstva (kapital i potraživanja povjerilaca) finansiraju imovinom

<sup>2</sup> Na osnovu podataka zbirnog bilansa uspjeha:

- poslovni dobitak je razlika između zbira poslovnih prihoda i zbira poslovnih rashoda i jednak je razlici između poslovnog dobitka i poslovnog gubitka u zbirnom bilansu;
- dobitak redovne aktivnosti je razlika između zbira poslovnih i finansijskih prihoda i zbira poslovnih i finansijskih rashoda i jednak je razlici između dobitka i gubitka redovne aktivnosti u zbirnom bilansu uspjeha;
- neto dobitak je razlika između neto dobitka i gubitka tekuće godine u zbirnom bilansu;
- pošto je u bilansu Republike Srpske u zbir poslovne imovine uključen i gubitak iznad kapitala pod tačkom 4, poslovna imovina je umanjena za gubitak iznad kapitala.

preduzeća. Podaci pokazuju da je u 2012. godini na 100 konvertibilnih maraka poslovne imovine ostvarena 1,5 konvertibilna marka prinosa, a u 2013. dostignut je prinos od 1,9 odnosno približno 2,00 konvertibilne marke, da bi u 2014. došlo do pada na 0,53 konvertibilne marke. U 2015. godini dostiže se vidno poboljšanje u odnosu na 2014. i ostvarivanje 2,0 konvertibilne marke neto dobitka na 100

konvertibilnih maraka poslovne imovine. **U 2016. godini dolazi do daljeg neznatnog poboljšanja stope prinosa na poslovnu imovinu (ROA) za 0,3 procentna poena odnosno sa 2,0% na 2,3%.**

U traženju uzroka ovakvog naglog rasta stope prinosa sagledaće se (analizirati) globalni paritet prodajnih i nabavnih cijena.

U 000 KM

Pozicija	Godina poslovanja				
	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
1	4	5	6	7	8
1. Prihodi od prodaje i prihodi od aktiviranja i potrošnje robe i učinaka	16.447.382	16.451.432	16.065.246	16.670.872	17.462.792
2. Varijabilni rashodi korigovani naviše za smanjenje zaliha robe i učinaka i naniže za povećanje zaliha robe i učinaka	13.572.921	13.385.576	13.227.792	13.188.666	13.779.094
3. Globalni paritet prodajnih i nabavnih cijena u uslovima kada su nabavne cijene = 1 (1/2)	1,21178	1,22904	1,21451	1,2640	1,2673

U 2012. godini u odnosu na 2011, taj odnos pao je za 0,0016 procentnih poena, što se odrazilo i na apsolutni pad neto dobitka u 2012. u odnosu na 2011. godinu za preko 162 miliona konvertibilnih maraka. U 2013. godini globalni paritet prodajnih i nabavnih cijena je poboljšana za 0,0173 procentna poena, što se povoljno odrazilo i na stopu prinosa privrede Republike Srpske u 2013. u odnosu na 2012. godinu, da bi u 2014. godini došlo do ponovnog pada za 0,01453 procentnih poena, a to je, uz ostale faktore, uslovalo neto gubitak privrede umjesto dobitka. U 2015. godini paritet prodajnih i nabavnih cijena bio je u korist rasta prodajnih cijena za 0,04949 procentnih poena, što je uz ostale faktore uslovalo poboljšanje prinosa položaja privrede i ostvarenje pozitivnog finansijskog rezultata, tj. neto dobitka u iznosu od 811,6 miliona konvertibilnih maraka (razlika između ostvarenih tekućih neto dobitka i neto gubitka). U 2016. godini paritet prodajnih i nabavnih cijena je bio zanemarljivo minoran u korist rasta prodajnih cijena, i to za 0,00333 procentna poena.

## 2. IMOVINSKI POLOŽAJ

Imovinski položaj privrede Republike Srpske analiziran je na osnovu:

- strukture imovine,

**Tabela 1.2. Struktura operativne (poslovne) imovine**

OPIS	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
1	2	3	4	5	6
1. Stalna imovina	73,00	70,30	71,00	71,1	71,2
2. Obrtna imovina	27,00	29,70	29,00	28,9	28,8
OPERATIVNA IMOVINA (1 + 2)	100,00	100,00	100,00	100,0	100,0

Podaci iz tabele 1.2. ukazuju na to da je od 2013. do 2016. godine u odnosu na 2012. došlo do rasta učešća vrijednosti obrtne imovine za 1,8 procentna poena, odnosno sa 27,0% na 28,8%. Ako se pretpostavi da smo po strukturi dominantno industrijska zemlja, taj bi odnos, između stalne i obrtne imovine, trebalo da bude znatno manje asimetričan, s tim da se povećanjem stepena iskorišćenosti kapaciteta sve više uravnotežuje.

Ukoliko je preduzeće s visokim ulaganjima u osnovna sredstva, što je slučaj s kapitalno intenzivnim granama, u strukturi imovine

- stanja imovine,
- efikasnosti imovine.

Struktura operativne imovine (tabela 1.2) ukazuje na intenzitet ulaganja u stalnu i obrtnu imovinu. Naime, ako je privreda više kapitalno intenzivna, u toj strukturi će preovladavati stalna imovina. U suprotnom, ukoliko nije kapitalno intenzivna, već u privredi preovlađuje trgovina i usluge, ta struktura je uglavnom pomjerena ka obrtnoj imovini. U uslovima kada privreda radi na niskom stepenu iskorišćenja kapaciteta, u strukturi imovine takođe preovlađuje stalna imovina jer se u takvim uslovima obrtna imovina (zalihe, potraživanja) vidno smanjuje, te se u uslovima nepromijenjenog obima stalne imovine struktura pomjera ka stalnoj imovini. Ovo zato što se u niskoj zaposlenosti obrtna imovina bitno smanjuje, smanjuju se zalihe i potraživanja od kupaca, dok stalna imovina ostaje nepromijenjena, izuzimajući neznatno smanjenje po osnovu amortizacije. Da je stepen iskorišćenja kapaciteta u privredi Republike Srpske veći odnosno primjereniji, bilo bi normalno da obrtna imovina iznosi bar 50% od ukupne imovine. Preduzeće koje ima nova osnovna sredstva ima značajniji udio stalne od obrtne imovine u ukupnoj imovini. Međutim, pod uticajem smanjenja osnovnih sredstava po osnovu amortizacije, ta se struktura imovine iz godine u godinu pomjera u korist obrtne imovine.

preovladavaće stalna imovina. Ako je preduzeće iz radno intenzivnih djelatnosti (trgovina i druge usluge), u strukturi imovine preovladavaće obrtna imovina.

**Stanje i efikasnost imovine**, u skladu s dostupnošću podataka, izražavaju se putem sljedećih indikatora:

Efikasnost operativne (poslovne) imovine mjerena je koeficijentom obrta operativne imovine. Riječ je o jednom od najopštijih (sintetičkih) indikatora efikasnosti korišćenja imovine u privredi jedne

zemlje. Njena veličina je ovisna o efikasnosti stalne i obrtne imovine. U privredi Republike Srpske operativna imovina je sa prosječno godišnjim koeficijentom obrta 0,55 (2015). Dakle, ni u jednoj godini taj obrt se nije znatnije poboljšao, tako da je 2012. godine trajao 702 dana, dok je u 2015. smanjen na 664 dana. Očigledno je da ovako nizak obrt operativne imovine traži dalju analizu uzroka ovog problema. Stoga se čini osnovanim analizirati koeficijent obrta stalne imovine. U posmatranom periodu, taj koeficijent je neznatno

povećan, sa 0,73 (2012) na 0,77 (2015). Odnosno broj dana obrta smanjen je sa 500 (2012) na 474 (2015). Koeficijent obrta obrtne imovine istovremeno je smanjen sa 1,91 (2012) na 1,86 (2015), odnosno broj dana obrta povećan je sa 191 na 196 dana. Koeficijent obrta zaliha smanjen je sa 6,4 (2012) na 6,0 (2015), čime se broj dana trajanja obrta povećava sa 57 dana (2012) na 61 dan (2015). Dakle, po koeficijentima obrta, efikasnost stalne i obrtne imovine privrede još uvijek je veoma niska.

**Tabela 1.3** Efikasnost operativne imovine

u 000 KM

OPIS	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
1	2	3	4	5	6
1. Prihodi od prodaje (poslovni prihodi)	17.012.864	17.016.433	16.568.144	17.726.945	18.105.262
2. Finansijski prihodi	293.619	275.602	287.423	346.973	267.513
3. REDOVNI PRIHODI – UKUPNO	17.306.483	17.292.035	16.855.567	18.073.918	18.372.775
4. Prosječna operativna imovina	33.120.712	33.044.392	31.851.605	33.060.570	33.879.966
5. Koeficijent obrta operativne imovine (3/4)	0,52	0,52	0,53	0,55	0,54
6. Broj dana trajanja obrta operativne imovine	702	702	689	664	676
7. Prosječna stalna imovina	23.716.648	23.662.338	22.514.516	23.560.656	24.018.720
8. Koeficijent obrta stalne imovine (3/7)	0,73	0,73	0,74	0,77	0,76
9. Broj dana trajanja obrta stalne imovine	500	500	493	474	480
10. Prosječna obrtna imovina	8.904.064	9.382.055	9.337.090	9.499.911	9.861.244
11. Koeficijent obrta obrtne imovine (1/10)	1,91	1,81	1,77	1,86	1,83
12. Broj dana trajanja obrta obrtne imovine	191	202	206	196	199
13. Prosječne zalihe	2.645.910	2.663.167	2.506.633	2.938.366	3.120.789
14. Koeficijent obrta zaliha (1/13)	6,4	6,4	6,6	6,0	5,8
15. Broj dana trajanja obrta zaliha	57	57	55	61	63

Na osnovu podataka iz tabele 1.3. koeficijent obrta operativne imovine u privredi Republike Srpske nije zadovoljavajući. Naime, koeficijent obrta stalne imovine trebalo bi da bude 1 (a on je 2016. dostigao koeficijent od 0,76), a obrtne najmanje 2,5 (a on je 2016. dostigao koeficijent od 1,83). Ovdje se opravdano može postaviti pitanje kako i pored privatizacije nije došlo do efikasnijeg upravljanja imovinom. Odgovor bi mogao glasiti: ili imovina nije otišla u prave ruke ili je imovina visoke vrijednosti poslužila, u sprezi s bankama, kao kolateral za velike iznose kredita iz čije se gotovine krče mnogi drugi putevi i bespuća. Kad na kraju sva ta imovina postane „stečajna masa“, opet se problem prebacuje sa dotadašnjih vlasnika na povjerioce, a banke su samo neki od njih, zbog čega bilježe visoke procenete problematičnih kredita (NPL – Non-performing loans).

### 3. FINANSIJSKI POLOŽAJ

Finansijski položaj privrede Republike Srpske razmatran je putem analize:

- strukture pasive s osvrtom na strukturu kapitala,
- finansijske stabilnosti,
- zaduženosti,
- solventnosti.

#### 3.1. Struktura pasive s osvrtom na strukturu kapitala

Struktura pasive iskazuje se na sljedeći način:

U 000 KM

Pozicija	Godine poslovanja									
	2012.		2013.		2014.		2015.		2016.	
	Iznos	Struktura	Iznos	Struktura	Iznos	Struktura	Iznos	Struktura	Iznos	Struktura
1	2	3	4	5	8	7	8	9	10	11
1. Kapital	19.941.778	(57,6)	18.372.563	(54,7)	18.859.356	(52,2)	18.859.356	(53,7)	19.254.180	(52,9)
2. Dugoročna rezervisanja	509.486	(1,4)	493.153	(1,5)	773.386	(1,5)	773.386	(2,2)	818.833	(2,2)
3. Obaveze (dug)	14.184.130	(41,0)	14.742.702	(43,8)	15.496.225	(46,3)	15.496.225	(44,1)	16.333.609	(44,9)
– dugoročne	5.410.965		5.954.179		6.356.474		6.356.474		6.247.549	
– kratkoročne	8.773.165		8.788.523		9.139.751		9.139.751		10.086.060	
4. Poslovna pasiva (od 1 do 3)	34.635.394	(100,0)	33.608.418	(100,0)	35.128.967	(100,0)	35.128.967	(100,0)	36.406.622	(100)

Struktura pasive iskazuje stvarno raspoloživi kapital koji od 2012. do 2015. godine, i pored apsolutnog rasta, u strukturi izvora finansiranja opada sa 57,6% (2012) na 52,9% (2016). Dugoročna rezerviranja u istom periodu bilježe rast sa 1,4% na 2,2% u ukupnim izvorima. Obaveze odnosno dugovi bilježe rast učešća sa 41,0% (2012) na 44,9% (2016) ili više za 3,9 procentnih poena. To je posljedica rasta proizvodnje i iskorišćenja realnih kapaciteta privrede te razvoja

finansijskih tržišta i bankarskog sektora, a time i veće mogućnosti pristupa zajmovnom kapitalu. Ovdje, međutim, zabrinjava struktura obaveza koje su dominantne na kratki rok (61,8%), što u narednom periodu negativno može uticati na platežnu sposobnost privrede budući da nam je privreda sve manje konkurentna i na domaćem i na inostranom tržištu. Na ovome mjestu čini se interesantnim analizirati strukturu osnovnog kapitala:

U 000 KM

	2012.		2013.		2014.		2015.		2016.	
	Iznos	Struktura	Iznos	Struktura	Iznos	Struktura	Iznos	Struktura	Iznos	Struktura
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1. Akcijski kapital	8.088.030	(71,8)	8.121.756	(67,5)	8.276.735	(66,7)	8.558.131	(66,3)	7.925.716	(62,2)
2. Društvo sa ograničenom odgovornošću	1.670.278	(14,8)	1.889.940	15,7	2.150.948	(17,3)	2.171.915	(16,8)	2.629.656	(20,6)
3. Državni kapital	611.505	(5,4)	605.591	(5,0)	633.096	(5,1)	519.777	(4,1)	498.976	(3,9)
4. Ostali osnovni kapital <sup>3</sup>	906.916	(8,0)	1.417.147	(11,8)	1.348.902	(10,9)	1.656.897	(12,8)	1.701.596	(13,3)
5. Osnovni kapital – ukupno	11.276.79	(100,0)	12.034.434	(100,0)	12.409.681	(100,0)	12.906.720	(100)	12.755.944	(100)

Na osnovu podataka iz tabele može se konstatovati da su u prethodnih nekoliko godina bile dominantne tri tendencije:

- nastavak smanjenja državnog kapitala, i to sa učešća u ukupnom osnovnom kapitalu od 5,4% (2012) na 3,9% (2016);
- smanjenje akcijskog kapitala sa 71,8% (2012) na 62,2% (2016);
- povećanja udioničkog kapitala sa 14,8% (2012) na 20,6% (2016) i ostalog osnovnog kapitala sa 8,0% (2012) na 13,3% (2016).

Razlozi ovakvih tendencija su u izvršenom procesu privatizacije i korporatizacije koji se odvija od 1999. godine, a traje i danas. Međutim, zabrinjava činjenica da je Vlada prije nekoliko godina, mada nije ničim izazvana, posezala za potpuno nerazumnim potezima podržavanja nekih preduzeća, iako gubici privrede vrtoglavo rastu, a naročito gubici iznad kapitala.

### Gubici privrede u periodu 2012–2016.

U 000 KM

1	G o d i n a				
	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
	4	5	6	7	8
1. Gubici do visine kapitala	2.770.828	3.349.820	4.410.014	4.404.233	4.501.134
2. Gubici iznad kapitala	1.031.057	1.123.971	1.616.690	1.565.294	1.812.010
3. Ukupni gubici privrede (1+2)	3.801.885	4.473.791	6.026.704	5.969.527	6.313.144

### 3.2. Finansijska stabilnost

Finansijska stabilnost, odnosno postojanje dugoročne finansijske ravnoteže od izuzetnog je značaja pri sagledavanju stanja u privredi. Ako je u dotičnoj privredi koeficijent finansijske stabilnosti jedan (1), dugoročna finansijska ravnoteža je uspostavljena i tu je dugoročno vezana imovina jednaka trajnom i dugoročnom kapitalu, pa su time u okviru dugoročnog finansiranja stvoreni uslovi za održavanje likvidnosti. Pri takvoj situaciji, ukoliko postoji dugoročna finansijska ravnoteža, postoji i kratkoročna. Međutim, i u takvim uslovima postoji mogućnost da dođe do nelikvidnosti, i to, prije svega, kao posljedica sporije imobilizacije kratkoročno vezane imovine u gotovinu od kratkoročnih obaveza koje dospijevaju za plaćanje. U takvim prilikama utješna je činjenica da su u oblasti dugoročnog finansiranja stvoreni uslovi za održavanje likvidnosti.

U situaciji kada je u dotičnoj privredi koeficijent finansijske stabilnosti manji od jedan (1), dugoročna finansijska stabilnost je pomjerena ka trajnom i dugoročnom kapitalu i u tom slučaju postoji slobodan kapital za investiranje. Tada je u oblasti dugoročnog finansiranja stvorena sigurnost za održavanje likvidnosti i ona je utoliko viša što je taj koeficijent bliži nuli (0), odnosno što je kapital slobodan za investiranje viši.

Suprotno, ukoliko je dugoročna finansijska ravnoteža pomjerena ka dugoročno vezanoj imovini, koeficijent finansijske ravnoteže je viši od jedan (1) i u takvoj situaciji javlja se nedostajući kapital za uspostavljanje dugoročne finansijske ravnoteže, a to zahtijeva preduzimanje mjera finansijske sanacije. Što je ovaj koeficijent viši od jedan (1), nedostajući kapital je viši u oblasti dugoročnog finansiranja i time je ugroženija likvidnost. U ovakvoj situaciji, krat-

<sup>3</sup> Ostali osnovni kapital: uložni, zadružni udjeli i dr.

koročna finansijska ravnoteža je pomjerena u korist kratkoročnih obaveza, tako da do nelikvidnosti mora doći, osim u slučaju kada je kratkoročna finansijska ravnoteža neznatno pomjerena u korist kratkoročnih obaveza i kada je mobilizacija kratkoročno vezanih sredstava u gotovinu brža od dospijeca kratkoročnih obaveza, a to

se događa kada je koeficijent finansijske stabilnosti nešto viši od jedan (1), odnosno kada je nedostajući kapital neznatan.

U privredi Republike Srpske od 2012. do 2016. godine koeficijent finansijske stabilnosti je bio loš, tj. viši od jedan (1).

u 000 KM

	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
1	2	3	4	5	6
1. Stalna imovina	24.498.925	22.825.751	23.014.044	23.848.044	244.418.225
2. Zalihe i dati avansi, stalna sredstva namijenjena prodaji i sredstva obustavljenog poslovanja	3.033.726	3.080.124	3.073.059	3.012.455	3.259.712
3. Gubitak iznad kapitala	1.031.057	1.123.971	1.616.690	1.565.294	1.812.010
4. DUGOROČNO VEZANA IMOVINA I IZGUBLJENA IMOVINA (od 1. do 3)	28.563.708	27.029.846	27.703.793	28.425.793	29.489.947
5. Kapital umanjen za gubitak do visine kapitala	19.941.778	18.372.563	17.772.320	18.859.357	19.254.180
6. Dugoročna rezervisanja	509.486	493.153	510.851	773.386	818.833
7. Dugoročne obaveze	5.410.965	5.954.179	6.697.239	6.356.473	6.247.549
8. TRAJNI I DUGOROČNI KAPITAL (od 5. do 7)	25.862.229	24.819.895	24.980.410	25.989.216	26.320.562
9. Koeficijent finansijske stabilnosti (4/8)	1,104	1,089	1,11	1,09	1,12
10. Slobodni kapital (8-4)	–	–	–	–	–
11. Nedostajući kapital (4-8)	2.701.479	2.209.951	2.723.383	2,436,577	3.169.385

U skladu s tim, pod uslovom da su bilanci tačni, nedostajući kapital za održanje dugoročne finansijske ravnoteže u 2016. godini u privredi Republike Srpske bio je oko 3,6 milijarde, dok je u 2015. bio 2,4 milijarde konvertibilnih maraka, što urgentno zahtijeva finansijsko saniranje takvog stanja, kako ne bi došlo do još izraže-

nije nelikvidnosti u privredi. S druge strane, finansijska stabilnost u privredi Republike Srpske može se analizirati i putem utvrđivanja pokrivača zaliha neto obrtnim fondom (obrotnim kapitalom), što pokazuju podaci iz tabele 1.4.

**Tabela 1.4.** Pokriće zaliha neto obrtnim fondom privrede Republike Srpske od 2012. do 2016. godine

U 000 KM

	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
1	2	3	4	5	6
1. Obrtna imovina	9.105.413	9.658.696	9.415.463	9.715.735	10.176.388
2. Kratkoročne obaveze	8.773.165	8.788.523	9.065.887	9.139.751	10.086.060
<b>3. Neto obrtni fond (1–2)</b>	<b>332.248</b>	<b>870.173</b>	<b>349.576</b>	<b>575.984</b>	<b>90.328</b>
4. Zalihe	2.654.057	2.672.276	2.416.667	2.625.590	3.259.712
5. Stopa pokrivenosti zaliha NOF (3/4 x 100)	12,5%	32,6%	14,5%	21,9% <sup>4</sup>	2,8%

Tokom cijelog posmatranog perioda neto obrtni fond je minoran i zabrinjavajući jer je pokrivenost zaliha neto obrtnim fondom tek 12,5% (2012), da bi u 2016. godini pala samo na 2,8%, dok je, recimo, 2008. godine taj procenat pokrivenosti dostizao i 49,28%. S obzirom na to da je stopa pokrivenosti zaliha neto obrtnim fondom dramatično manja od sto (100), u oblasti dugoročnog finansiranja **u privredi Republike Srpske nisu stvoreni uslovi za održavanje likvidnosti.**

### 3.3. Zaduženost (adekvatnost kapitala)

Zaduženost odnosno adekvatnost kapitala može se ocijeniti strukturom pasive sa stanovišta vlasništva, pri čemu se iz pasive isključuju tranzitorne pozicije pasive (dugoročna rezervisanja i pasivna vremenska razgraničenja) i neraspoređeni dobitak tekuće godine. Faktori od uticaja na strukturu pasive su: organski sastav imovine, visina vladajuće stope inflacije, te rentabilnost i likvidnost. Na osnovu

<sup>4</sup> Pokrivenost zaliha i aktivnih vremenskih razgraničenja neto obrtnim fondom u 1995. godini, u kojoj je još uvijek trajao građanski rat u Bosni i Hercegovini, pokrivenost je bila 105,8% (Mikerević, *Komparativna analiza finansijskog položaja privreda Srbije i Srpske*, 1996, str. 16, 1996).

podataka iz tabele 1.2. može se uočiti visok organski sastav imovine, što zahtijeva pomjeranje strukture pasive ka sopstvenom kapitalu. Niska rentabilnost privrede i prisutno finansijsko naprezanje (ne-

likvidnost) u privredi takođe govore o njenoj nemogućnosti da se dalje zadužuje, već da rješenja treba tražiti jačanjem vlasničkog kapitala, za šta je potreban mnogo kvalitetniji poslovni ambijent.

**Tabela 1.5. Zaduženost (adekvatnost kapitala u periodu 2012–2016. godina)**

	u 000 KM				
	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
1	2	3	4	5	6
1. Kapital umanjen za gubitke	19.941.778	18.372.563	17.772.320	18.859.357	19.254.180
2. Obaveze	14.184.130	14.742.702	15.763.126	15.496.226	16.333.609
3. Pasiva bez tranzitornih pozicija	34.125.908	33.115.265	33.535.126	34.355.583	35.587.789
4. Stopa zaduženosti (2/3 x 100)	41,5%	44,5%	47,0%	45,1%	45,9% <sup>5</sup>
5. Finansijski leveridž (2/1)	0,71	0,8	0,89	0,82	0,84

Tokom posmatranog perioda (tabela 1.5), privreda Republike Srpske je imala tendenciju rasta zaduženosti koja je 2016. godine dostigla stopu od 45,9% naspram 41,5% u 2012.

Istu tendenciju pokazuje i finansijski leveridž, koji pokazuje da je svaka konvertibilna marka sopstvenog kapitala u privredi Republike Srpske opterećena sa 0,84 konvertibilne marke dugova, što znači da su rizici povjerilaca i kreditora ogromni, jer je kapital kao garantna supstanca izrazito nizak.

Ova stopa zaduženosti ne bi bila zabrinjavajuća da je konkurentnost naše privrede na višem nivou. Ona je najnekurentnija privreda na Zapadnom Balkanu i zbog toga ostvaruje ovako nisku stopu rentabilnosti. S obzirom na nisku konkurentnost i nisku stopu prinosa, to je sprečava da se dalje zadužuje. Konkurentnost je loša i zbog još uvijek niskog stepena iskorišćenja kapaciteta i s tim u vezi ponašanja fiksnih rashoda, što povećava cijenu koštanja učinaka. Ukoliko bi se tržište i otvorilo za naše proizvode i usluge, povećanje proizvodnje i prodaje moglo bi se obezbijediti samo dodatnim zaduživanjima. S obzirom na loš kreditni bonitet većine preduzeća,

takvo stanje podrazumijeva da za rast privredne aktivnosti treba nalaziti i druge izvore finansiranja (zajednička ulaganja, franšizing aranžmani i slično).

Ukoliko se ne nađu novi oblici finansiranja, dostignuti dug od 16,3 milijardi konvertibilnih maraka postaće breme zbog kojeg će se teško iznalaziti „zdrava“ rješenja izlaska iz krizne situacije, a to će u narednom periodu negativno uticati i na socijalnu stabilnost u Republici Srpskoj.

### 3.4. Solventnost

Solventnost privrede Republike Srpske pokazuje da je ona sposobna da plati dugove kad-tad, pa makar i iz stečajne odnosno likvidacione mase. U svim posmatranim godinama, koeficijent solventnosti je veći od jedan (1) i 2012. godine bio je 2,37, da bi u 2016. pao na 2,23, što pokazuju podaci iz tabele 1.6. Da bismo se uvjerali da se privreda u narednom periodu neće naći u situaciji insolventnosti većeg broja preduzeća, neophodno bi bilo provesti detaljnu analizu poslovne imovine i obaveze po granama i djelatnostima.

**Tabela 1.6. Solventnost privrede**

	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
1	2	3	4	5	6
1. Poslovna imovina	33.604.338	32.484.447	34.046.297	33.563.689	36.406.622
2. Dugovi (obaveze)	14.184.130	14.742.702	15.763.126	15.496.226	16.333.608
3. Koeficijent solventnosti (1/2)	2,37	2,20	2,16	2,17	2,23

## ZAKLJUČAK

Prethodna analiza prinosa, imovinskog i finansijskog položaja privrede Republike Srpske u 2016. godini pokazuje sljedeće:

**Prinosni (rentabilitetni) položaj** privrede Republike Srpske je u blagom neznačajnom rastu u odnosu na 2015. godinu:

- stopa neto prinosa na sopstveni kapital rasla je sa 2,8% na 2,9%,
- stopa neto prinosa na poslovnu imovinu rasla je sa 2,0% na 2,3%.

**Imovinski položaj** privrede Republike Srpske stagnira, što pokazuju činjenice:

- koeficijent obrta operativne imovine porastao je sa 0,55 na 0,54,
- koeficijent obrta stalne imovine je u padu sa 0,77 na 0,76,
- koeficijent obrta obrtne imovine je u padu sa 1,86 na 1,83,
- koeficijent obrta zaliha je pao sa 6,0 na 5,8.

**Finansijski položaj** privrede Republike Srpske u 2016. godini u odnosu na 2015. pokazuju sljedeći podaci:

- nedostajući kapital u privredi Republike Srpske radi održanja dugoročne finansijske ravnoteže povećan je u 2016. godini i iznosi 3,2 milijarde konvertibilnih maraka, dok je u 2015. bio 2,4 milijarde;

<sup>5</sup> Zaduženost privrede Srpske je 1995. godine bila 7,4% (Mikerević, *op. cit.*, str. 19, 1995).



- pokrće zaliha neto obrtnim fondom u 2016. godini je značajno pogoršan, i to sa 21,9% na samo 2,8%;
- stopa zaduženosti privrede je u 2016. godini povećana sa 45,1% na 45,9%, a solventnost neznatno poboljšana sa 2,17 na 2,23.

Uzimajući u obzir da je nezadovoljavajući prinosni, imovinski i finansijski položaj privrede Republike Srpske utvrđen na osnovu zbirnih bilansa u kojima su istoimene pozitivne i negativne pozicije kompenzovane i u zbirnom bilansu iskazane u neto iznosu, a taj neto iznos je loš, to znači da gro pojedinačnih preduzeća ima daleko lošiji prinosni i finansijski položaj od prikazanog u ovom radu. Takvim preduzećima prijeti bankrotstvo, u kome nastaju povjerilački gubici (razlika između vrijednosti novčene imovine umanjene za troškove likvidacije i potraživanja povjerilaca), što nerijetko dovodi do bankrotstva i povjerilaca. Da bi se zaustavio ovaj krug bankrotstava, svako preduzeće mora da poštuje bilansno načelo dugoročnog opstanka (going concern) odnosno načelo stalnosti poslovanja (paragraf 25 MRS 1). Ovo načelo je vrhunski cilj preduzeća, strogo se poštuje pri osnivanju preduzeća, ali i putem finansijskog upravljanja tokom čitavog životnog ciklusa preduzeća.

Osnivanju preduzeća prethodi istraživanje mogućnosti pribavljanja potrebnih resursa, mogućnost prodaje učinaka, s obzirom na već postojeću konkurenciju u datoj djelatnosti, utvrđivanja potrebnog obima kapitala (sopstvenog i dugoročno pozajmljenog), koji vlasnik mora uložiti u novoosnovano preduzeće koje će biti finansijski stabilno, likvidno i rentabilno. Ovo se dokazuje osnivačkim bilansom koji sadrži vrijednost potrebne stalne imovine i obrtnog kapitala za obavljanje odabrane djelatnosti, sopstveni kapital vlasnika i dugoročno pozajmljeni kapital (najčešće po osnovu lizinga). Tokom poslovanja, finansijskim upravljanjem stalnom imovinom, kapitalom i dugoročnim obavezama, obrtnom imovinom i kratkoročnim obavezama strogo se uvažava načelo going concern, a na kraju tekuće godine utvrđuje se i ciljni neto dobitak za narednu godinu u dvije varijante – ciljni minimalni i ciljni maksimalni neto dobitak.

Ciljni minimalni neto dobitak sprečava pogoršanje finansijske stabilnosti, a ciljni maksimalni neto dobitak obezbjeđuje ratio finansijske stabilnosti od jedan, dividendu vlasnicima kapitala i bonus menadžmentu. Potom slijedi kreiranje i izbor mjera za ostvarenje ciljnog dobitka.<sup>6</sup>

Loše finansijsko stanje privrede u Republici Srpskoj neće se zaustaviti samo u okviru privrede, već će se po principu spojenih posuda odraziti i na bankarski i na javni sektor. Većina pokazatelja upozorava na prisustvo ozbiljnih problema u mnogim segmentima javnog sektora, nakon kojeg na red dolazi i bankarski sektor. Stoga je potrebno da se što prije suočimo sa sumornom stvarnošću i da rješenje tražimo u okviru već usvojene reformske agende za Bosnu i Hercegovinu u periodu od 2015. do 2018. godine. Ukoliko to ne učinimo ili ne uspijemo, o svijetloj budućnosti se može samo sanjati. To je posebno važno zbog mladih generacija, koje su više zainteresovane da krediti koji će im doći na otplatu više budu u funkciji privrednog oporavka, rasta i razvoja, a ne nepromišljenih ulaganja u javni sektor, koja su nerijetko izvor korupcije i daljeg socijalnog raslojavanja društva.

## IZVORI

1. Agencija za posredničke, informatičke i finansijske usluge, Informacija o poslovanju privrede u Republici Srpskoj u 2016. godini.
2. Douglas, R. Emery, John, D. Finnerty: *Corporate Financial Management*, Prentice Hall, 1997.
3. Glen, Arnold: *Corporate Financial Management*, Financial times, 1998.
4. Harvey, S. Rosen, Ted Gayer: *Javne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2009.
5. Mishkin, S. Frederic: *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Data status, Beograd, 2006.
6. Van Horne, James C.: *Finansijsko upravljanje i politika*, Mate, Zagreb, 1997.
7. Vunjak, prof. dr Nenad: *Finansijski menadžment*, Ekonomski fakultet, Subotica, 1995.
8. Ivanišević, prof. dr Milorad: *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2008.
9. Jovanović Škarić, prof. dr Kata: *Finansijsko-računovodstveni aspekt sanacije preduzeća*, Prvi simpozijum SRRRS, Banja Vrućica, 1997.
10. Malešević, prof. dr Đoko, i Vranković, dr Marinko: *Poslovna analiza*, Ekonomski fakultet, Subotica, 2007.
11. Malešević, prof. dr Đoko: *Analiza boniteta preduzeća*, Četvrti simpozijum SRRRS, Banja Vrućica, 2000. Fakultet, Banja Luka, 1997.
12. Mikerević, prof. dr Dragan: *Komparativna analiza finansijskog poslovanja privreda Srbije i Srpske*, Direkcija za privatizaciju i razvoj Republike Srpske, Bijeljina, 1996.
13. Mikerević, prof. dr Dragan: *Korporativne finansije*, Ekonomski fakultet i Finrar, Banja Luka, 2016.
14. Rodić, prof. dr Jovan, i Filipović, prof. dr Milovan: *Poslovne finansije*, Beogradska poslovna škola, Beograd, 2008.
15. Rodić, prof. dr Jovan: *Teorija i analiza bilansa*, Beostar – Privrednik, Beograd, 1997.
16. Rodić, prof. dr Jovan, i Božić, prof. dr Radomir: *Stvaranje i ocena boniteta preduzeća*, Finrar, Banja Luka, 2017.
17. Jovanović Škarić, prof. dr Kata: *Finansijsko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007.
18. [http://ec.europa.eu/enlargement/pdf\\_publication/2015/2015-connectivity-package.pdf](http://ec.europa.eu/enlargement/pdf_publication/2015/2015-connectivity-package.pdf)

<sup>6</sup> Vidjeti: Jovan Rodić i Radomir Božić: *Stvaranje i ocena boniteta preduzeća*, Finrar, Banja Luka, 2017.