

# UTICAJ ZADUŽENOSTI NA PROFITABILNOST I ODRŽAVANJE REALNE VREDNOSTI KAPITALA SREDNJIH PREDUZEĆA

Sonja Đuričin<sup>1</sup>  
Isidora Beraha<sup>2</sup>

### **Apstrakt**

*Cilj istraživanja je da se ispita u kojoj meri zaduženost utiče na profitabilnost i održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala srednjih preduzeća registrovanih na teritoriji Republike Srbije. Predmet istraživanja su podaci obelodanjeni u oficijelnim finansijskim izveštajima preduzeća, javno dostupnim na sajtu Agencije za privredne registre (APR). Istraživanjem je obuhvaćena 2014. godina. Primenom metoda finansijske analize izvršena je ocena zaduženosti svih srednjih preduzeća u Republici Srbiji, koja su, shodno visini učešća pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja, podeljena u četiri grupe. Za svaku od posmatranih grupa preduzeća ispitan je uticaj visine zaduženosti na profitabilnost i održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala. Rezultati istraživanja utiču na prihvatanje hipoteze da je sigurnost u pogledu profitabilnijeg poslovanja veća ukoliko je struktura pasive s aspekta vlasništva pomerena u korist sopstvenih izvora finansiranja ali isto tako pokazuju da negativne stope profitabilnosti nisu nužno posledica višeg učešća pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja. Takođe, rezultati istraživanja pokazuju da je intenzivniji pad realne vrednosti sopstvenog kapitala, u cilju kontinuiranog obavljanja poslovne aktivnosti, rezultirao značajnijim učešćem pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja.*

**Ključne reči:** *zaduženost, profitabilnost, održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala, srednja preduzeća*

---

<sup>1</sup> dr Sonja Đuričin, naučni saradnik, Institut ekonomskih nauka, Beograd, e-mail: sonja.djuricin@ien.bg.ac.rs

<sup>2</sup> dr Isidora Beraha, istraživa; saradnik, Institut ekonomskih nauka, Beograd, e-mail: isidora.beraha@ien.bg.ac.rs

## UVOD

Prilikom analize uticaja zaduženosti na profitabilnost i održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala naglasak je na srednjim preduzećima koja, shodno učešću u ključnim makroekonomskim indikatorima, predstavljaju nosioce nacionalne privredne aktivnosti. Prema poslednjim raspoloživim podacima Agencije za privredne registre (APR) u strukturi ukupnog broja preduzeća privredni subjekti srednje veličine učestvovali su 2,29%, a u strukturi sektora MSP 0,7%. Shodno podacima Republičkog zavoda za statistiku svega 0,7% preduzeća iz sektora MSP generiše 39,89% zaposlenosti, 38,67% prometa, 33% bruto dodate vrednosti, 48% izvoza i 40% uvoza.

Unapređenje poslovanja srednjih preduzeća kao nosilaca privrednog rasta predstavlja značajan korak u postupku unapređenja nacionalne konkurentnosti (Đuričin S., et al., 2013). Ispitivanje potencijala rasta srpske privrede (Stošić I., Domazet I., 2014) pored ocene kreditnog tržišta (Vuković, V., Domazet, I., 2015) uključuje i analizu uticaja zaduženosti na uspešnost poslovanja preduzeća koja predstavljaju nosioce nacionalne privredne aktivnosti.

Stepen zaduženosti srednjih preduzeća ispitan je analizom strukture pasive s aspekta vlasništva (Đuričin, S., 2012, str. 153). U istraživanju se polazi od hipoteze da je sigurnost u pogledu profitabilnijeg poslovanja veća ukoliko je struktura pasive s aspekta vlasništva pomerena u korist sopstvenih izvora finansiranja. Ovakav pristup je opravdan ako se pođe od pretpostavke da su kamate na pozajmljeni kapital po pravilu fiksni troškovi čija visina zavisi od visine pozajmljenog kapitala i visine kamatne stope, zbog čega niži nivo zaduženosti prouzrokuje niži iznos rashoda finansiranja, a time i veću sigurnost i manji rizik od realizacije negativnog bruto finansijskog rezultata (Đuričin, S., 2012, str. 154).

Opravdanost učešća pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja posmatrana je s aspekta organskog sastava sredstava (Đuričin, S., 2012, str. 154; Đuričin, S., Beraha, I., 2012, str. 495; Đuričin, S., Beraha, I., 2013, str. 125) s jedne strane i nivoa profitabilnosti i održavanja realne vrednosti sopstvenog kapitala, s druge strane. Dok organski sastav sredstava zahteva jačanje sopstvenih u ukupnim izvorima finansiranja, profitabilnost dozvoljava pomeranje strukture pasive u korist pozajmljenih izvora finansiranja (Rodić, J et al., 2007, str. 294-295). Upravo iz tih razloga opravdanost učešća pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja ispitana je s aspekta suprotnih kriterijuma pri čemu je prilikom analize u obzir

uzeta i sposobnosti održavanja realne vrednosti sopstvenog kapitala srednjih preduzeća.

Činjenica da organski sastav sredstava zahteva jačanje učešće sopstvenih u ukupnim izvorima finansiranja objašnjava se preko samog postupka utvrđivanja bruto finansijskog rezultata (Đuričin, S., 2012, str. 155). Visok organski sastav sredstava povećava troškove amortizacije, a putem njih i ukupne poslovne rashode. U slučaju da raste učešće stalne u ukupnoj imovini preduzeća, rizik od pojave negativnog bruto finansijskog rezultata se može smanjiti jačanjem sopstvenih u ukupnim izvorima finansiranja, odnosno snižavanjem troškova kamata, a putem njih i ukupnih finansijskih rashoda. S druge strane, profitabilnost dozvoljava pomeranje strukture pasive u korist pozajmljenih izvora finansiranja ali samo u slučaju kada su stope rentabilnosti visoke. Pri visokoj rentabilnosti preduzeće može dozvoliti pomeranje strukture pasive ka pozajmljenom kapitalu, jer tada, po pravilu, ostvaruje pozitivan finansijski rezultat iz finansiranja (Rodić, J et al., 2007, str. 295).

Istraživanje je upravo fokusirano na analizu međusobne uslovljenosti visine zaduženosti i profitabilnosti srednjih preduzeća. Cilj istraživanja je da se ispita u kojoj meri korišćenje pozajmljenih izvora finansiranja utiče na profitabilnost i održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala ovih preduzeća. Održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala uzeto je u obzir iz razloga što ono pruža mogućnost zadržavanja fizičkog obima poslovanja na nepromenjenom nivou, finansiranje proste reprodukcije iz sopstvenih izvora i održavanje zaduženosti na prihvatljivom nivou (Ibid. str. 299)

## **ANALIZA ZADUŽENOSTI SREDNJIH PREDUZEĆA**

Struktura pasive srednjih preduzeća s aspekta vlasništva pomerena je u korist pozajmljenih izvora finansiranja. U periodu 2013-2014. godina na nivou srednjih preduzeća registrovanih na teritoriji RS pozajmljeni izvori su u ukupnim izvorima finansiranja učestvovali u proseku 60,04% i 60,95% respektivno.

Kreditori su u posmatranom periodu na jednu novčanu jedinicu vlasnika kapitala bili dužni da obezbede u proseku 1,53 novčanih jedinica sredstava. Dinamički posmatrano, s aspekta zaduženosti, rizik za poverioce se povećao. Dominantno učešće pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja uslovlilo je izostanak mogućnosti pokrića poslovne imovine sopstvenim kapitalom. U posmatranom

periodu, poslovna imovina je sopstvenim kapitalom u proseku bila pokrivena sa 41,61%.

*Tabela 1. Zaduzenost srednjih preduzeća, 2013-2014. godina*

Pozicija	2013	2014
Učešće sopstvenog kapitala u ukupnim izvorima finansiranja	39,96	39,05
Učešće obaveza u ukupnim izvorima finansiranja	60,04	60,95
D/E racio	1,50	1,56
Pokrivenost poslovne imovine kapitalom	41,84	41,38

*Izvor: Kalkulacija autora prema podacima APR*

S obzirom na veliki broj analizom obuhvaćenih preduzeća, u cilju ispitivanja uticaja zaduzenosti na profitabilnost i održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala, ista su grupisana u četiri grupe:

- grupa I – preduzeća kod kojih je zabeleženo učešće pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja  $\leq 25\%$ ;
- grupa II – preduzeća kod kojih je zabeleženo učešće pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja  $26\% \geq 50\%$ ;
- grupa III – preduzeća kod kojih je zabeleženo učešće pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja  $51\% \geq 75\%$  i
- grupa IV – preduzeća kod kojih je zabeleženo učešće pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja  $76\% \geq 100\%$ .

*Tabela 2. Struktura srednjih preduzeća u RS s aspekta zaduzenosti, 2014. godina*

Učešće pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja	Srednja preduzeća	
	apsolutan iznos	struktura u %
do 25%	172	17,13
26% - 50%	346	34,46
51% - 75%	231	23,01
76%-100%	255	25,40
Ukupan broj preduzeća	1004	100,00

*Izvor: Kalkulacija autora prema podacima APR*

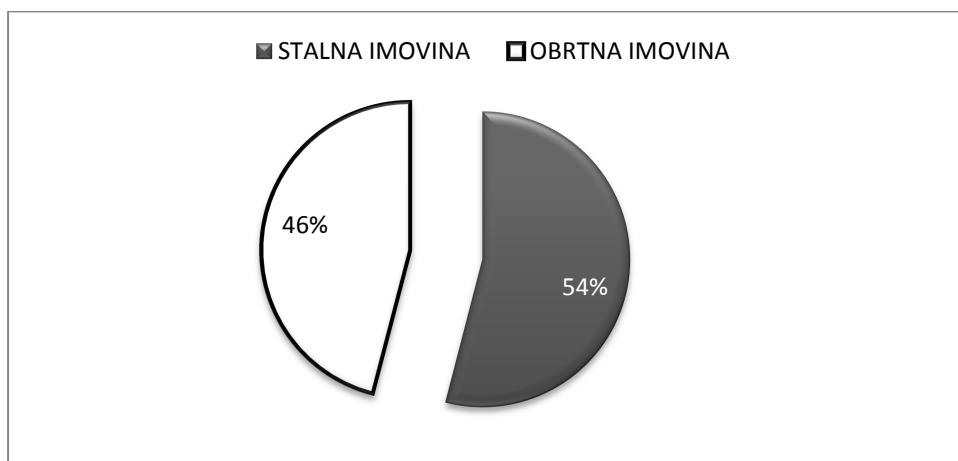
Od ukupnog broja srednjih preduzeća registrovanih na teritoriji Republike Srbije 51,59% njih ima pomešanu strukturu izvora finansiranja u korist sopstvenog kapitala. Preostalih 48,41% preduzeća u ukupnim izvorima finansiranja ima

zastupljenije učešće pozajmljenog kapitala. U pozajmljenim izvorima finansiranja dominantno učešće beleže kratkoročne obaveze. Učešće kratkoročnih obaveza u ukupnim pozajmljenim izvorima finansiranja u iznosu višem od 50% zabeleženo je kod čak 90% preduzeća. Od ukupnog broja srednjih preduzeća u Republici Srbiji u 2014. godini 13% njih se 100% finansiralo iz pozajmljenih kratkoročnih izvora finansiranja.

U strukturi ukupnog broja preduzeća, sa 34,46%, najdominantnija su ona kod kojih se učešće pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja kretalo u rasponu 26%-50%. Preduzeća kod kojih se učešće pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja kretalo u rasponu 51%-75% i 76%-100% u ukupnoj strukturi učestvovala su sa 23,01% i 25,40%, respektivno. Najniže učešće, od 17,13%, zabeležila su preduzeća koja su eksterno pribavljala do 25% ukupnih izvora finansiranja.

Dominantno učešće pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja zahteva pomeranje strukture aktive u korist obrtne imovine. U 2014. godini, kada je analiziran nivo zaduženosti, srednja preduzeća imala su pomerenu strukturu aktive u korist stalne imovine. Stalna imovina u ukupnoj aktivni učestvovala je 54%, a obrta imovina 46%.

*Grafikon 1. Organski sastav sredstava, 2014. godina*



*Izvor: Kalkulacija autora prema podacima APR*

Visok nivo učešća stalnih u ukupnim sredstvima, preko troškova amortizacije, usled već prisutnih visokih finansijskih rashoda, dodatno povećava rizik od realizacije negativnog bruto finansijskog rezultata. S aspekta organskog sastava

sredstava, zaduženost srednjih preduzeća u RS u 2014. godini ocenjena je kao uslovno neprihvatljiva. Neprihvatljiva iz razloga što je u slučaju povećanog nivoa zaduženosti zabeleženo i dominantno učešće stalne u ukupnoj imovini. Uslovno neprihvatljiva iz razloga što struktura aktive nije bila značajno pomerena u korist stalne imovine, odnosno, bila je pomerena svega 54%.

Uslovno neprihvatljiv nivo zaduženosti s aspekta organskog sastava sredstava zahteva dalju analizu opravdanosti učešća pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja. Dalja analiza ima za rezultat ocenu uticaja nivoa zaduženosti na profitabilnost i održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala.

### **ANALIZA UTICAJA ZADUŽENOSTI NA PROFITABILNOST SREDNJIH PREDUZEĆA**

Ocena profitabilnosti izvršena je na osnovu rezultata dobijenih kalkulacijom stope neto prinosa na ukupnu poslovnu imovinu (*Return on Assets - ROA*), stope neto prinosa na sopstveni kapital (*Return on Equity - ROE*) i neto profitne marže (*Return on sales - ROS*).

*Tabela 3. Profitabilnost srednjih preduzeća u RS, 2014. godina*

	- u %-
<b>Pozicija</b>	<b>Iznos</b>
ROA kumulativ	4,23
ROA kumulativ	-4,11
<b>ROA neto efekat</b>	<b>0,12</b>
ROE kumulativ	10,22
ROE kumulativ	-9,93
<b>ROE neto efekat</b>	<b>0,29</b>
ROS kumulativ	4,51
ROS kumulativ	-4,38
<b>ROS neto efekat</b>	<b>0,13</b>

*Izvor: Kalkulacija autora prema podacima APR*

U 2014. godini, kada je utvrđeno da pozajmljeni u ukupnim izvorima finansiranja učestvuju 60,95%, na nivou svih srednjih preduzeća registrovanih na teritoriji RS, zabeležene su pozitivne stope profitabilnosti.

Viši nivo kumulativnog neto dobitka u odnosu na kumulativni neto gubitak rezultirao je pozitivnim neto efektom, odnosno pozitivnim stopama neto prinosa

na ukupnu poslovnu imovinu i sopstveni kapital i pozitivnom neto profitnom maržom. U 2014. godini srednja preduzeća registrovana na teritoriji RS su na svaki dinar uloženi u ukupna sredstva ostvarila 0,12% neto dobitka. Takođe, u posmatranoj poslovnoj godini, preduzeća su na svaki dinar investiranog sopstvenog kapitala ostvarila 0,29% neto dobitka i 0,13% poslovnih prihoda akumulirala u formi neto dobitka.

Preciznija ocena uticaja zaduženosti na nivo profitabilnosti zahteva grupisanje preduzeća prema stepenu učešća pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja. Učešće pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja do 25% ( $\leq 25\%$ ) zabeleženo je kod 172 preduzeća, odnosno kod 17,13% entiteta srednje veličine. Od 172 preduzeća njih 153 je ostvarilo pozitivnu, a 19 negativnu stopu neto prinosa na ukupnu poslovnu imovinu, stopu neto prinosa na sopstveni kapital i neto profitnu maržu.

*Tabela 4. Profitabilnost srednjih preduzeća kod kojih pozajmljeni u ukupnim izvorima finansiranja učestvuju do 25%, 2014. godina*

<b>Nivo zaduženosti do 25%</b>	<b>Broj preduzeća</b>	<b>Struktura preduzeća u %</b>	<b>ROA</b>	<b>ROE</b>	<b>ROS</b>
Prosek pozitivan kumulativ	153	88,95	9,46	11,39	14,52
Prosek negativan kumulativ	19	11,05	-7,87	-9,13	-13,76
Prosek neto efekat	172	100,00	1,59	2,27	0,75

*Izvor: Kalkulacija autora prema podacima APR*

U slučaju 88,95% srednjih preduzeća, kod kojih su pozajmljeni u ukupnim izvorima finansiranja učestvovali do 25%, na nivou kumulativa:

- svaki dinar uloženi u ukupna sredstva u proseku doneo je 9,46% neto dobitka;
- svaki dinar investiran u sopstveni kapital u proseku učestvovao je u realizaciji 11,39% neto dobitka;
- u proseku 14,52% poslovnih prihoda akumulirano je u formi neto dobitka.

U slučaju 11,05% srednjih preduzeća, kod kojih su pozajmljeni u ukupnim izvorima finansiranja učestvovali do 25%, na nivou kumulativa:

- svaki dinar uloženi u ukupna sredstva u proseku doneo je 7,87% neto gubitka;
- svaki dinar investiran u sopstveni kapital u proseku učestvovao je u realizaciji 9,13% neto gubitka;

- u proseku 13,76% poslovnih prihoda akumulirano je u formi neto gubitka.

Na nivou neto efekta, 17,13% srednjih preduzeća, kod kojih je zabeleženo učešće pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja do 25%, su na svaki dinar uloženi u ukupna sredstva i sopstveni kapital u proseku ostvarila 1,59% i 2,27% neto dobitka respektivno. U proseku, 0,75% poslovnih prihoda ovih preduzeća akumulirano je u formi neto dobitka.

Drugoj grupi pripada 346 srednjih preduzeća kod kojih se učešće pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja kretalo u rasponu  $26\% \geq 50\%$ . U ukupnom broju srednjih preduzeća ova grupa učestvuje sa 34,46%. Od 346 preduzeća njih 285 je ostvarilo pozitivnu, a 61 negativnu stopu neto prinosa na ukupnu poslovnu imovinu, stopu neto prinosa na sopstveni kapital i neto profitnu maržu.

*Tabela 5. Profitabilnost srednjih preduzeća kod kojih pozajmljeni u ukupnim izvorima finansiranja učestvuju u rasponu  $26\% \geq 50\%$ , 2014. godina*

<b>Nivo zaduženosti <math>26\% \geq 50\%</math></b>	<b>Broj preduzeća</b>	<b>Struktura preduzeća u %</b>	<b>ROA</b>	<b>ROE</b>	<b>ROS</b>
Prosek pozitivan kumulativ	285	82,37	8,52	18,68	5,71
Prosek negativan kumulativ	61	17,63	-19,15	-24,65	-38,99
Prosek neto efekat	346	100,00	-10,63	-5,97	-33,29

*Izvor: Kalkulacija autora prema podacima APR*

U slučaju 82,37% srednjih preduzeća, kod kojih su pozajmljeni u ukupnim izvorima finansiranja učestvovali u rasponu  $26\% \geq 50\%$ , na nivou kumulativa:

- svaki dinar uloženi u ukupna sredstva u proseku doneo je 8,52% neto dobitka;
- svaki dinar investiran u sopstveni kapital u proseku učestvovao je u realizaciji 18,68% neto dobitka;
- u proseku 5,71% poslovnih prihoda akumulirano je u formi neto dobitka.

U slučaju 17,63% srednjih preduzeća, kod kojih su pozajmljeni u ukupnim izvorima finansiranja učestvovali u rasponu  $26\% \geq 50\%$ , na nivou kumulativa:

- svaki dinar uloženi u ukupna sredstva u proseku doneo je 19,15% neto gubitka;
- svaki dinar investiran u sopstveni kapital u proseku učestvovao je u realizaciji 24,65% neto gubitka;
- u proseku 38,99% poslovnih prihoda akumulirano je u formi neto gubitka.



Na nivou neto efekta, 34,46% srednjih preduzeća, kod kojih je zabeleženo učešće pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja u rasponu  $26\% \geq 50\%$ , su na svaki dinar uloženi u ukupna sredstva i sopstveni kapital u proseku ostvarila 10,63% i 5,97% neto gubitka respektivno. U proseku, 33,29% poslovnih prihoda ovih preduzeća akumulirano je u formi neto gubitka.

Trećoj grupi pripada 231 srednjih preduzeća kod kojih se učešće pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja kretalo u rasponu  $51\% \geq 76\%$ . U ukupnom broju srednjih preduzeća ova grupa učestvuje sa 23,01%. Od 231 preduzeća njih 189 je ostvarilo pozitivnu, a 42 negativnu stopu neto prinosa na ukupnu poslovnu imovinu, stopu neto prinosa na sopstveni kapital i neto profitnu maržu.

*Tabela 6. Profitabilnost srednjih preduzeća kod kojih pozajmljeni u ukupnim izvorima finansiranja učestvuju u rasponu  $51\% \geq 75\%$ , 2014. godina*

<b>Nivo zaduženosti <math>51\% \geq 75\%</math></b>	<b>Broj preduzeća</b>	<b>Struktura preduzeća u %</b>	<b>ROA</b>	<b>ROE</b>	<b>ROS</b>
Prosek pozitivan kumulativ	189	81,82	4,88	12,87	3,61
Prosek negativan kumulativ	42	18,18	-17,88	-28,50	-61,93
Prosek neto efekat	231	100,00	-12,99	-15,63	-58,32

*Izvor: Kalkulacija autora prema podacima APR*

U slučaju 81,82% srednjih preduzeća, kod kojih su pozajmljeni u ukupnim izvorima finansiranja učestvovali u rasponu  $51\% \geq 75\%$ , na nivou kumulativa:

- svaki dinar uloženi u ukupna sredstva u proseku doneo je 4,88% neto dobitka;
- svaki dinar investiran u sopstveni kapital u proseku učestvovao je u realizaciji 12,87% neto dobitka;
- u proseku 3,61% poslovnih prihoda akumulirano je u formi neto dobitka.

U slučaju 18,18% srednjih preduzeća, kod kojih su pozajmljeni u ukupnim izvorima finansiranja učestvovali u rasponu  $51\% \geq 75\%$ , na nivou kumulativa:

- svaki dinar uloženi u ukupna sredstva u proseku doneo je 17,88% neto gubitka;
- svaki dinar investiran u sopstveni kapital u proseku učestvovao je u realizaciji 28,50% neto gubitka;
- u proseku 61,93% poslovnih prihoda akumulirano je u formi neto gubitka.

Na nivou neto efekta, 23,01% srednjih preduzeća, kod kojih je zabeleženo učešće pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja u rasponu  $51\% \geq 75\%$ , su na svaki dinar uloženi u ukupna sredstva i sopstveni kapital u proseku ostvarila 12,99% i 15,63% neto gubitka respektivno. U proseku, 58,32% poslovnih prihoda ovih preduzeća akumulirano je u formi neto gubitka.

Četvrtoj grupi pripada 255 srednjih preduzeća kod kojih se učešće pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja kretalo u rasponu  $76\% \geq 100\%$ . U ukupnom broju srednjih preduzeća ova grupa učestvuje sa 25,40%. Od 255 preduzeća njih 130 je ostvarilo pozitivnu, a 125 negativnu stopu neto prinosa na ukupnu poslovnu imovinu, stopu neto prinosa na sopstveni kapital i neto profitnu maržu.

*Tabela 7. Profitabilnost srednjih preduzeća kod kojih pozajmljeni u ukupnim izvorima finansiranja učestvuju u rasponu  $76\% \geq 100\%$ , 2014. godina*

<b>Nivo zaduženosti <math>76\% \geq 100\%</math></b>	<b>Broj preduzeća</b>	<b>Struktura preduzeća u %</b>	<b>ROA</b>	<b>ROE</b>	<b>ROS</b>
Prosek pozitivan kumulativ	130	50,98	4,08	23,50	17,12
Prosek negativan kumulativ	125	49,02	-28,37	-47,23	-95,34
Prosek neto efekat	255	100,00	-24,29	-23,73	-78,22

*Izvor: Kalkulacija autora prema podacima APR*

U slučaju 50,98% srednjih preduzeća, kod kojih su pozajmljeni u ukupnim izvorima finansiranja učestvovali u rasponu  $76\% \geq 100\%$ , na nivou kumulativa:

- svaki dinar uloženi u ukupna sredstva u proseku doneo je 4,08% neto dobitka;
- svaki dinar investiran u sopstveni kapital u proseku učestvovao je u realizaciji 23,50% neto dobitka;
- u proseku 17,12% poslovnih prihoda akumulirano je u formi neto dobitka.

U slučaju 49,02% srednjih preduzeća, kod kojih su pozajmljeni u ukupnim izvorima finansiranja učestvovali u rasponu  $76\% \geq 100\%$ , na nivou kumulativa:

- svaki dinar uloženi u ukupna sredstva u proseku doneo je 28,37% neto gubitka;
- svaki dinar investiran u sopstveni kapital u proseku učestvovao je u realizaciji 47,23% neto gubitka;
- u proseku 95,34% poslovnih prihoda akumulirano je u formi neto gubitka.

Na nivou neto efekta, 25,40% srednjih preduzeća, kod kojih je zabeleženo učešće pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja u rasponu  $76\% \geq 100\%$ , su na svaki dinar uloženi u ukupna sredstva i sopstveni kapital u proseku ostvarila 24,29% i 23,73% neto gubitka respektivno. U proseku, 78,22% poslovnih prihoda ovih preduzeća akumulirano je u formi neto gubitka.

Komparativnom analizom dobijenih rezultata, u slučaju srednjih preduzeća kod kojih je primetan različit nivo učešća pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja, utvrđeno je da se rast zaduženosti negativno odražava na nivo profitabilnosti. Istovremeno, dobijeni rezultati ukazuju na činjenicu da i u slučaju preduzeća kod kojih je struktura pasive, s aspekta vlasništva, pomena u korist sopstvenog kapitala, dolazi do pojave negativnih stopa prinosa. U svim posmatranim grupama, koje odlikuje različiti nivo zaduženosti, primetno je značajnije učešće preduzeća sa pozitivnim stopama profitabilnosti. Negativan neto efekat javlja se kao posledica izrazito nerentabilnog poslovanja manjeg broja preduzeća. Sprovedeno istraživanje nameće zaključak da je sigurnost u pogledu profitabilnijeg poslovanja veća ukoliko je struktura pasive s aspekta vlasništva pomena u korist sopstvenih izvora finansiranja ali isto tako pokazuje i da negativne stope profitabilnosti nisu nužno posledica višeg učešća pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja.

### **ANALIZA UTICAJA ZADUŽENOSTI NA ODRŽAVANJE REALNE VREDNOSTI SOPSTVENOG KAPITALA SREDNJIH PREDUZEĆA**

Ocena održavanja realne vrednosti sopstvenog kapitala zasnovana je na upoređivanju vrednosti indeksa neto sopstvenog kapitala i indeksa stope inflacije. U 2014. godini na nivou svih srednjih preduzeća utvrđeno je ne samo održavanje nego i rast realne vrednosti sopstvenog kapitala. Po osnovu efekata revalorizacije i akumuliranog neto dobitka realna vrednost sopstvenog kapitala se povećala za 2,34 (104,04 – 101,70) indeksna poena.

*Tabela 8. Održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala srednjih preduzeća u RS, 2014. godina*

<b>Pozicija</b>	<b>Iznos</b>
Indeks neto sopstvenog kapitala	104,04
Indeks potrošačkih cena	101,70

*Izvor: Kalkulacija autora prema podacima APR*

Povećanje realne vrednosti sopstvenog kapitala pružilo je mogućnost povećanja poslovne aktivnosti preduzeća. Analiza uticaja zaduženosti na održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala na nivou svih srednjih preduzeća dovodi do zaključka da učešće pozajmljeni u ukupnim izvorima finansiranja od 60,95% doprinosi rastu realne vrednosti sopstvenog kapitala i pruža mogućnost finansiranja ne samo proste nego i proširene reprodukcije. Međutim, kao i u slučaju analize profitabilnosti, preciznija ocena uticaja zaduženosti na održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala zahteva grupisanje preduzeća prema stepenu učešća pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja.

*Tabela 9. Održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala srednjih preduzeća kod kojih pozajmljeni u ukupnim izvorima finansiranja učestvuju do 25%, 2014. godina*

<b>Nivo zaduženosti do 25%</b>	<b>Broj preduzeća</b>	<b>Struktura preduzeća u %</b>	<b>Indeks neto sopstvenog kapitala</b>	<b>Indeks potrošačkih cena</b>
Prosek pozitivan kumulativ	172	100,00	126,30	101,7
Prosek negativan kumulativ	0	0,00	0,00	
Prosek neto efekat	172	100,00	126,30	

*Izvor: Kalkulacija autora prema podacima APR*

U slučaju 17,13% preduzeća srednje veličine, kod kojih je zabeležen nivo učešća pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja do 25%, rast realne vrednosti sopstvenog kapitala zabeležen je kod svih preduzeća. Realna vrednost sopstvenog kapitala ovih preduzeća povećana je za 24,6 indeksna poena.

*Tabela 10. Održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala srednjih preduzeća kod kojih pozajmljeni u ukupnim izvorima finansiranja učestvuju rasponu 26% ≥ 50%, 2014. godina*

<b>Nivo zaduženosti 26% ≥ 50%</b>	<b>Broj preduzeća</b>	<b>Struktura preduzeća u %</b>	<b>Indeks neto sopstvenog kapitala</b>	<b>Indeks potrošačkih cena</b>
Prosek pozitivan kumulativ	338	97,69	126,92	101,7
Prosek negativan kumulativ	8	2,31	-94,35	
Prosek neto efekat	346	100,00	32,57	

*Izvor: Kalkulacija autora prema podacima APR*

Od 346 srednjih preduzeća, kod kojih je zabeležen nivo učešća pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja u rasponu 26% ≥ 50%, njih 97,69% povećalo je

realnu vrednost sopstvenog kapitala. Iako je samo kod 2,31% ovih preduzeća zabeležen pad realne vrednosti sopstvenog kapitala on je bio dovoljan za prouzrokovanje negativnog neto efekta. Na nivou neto efekta, 34,46% srednjih preduzeća, kod kojih je učešće pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja u rasponu  $26\% \geq 50\%$ , beleži pad realne vrednosti sopstvenog kapitala za 69,13 indeksnih poena.

Rast realne vrednosti sopstvenog kapitala od 69,57 indeksnih poena zabeležen je kod 96,97% srednjih preduzeća kod kojih se nivo učešća pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja nalazi u rasponu  $51\% \geq 75\%$ . Svega 3,03% ovih preduzeća beleži izrazito negativan indeks neto sopstvenog kapitala što je rezultiralo padom realne vrednosti sopstvenog kapitala i na nivou neto efekta.

Na nivou neto efekta, 23,01% srednjih preduzeća, kod kojih je učešće pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja u rasponu  $51\% \geq 75\%$  beleži pad realne vrednosti sopstvenog kapitala za 88,15 indeksnih poena.

*Tabela 11. Održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala srednjih preduzeća kod kojih pozajmljeni u ukupnim izvorima finansiranja učestvuju rasponu  $51\% \geq 75\%$ , 2014. godina*

<b>Nivo zaduženosti <math>51\% \geq 75\%</math></b>	<b>Broj preduzeća</b>	<b>Struktura preduzeća u %</b>	<b>Indeks neto sopstvenog kapitala</b>	<b>Indeks potrošačkih cena</b>
Prosek pozitivan kumulativ	224	96,97	171,27	
Prosek negativan kumulativ	7	3,03	-157,69	101,7
Prosek neto efekat	231	100,00	13,58	

*Izvor: Kalkulacija autora prema podacima APR*

Rast realne vrednosti sopstvenog kapitala od 93,88 indeksnih poena zabeležen je u slučaju 88,24% srednjih preduzeća kod kojih se nivo zaduženosti nalazio u rasponu  $76\% \geq 100\%$ . Kod 11,76% ovih preduzeća realna vrednost sopstvenog kapitala smanjila se za 308,12 indeksnih poena. Pad realne vrednosti sopstvenog kapitala u slučaju 11,76% preduzeća rezultirala je negativnim neto efektom.

Na nivou neto efekta realna vrednost sopstvenog kapitala u slučaju 25,40% srednjih preduzeća, kod kojih je zabeležen nivo zaduženosti u rasponu  $76\% \geq 100\%$ , smanjena je za 112,54 indeksna poena.

*Tabela 12. Održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala srednjih preduzeća kod kojih pozajmljeni u ukupnim izvorima finansiranja učestvuju rasponu 76% ≥ 100%, 2014. godina*

<b>Nivo zaduženosti 76% ≥ 100%</b>	<b>Broj preduzeća</b>	<b>Struktura preduzeća u %</b>	<b>Indeks neto sopstvenog kapitala</b>	<b>Indeks Potrošačkih cena</b>
Prosek pozitivan kumulativ	225	88,24	195,58	
Prosek negativan kumulativ	30	11,76	-206,42	
Prosek neto efekat	255	100,00	-10,84	101,7

*Izvor: Kalkulacija autora prema podacima APR*

Usled potrebe za održavanjem poslovne aktivnosti, na bar postojećem nivou, sve intenzivniji pad realne vrednosti sopstvenog kapitala uslovio je rast zaduženosti srednjih preduzeća. Viši nivo zaduženosti značio je i intenzivniji pad realne vrednosti sopstvenog kapitala, i obrnuto, intenzivniji pad realne vrednosti sopstvenog kapitala, u cilju kontinuiranog obavljanja poslovne aktivnosti, rezultirao je značajnijim učešćem pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja.

## **ZAKLJUČAK**

U svim posmatranim grupama, koje odlikuje različiti nivo zaduženosti, primetno je značajnije učešće preduzeća sa pozitivnim stopama profitabilnosti. Negativan neto efekat javlja se kao posledica izrazito nerentabilnog poslovanja manjeg broja preduzeća. Rezultati istraživanja pokazuju da je sigurnost u pogledu profitabilnijeg poslovanja veća ukoliko je struktura pasive s aspekta vlasništva pomerena u korist sopstvenih izvora finansiranja ali isto tako navode na zaključak da negativne stope profitabilnosti nisu nužno posledica višeg učešća pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja. Ovo iz razloga što i preduzeća kod kojih je struktura pasive, s aspekta vlasništva, pomerena u korist sopstvenog kapitala, beleže negativne stope prinosa.

Na nivou neto efekta preduzeća, kod kojih je zabeleženo učešće pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja do 25%, su na svaki dinar uloženi u ukupna sredstva i sopstveni kapital u proseku ostvarila 1,59% i 2,27% neto dobitka respektivno. U proseku, 0,75% poslovnih prihoda ovih preduzeća akumulirano je u formi neto dobitka. Preduzeća, kod kojih je zabeleženo učešće pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja u rasponu 26% ≥ 50%, su na svaki dinar uloženi u ukupna sredstva i sopstveni kapital u proseku ostvarila 10,63% i 5,97% neto gubitka

respektivno. U proseku, 33,29% poslovnih prihoda ovih preduzeća akumulirano je u formi neto gubitka. Preduzeća, sa nivoom zaduženosti u rasponu  $51\% \geq 75\%$  i  $76\% \geq 100\%$ , su na svaki dinar uložen u ukupna sredstva ostvarila 12,99% i 24,29% neto gubitka respektivno, a na svaki dinar investiranog sopstvenog kapitala 15,63% i 23,73% neto gubitka respektivno. U proseku, 58,32% poslovnih prihoda preduzeća, kod kojih je zabeležen nivo zaduženosti u rasponu  $51\% \geq 75\%$ , akumulirano je u formi neto gubitka, dok je u slučaju preduzeća, sa nivoom zaduženosti u rasponu  $76\% \geq 100\%$ , u proseku, 78,22% poslovnih prihoda akumulirano u formi negativnog neto finansijskog rezultata.

Usled potrebe za održavanjem nepromenjenog nivoa poslovne aktivnosti intenzivniji pad realne vrednosti sopstvenog kapitala uslovio je rast zaduženosti srednjih preduzeća. Viši nivo zaduženosti značio je i intenzivniji pad realne vrednosti sopstvenog kapitala, i obrnuto, intenzivniji pad realne vrednosti sopstvenog kapitala, u cilju kontinuiranog obavljanja poslovne aktivnosti, rezultirao je značajnijim učešćem pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja.

U slučaju 17,13% preduzeća, kod kojih je nivo učešća pozajmljenih u ukupnim izvorima finansiranja iznosio do 25%, zabeležen je rast realne vrednosti sopstvenog kapitala od 24,6 indeksna poena. Na nivou neto efekta, preduzeća kod kojih je zabeležen nivo zaduženosti u rasponu  $26\% \geq 50\%$ ,  $51\% \geq 75\%$  i  $76\% \geq 100\%$  odlikuje pad realne vrednosti sopstvenog kapitala za 69,13, 88,15 i 112,54 indeksna poena respektivno.

## ZAHVALNICA

Ovaj rad je deo istraživačkih projekata pod šiframa 47009 (Evropske integracije i društveno-ekonomske promene privrede Srbije na putu ka EU) i 179015 (Izazovi i perspektive strukturnih promena u Srbiji: Strateški pravci ekonomskog razvoja i usklađivanje sa zahtevima EU), finansiranih od strane Ministarstva za nauku i tehnološki razvoj Republike Srbije.

## LITERATURA

- [1] Đuričin, S, Stevanović, S, Baranenko, E. (2013) *Analiza i ocean konkurentnosti privrede Srbije*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, str. 1-195.
- [2] Đuričin, S. (2012) *Analiza poslovanja i mogućnosti izlaska preduzeća iz zone gubitka*, Institut ekonomskih nauka, Beograd.

- [3] Đuričin, S., Beraha, I. (2013) *Evaluation of Business Performances of Agricultural Enterprises in the Mixed Farming Sub-sector and their Impact on Economic Growth of the Republic of Serbia*, Agriculture in Serbia and Portugal, Faculty of Economics of the University of Coimbra, str. 122-138.
- [4] Đuričin, S., Beraha, I. (2012) *Promoting availability of financing to SMEs in Serbia on the road to EU integration*, European integration process in Western Balkan countries, Faculty of Economics of the University of Coimbra, str. 493-511.
- [5] Rodić, J, Vukelić, G., i Andrić, M. (2007) Teorija politika i analiza bilansa, Poljoprivredni fakultet Univerziteta u Beogradu.
- [6] Stošić, I, Domazet, I. (2014) Analiza konkurentnosti poslovanja i potencijali rasta privrede Srbije u periodu svetske krize, *TEME*, Niš, br.2, str. 491-506.
- [7] Vuković, V, Domazet, I. (2015) Kreditno tržište Srbije: posustajanje ili kolaps, *Poslovna ekonomija*, god.9 Br. 1/2015, str. 159-176.