

UTICAJ PROMENE PRAVNE FORME NA LIKVIDNOST I ZADUŽENOST PREDUZEĆA U REPUBLICI SRBIJI¹

Nemanja Karapavlović

Univerzitet u Kragujevcu, Ekonomski fakultet, nkarapavlovic@kg.ac.rs,
ORCID: 0000-0002-3421-7828

Vladimir Obradović

Univerzitet u Kragujevcu, Ekonomski fakultet, vobradovic@kg.ac.rs,
ORCID: 0000-0001-6068-0069

Dejan Spasić

Univerzitet u Nišu, Ekonomski fakultet, dejan.spasic@eknfak.ni.ac.rs,
ORCID: 0000-0002-8540-579X

***Apstrakt:** Cilj istraživanja u radu je da se ispita da li su se, u kom smeru i kojim intenzitetom promenili pokazatelji likvidnosti i zaduženosti preduzeća koja su promenila pravnu formu. Istraživanjem su obuhvaćena 73 preduzeća u Republici Srbiji koja su promenila pravnu formu između 2013. i 2022. godine prešavši iz akcionarskog društva u društvo sa ograničenom odgovornošću. Za potrebe istraživanja korišćeni su pojedinačni izveštaji o finansijskom položaju (bilansi stanja) na kraju izveštajne godine u kojoj je sprovedena promena pravne forme i dve naredne izveštajne godine. Analiza pomoću racio brojeva likvidnosti otkrila je statistički značajno povećanje opšteg racija likvidnosti srednjeg intenziteta kada se posmatra čitav dvogodišnji interval počev od kraja godine u kojoj je promenjena pravna forma, kao i statistički značajno povećanje rigoroznog racija likvidnosti malog intenziteta u drugoj godini nakon promene pravne forme. Analiza pomoću racio broja ukupne zaduženosti otkrila je statistički značajno smanjenje zaduženosti u dvogodišnjem intervalu počev od kraja godine u kojoj je promenjena pravna forma, pri čemu je to smanjenje srednjeg intenziteta. Promene racija dugoročne zaduženosti nisu statistički značajne.*

***Ključne reči:** promena pravne forme, likvidnost, zaduženost*

Uvod

Prema Zakonu o privrednim društvima Republike Srbije (član 8), privredno društvo može da ima jednu od sledećih pravnih formi: (a) ortačko društvo, (b)

¹ Ovo istraživanje je finansijski podržano od strane Ministarstva nauke, tehnološkog razvoja i inovacija Republike Srbije (Ugovor br. 451-03-137/2025-03/200099).

komanditno društvo, (c) društvo sa ograničenom odgovornošću i (d) akcionarsko društvo, uključujući evropsko akcionarsko društvo (član 577a). Ortačko društvo i komanditno društvo su javni oblici društva lica, a društvo sa ograničenom odgovornošću i akcionarsko društvo, koje može biti javno i nejavno, javni oblici društva kapitala. Osim u pomenutim pravnim formama, privredna aktivnost u Republici Srbiji može biti organizovana u formi preduzetnika (prema Zakonu o privrednim društvima), javnih preduzeća (prema Zakonu o javnim preduzećima) i zadruga (prema Zakonu o zadrugama). Prilikom osnivanja preduzeća, njegovi osnivači, pored ostalih odluka, donose odluku o njegovoj pravnoj formi. Pravna forma utvrđena prilikom osnivanja nije nepromenljiva kategorija, s obzirom na to da se može (ali ne mora) promeniti tokom života preduzeća pod uticajem jednog ili više faktora. Promena pravne forme ne utiče na going concern princip. To znači da preduzeće suštinski nastavlja da postoji, tj. da nema diskontinuiteta u njegovom poslovanju. Preduzeće može da se transformiše u bilo koju pravnu formu dopuštenu zakonom, pod uslovom da ispunjava uslove za registraciju u novoj pravnoj formi (Škarić-Jovanović & Spasić, 2022, 55). Preduzeće u likvidaciji ili u stečajju ne može da menja pravnu formu, osim ako promena pravne forme nije mera za realizaciju plana reorganizacije u skladu sa Zakonom o stečajju (Zakon o privrednim društvima, član 478; Zakon o stečajju, član 157).

Predmet rada su pokazatelji likvidnosti (opšti i rigorozni ratio likvidnosti) i zaduženosti (ratio ukupne i ratio dugoročne zaduženosti) preduzeća u Srbiji koja su promenila pravnu formu između 2013. i 2022. godine. Cilj rada je da se ispita kretanje pokazatelja likvidnosti i zaduženosti preduzeća nakon sprovođenja ove vrste transformacije. U skladu sa tim ciljem, formulisano je sledeće istraživačko pitanje: Da li su se, u kom smeru i kojim intenzitetom promenili pokazatelji likvidnosti i zaduženosti preduzeća u Srbiji koja su promenila pravnu formu?

Osim uvoda, zaključka i spiska korišćenih referenci, rad se sastoji iz tri dela. U prvom delu razmatraju se teorijske osnove promene pravne forme. U drugom delu opisani su uzorak i metodologija istraživanja, a u trećem delu prikazani su rezultati sprovedenog empirijskog istraživanja.

Promena pravne forme: suština, motivi i računovodstveni tretman

Prilikom osnivanja preduzeća, njegovi osnivači, između ostalog, donose odluku o njegovoj pravnoj formi, pri čemu ne postoje unapred fiksirane pretpostavke koje automatski opredeljuju izbor pravne forme, već se odluka o izboru pravne forme donosi na osnovu više faktora (na primer, odgovornost vlasnika i rizik kojem su oni izloženi, način upravljanja preduzećem, poreski aspekti, troškovi osnivanja i funkcionisanja itd.) (Ranković & Ilić, 1992, 201). Cantino (2009, 3) navodi da se osnivači preduzeća opredeljuju za pravnu formu koja je najpogodnija za obavljanje odabrane poslovne aktivnosti. Pravna forma odabrana prilikom osnivanja nije nepromenljiva kategorija, jer vlasnici preduzeća, usled raznih okolnosti tokom života preduzeća, mogu (ali ne moraju) da donesu odluku o njenoj promeni.

Promena pravne forme u Republici Srbiji regulisana je šestim delom Zakona o privrednim društvima (članovi 478-482). Prema tom zakonu, promena pravne forme ne utiče na pravni subjektivitet entiteta, što znači da on nastavlja da postoji, ali u drugoj pravnoj formi. Drugim rečima, u slučaju promene pravne forme ne vrši se brisanje entiteta stare pravne forme iz registra privrednih subjekata i registracija entiteta nove pravne forme, već se samo registruje promena pravne forme entiteta koji zadržava pravni kontinuitet. Ovakav prelazak istog entiteta u drugu pravnu formu u literaturi se označava kao „čista promena pravne forme“ (Škarić-Jovanović & Spasić, 2022, 56). Pri tome, moguće su sledeće kombinacije prelaska iz jedne u drugu pravnu formu (pod uslovom da su ispunjeni uslovi za registraciju privrednog društva u novoj pravnoj formi): akcionarsko društvo u društvo sa ograničenom odgovornošću, ortačko ili komanditno društvo; društvo sa ograničenom odgovornošću u akcionarsko, ortačko ili komanditno društvo; ortačko ili komanditno društvo u društvo sa ograničenom odgovornošću ili akcionarsko društvo; ortačko u komanditno i komanditno u ortačko društvo. Pored toga, Zakonom o privrednim društvima propisan je prelazak iz akcionarskog društva u evropsko akcionarsko društvo, i obrnuto (članovi 577t-577u), dok je Zakonom o upravljanju privrednim društvima koja su u vlasništvu Republike Srbije (član 42) propisana promena pravne forme javnih preduzeća u društvo sa ograničenom odgovornošću ili akcionarsko društvo.

Međutim, u nekim slučajevima je neophodno da se promena pravne forme realizuje gašenjem (likvidacijom) entiteta stare pravne forme i osnivanjem suštinski (ekonomski) istog entiteta u drugačijoj pravnoj formi. Takve situacije poznate su kao reosnivanje (Ranković, 1996, 87; Škarić-Jovanović & Spasić, 2022, 56), a kao reprezentativni primeri mogu se navesti transformacija preduzetnika u privredno društvo (Zakon o privrednim društvima, član 92) i zadruge u privredno društvo (Zakon o zadrugama, član 5). Promena pravne forme može da se izvrši i u postupku fuzije, tako što se entitet jedne pravne forme (a) pripaja entitetu druge pravne forme ili (b) spaja sa jednim ili više entiteta gradeći entitet druge pravne forme. U navedenim slučajevima, entitet gubi pravni subjektivitet, a njegov pravni sledbenik postaje entitet koji ima drugu pravnu formu. Zato se reosnivanje i fuzija posmatraju kao načini za indirektnu realizaciju promene pravne forme (Škarić-Jovanović & Spasić, 2022, 56-57).

Donošenje odluke o promeni pravne forme pretpostavlja odgovarajuću dokumentacionu osnovu. U tom smislu, menadžment treba da sastavi izveštaj o potrebi sprovođenja promene pravne forme (Zakon o privrednim društvima, član 479), koji, između ostalog, sadrži razloge i analizu očekivanih efekata promene pravne forme, što ukazuje na značaj sagledavanja motiva za sprovođenje promene pravne forme u pripremnoj fazi tog procesa.

Motiv za promenu pravne forme može da bude težnja da se privuče dodatni kapital. Na primer, transformacijom u pravnu formu javnog akcionarskog društva, preduzeće stvara pretpostavku pribavljanja dodatnog kapitala, kako sopstvenog, na organizovanom tržištu kapitala (berzi) putem javne emisije akcija, tako i pozajmljenog, s obzirom na to da je propisani minimalni iznos osnovnog kapitala

akcionarskih društava značajno veći od minimalnog osnovnog kapitala društava sa ograničenom odgovornošću, dok kod društava lica taj iznos nije propisan. S druge strane, želja za istupanjem sa organizovanog tržišta kapitala može da uslovi transformaciju iz javnog akcionarskog društva u nejavno akcionarsko društvo ili privredno društvo druge pravne forme. Pri tome, javno akcionarsko društvo „mora da ispuni uslove za prestanak svojstva javnog društva koji su propisani zakonom kojim se uređuje tržište kapitala“ (Zakon o privrednim društvima, član 478). Generalno, što je finansijsko i uopšte korporativno izveštavanje detaljnije i učestalije i što je izraženija potreba za revizijom finansijskih i drugih izveštaja, veći su i naponi i izveštajni troškovi kojima se preduzeće izlaže. Pošto su izveštajni troškovi generalno viši kod javnih akcionarskih društava nego kod ostalih pravnih formi, težnja za smanjenjem tih troškova može da bude motiv za transformaciju iz javnog akcionarskog društva u neku drugu pravnu formu. Težnja da se smanji rizik kojem su izloženi vlasnici može da dovede do transformacije iz forme preduzetnika ili društva lica u društvo kapitala. Pošto je upravljanje društvom kapitala, naročito akcionarskim društvom, generalno komplikovanije i skuplje nego upravljanje društvom lica ili entitetom u formi preduzetnika, težnja da se pojednostavi proces i smanje troškovi upravljanja može motivisati vlasnike da društvo kapitala pretvore u društvo lica, ili u formu preduzetnika (ako je vlasnik jedno lice).

Razmotreni motivi za promenu pravne forme uglavnom su uslovljeni voljom vlasnika i očekivanim ekonomskim koristima za vlasnike, po osnovu poboljšanja finansijskog položaja, uspeha i/ili novčanih tokova preduzeća. U tim situacijama realizuje se dobrovoljna promena pravne forme. S druge strane, ukoliko vlasnici ne žele da sprovedu promenu pravne forme, ali su primorani pod dejstvom određenih faktora, reč je o iznuđenoj promeni pravne forme. Ukoliko iz komanditnog društva istupe svi komplementari (vlasnici čija odgovornost je solidarna i neograničena), nastaje potreba za transformacijom u društvo kapitala (s obzirom na to da su ostali samo komanditori, kao vlasnici čija je odgovornost ograničena na visinu uloga). Ukoliko, pak, iz komanditnog društva istupe svi komanditori, nastaje potreba da se društvo, u zavisnosti od broja preostalih komplementara, transformiše u ortačko društvo ili u formu preduzetnika. Kada u ortačkom društvu preostane jedan ortak, društvo mora da se transformiše u pravnu formu kod koje vlasnik može da bude samo jedno lice (kao što je preduzetnik, društvo sa ograničenom odgovornošću i akcionarsko društvo).

Računovodstveni tretman promene pravne forme uslovljen je time da li se ona sprovodi bez promene broja vlasnika ili uz promenu (smanjenje) broja vlasnika. Odluku o promeni pravne forme donose vlasnici, pri čemu, u zavisnosti od odredbi Zakona o privrednim društvima, ali i akata samog privrednog društva, ne mora uvek biti neophodno da se svi vlasnici saglase sa promenom pravne forme. To znači da neki vlasnici mogu da budu protiv promene pravne forme ili da se uzdrže od glasanja u vezi sa tom promenom. Takvi vlasnici označavaju se kao nesaglasni vlasnici. Nesaglasni vlasnici društva kapitala imaju pravo da istupe iz društva, pri čemu je društvo, ako odluče da istupe, prema Zakonu o privrednim društvima, u obavezi da otkupi njihovo učešće, tj. da ih obešteti u visini njima

pripadajuće neto imovine preduzeća (koje menja pravnu formu). To čini računovodstveni tretman promene pravne forme složenijim nego kada se broj vlasnika ne menja. Naime, u slučaju promene pravne forme bez promene broja vlasnika, obračun promene pravne forme je relativno jednostavan, jer se tiče samo strukture sopstvenog kapitala i sprovodi preknjižavanjem iznosa na kontima u okviru grupe 30 – Osnovni kapital. S obzirom na to da pozicija osnovnog kapitala u izveštaju o finansijskom položaju (bilansu stanja) izveštajnih entiteta u Srbiji nije raščlanjena, preknjižavanja u okviru grupe 30 ne utiču na taj finansijski izveštaj. Ukoliko se društvo kapitala transformiše u društvo lica, pored pomenutih, vrše se dodatna preknjižavanja u okviru sopstvenog kapitala – akcijski kapital ili udeli društva sa ograničenom odgovornošću, emisiona premija, rezerve formirane iz neto dobitka, zadržani (neraspoređeni) dobitak i akumulirani gubitak objedinjuju se otvaranjem konta 302 – Ulozi, na kome se evidentiraju ukupni ulozi članova ortačkog i komanditnog društva (Škarić-Jovanović & Spasić, 2022, 65). I revalorizacije rezerve priznate po osnovu naknadnog merenja nematerijalnih ulaganja (za koja postoji aktivno tržište), neinvesticionih nekretnina, postrojenja i opreme i višegodišnjih plodonosnih biljaka po modelu revalorizacije u skladu sa IAS 38 i IAS 16 mogu da budu predmet pomenutog objedinjavanja, ali samo ako su postale podobne za prenos u zadržani dobitak (videti detaljnije u: Obradović, 2022, 60).

Ukoliko nesaglasni vlasnici zahtevaju da istupe (uz obeštećenje), pored preknjižavanja koja tangiraju osnovni kapital, neophodno je da se obračuna otkup udela nesaglasnih vlasnika. Iz aspekta društva kapitala koje menja pravnu formu, događaj istupanja nesaglasnih vlasnika ima karakter otkupa sopstvenih akcija ili udela, tako da se računovodstveno tretira primenom postupka koji važi za taj otkup. To ima za posledicu knjiženje na (a) dugovnoj strani konta otkupljenih sopstvenih akcija ili udela i (b) potražnoj strani konta gotovine, ako se naknada isplaćuje odmah, ili obaveza, ako će naknada na ime otkupa biti isplaćena kasnije, što upravo odlikuje otkup akcija ili udela od nesaglasnih vlasnika. Da bi se formirala obaveza prema nesaglasnim vlasnicima i smanjio sopstveni kapital, neophodno je da se utvrdi iznos koji pripada tim vlasnicima na ime otkupa njihovih akcija ili udela. Prema Zakonu o privrednim društvima (član 475), nesaglasni član javnog akcionarskog društva ima pravo na otkup akcija po tržišnoj vrednosti, koja se utvrđuje ako su ispunjeni uslovi precizirani tim zakonom (član 259). Ako ti uslovi nisu ispunjeni, kao i u slučaju nejavnog akcionarskog društva, iznos koji pripada nesaglasnim akcionarima utvrđuje se poređenjem (a) knjigovodstvene vrednosti akcija na dan donošenja odluke o sazivanju sednice skupštine društva na kojoj se odlučuje o promeni pravne forme i (b) procenjene vrednosti akcija na isti dan, pri čemu je, od navedenih vrednosti, merodavna viša (Zakon o privrednim društvima, član 475). Ukoliko društvo sa ograničenom odgovornošću menja pravnu formu i tom prilikom nesaglasni vlasnici zahtevaju da istupe iz društva, obaveza prema njima se utvrđuje poređenjem knjigovodstvene i procenjene vrednosti udela, pri čemu je, kao u prethodnom slučaju, merodavna viša od pomenutih dveju vrednosti, s tim što se društvima navedene pravne forme daje pravo da statutom drugačije

urede način utvrđivanja otkupnog iznosa (Zakon o privrednim društvima, član 477). Prema Zakonu o privrednim društvima (član 475), društvo je dužno da izvrši isplatu nesaglasnom vlasniku u roku od 75 dana od dana sednice skupštine društva na kojoj se odlučuje o promeni pravne forme, iz čega proističe da je obaveza prema nesaglasnom vlasniku tekuća.

Uzorak i metodologija istraživanja

Analiza likvidnosti i zaduženosti u ovom radu sprovedena je na uzorku od 73 preduzeća u Republici Srbiji koja su promenila pravnu formu u periodu između 2013. i 2022. godine prešavši iz akcionarskog društva u društvo sa ograničenom odgovornošću. Uzorak je formiran na osnovu pretrage na internetu uz korišćenje termina „promena pravne forme“, „nacrt odluke o promeni pravne forme“ i „odluka o promeni pravne forme“, pri čemu je realizacija promene pravne forme potvrđena uvidom u napomene uz finansijske izveštaje dostupne na sajtu Agencije za privredne registre (APR) Republike Srbije. Najveći procenat promena pravne forme preduzeća u uzorku realizovan je u 2015. godini (23,29%), a zatim u 2014, 2016. i 2018. (po 14,08%). Struktura uzorka prikazana je u Tabeli 1.

Tabela 1: Struktura uzorka

	Broj	%
<i>Veličina*</i>		
Mikro	14	19,18
Malo	27	36,99
Srednje	24	32,88
Veliko	8	10,96
<i>Delatnost</i>		
Proizvodnja	45	61,64
Trgovina	7	9,59
Usluge	21	28,77
<i>Statistički region</i>		
Grad Beograd	17	23,29
Vojvodina	39	53,42
Šumadija i Zapadna Srbija	12	16,44
Južna i Istočna Srbija	5	6,85

*Klasifikacija je zasnovana na zakonu o računovodstvu važećem u vreme promene pravne forme preduzeća.

Izvor: Proračun autora

U većini posmatranih slučajeva promene pravne forme (87,67%), utvrđeno je da se broj vlasnika nije promenio, a promena broja vlasnika identifikovana je u samo 4,11% slučajeva. U 9,59% slučajeva, na osnovu autorima dostupnih

informacija nije bilo moguće utvrditi da li je promena pravne forme realizovana sa ili bez promene broja vlasnika. Od osnivanja preduzeća do datuma bilansa stanja na kraju izveštajne godine u kojoj je sprovedena promena pravne forme, u proseku je proteklo oko 26 godina, a najčešće približno 22 godine. Minimalna vrednost u datom kontekstu je 4,47 godina, maksimalna približno 76 godina, dok je medijana 23 godine.

Osim napomena uz finansijske izveštaje, za potrebe istraživanja korišćeni su pojedinačni: (1) izveštaji o finansijskom položaju (bilansi stanja) na kraju godine (t) u kojoj je sprovedena promena pravne forme, (2) izveštaji o finansijskom položaju na kraju prve godine (t+1) nakon godine u kojoj je sprovedena promena pravne forme i (3) izveštaji o finansijskom položaju na kraju druge godine (t+2) nakon godine u kojoj je sprovedena promena pravne forme. Izveštajna godina svih preduzeća u uzorku odgovara kalendarskoj godini. Od 219 setova finansijskih izveštaja (73 preduzeća za tri godine), 111 (50,68%) jeste, a 108 (49,32%) nije bilo predmet eksterne revizije. Iako je većina eksterno revidiranih setova finansijskih izveštaja (oko 86%) dobila nemodifikovano mišljenje (pozitivno ili sa skretanjem pažnje), što ukazuje na solidan kvalitet ulaznih podataka, ne može se zanemariti činjenica da približno 50% setova finansijskih izveštaja nije bilo predmet eksterne revizije. U tome se ogleda glavno ograničenje ovog rada.

Analiza likvidnosti u radu izvršena je pomoću opšteg racija likvidnosti, kao odnosa tekućih (obrotnih) sredstava i tekućih (kratkoročnih) obaveza, i rigoroznog racija likvidnosti, kao odnosa tekućih sredstava umanjjenih za zalihe i aktivna vremenska razgraničenja i tekućih obaveza. Takva analiza ne može da pruži neposredne dokaze o likvidnosti preduzeća, već može da pomogne u proceni rizika od nelikvidnosti (Obradović, 2021, 307-308). Analiza zaduženosti sprovedena je na osnovu racija ukupne zaduženosti i racija dugoročne zaduženosti. Racio ukupne zaduženosti predstavlja odnos ukupnog pozajmljenog kapitala, tj. zbira dugoročnih (netekućih) i kratkoročnih (tekućih) obaveza, i ukupnog kapitala (zbira sopstvenog i pozajmljenog kapitala), dok je racio dugoročne zaduženosti odnos dugoročnog pozajmljenog i ukupnog dugoročnog kapitala. Racio brojevi zaduženosti iskazani su u procentima.

U kontekstu poređenja pokazatelja likvidnosti i zaduženosti istih preduzeća na kraju tri godine, korišćen je Fridmanov test. Ovaj neparametarski test odabran je zato što je preliminarna analiza pokazala da empirijski pokazatelji likvidnosti i zaduženosti nemaju normalan raspored. Za određivanje statističke značajnosti korišćen je nivo poverenja (α) od 0,05. U slučajevima gde je Fridmanov test pokazao statistički značajnu razliku, primenjeni su Vilkoksonovi testovi ranga, uz Bonferoni korekciju nivoa poverenja (α). S obzirom na to da su sprovedena dva takva testa, korišćen je revidirani nivo poverenja za utvrđivanje statističke značajnosti od 0,025 ($\alpha / 2$) (Pallant, 2011, 237-238). Pre tumačenja rezultata i izvođenja zaključaka eliminisane su ekstremne vrednosti izračunatih pokazatelja, zbog čega se javlja razlika u veličini uzorka u pojedinim aspektima analize.

Rezultati istraživanja

Kretanje opšteg racija likvidnosti analiziranih preduzeća na kraju sva tri posmatrana perioda prikazano je u Tabeli 2. Prosečna vrednost racija na kraju prve godine nakon godine u kojoj je promenjena pravna forma (t+1) približno je jednaka vrednosti racija na kraju godine u kojoj je ta promena izvršena (t), ali je porasla do kraja druge godine nakon godine promene pravne forme (t+2), kada vrednosti racija u proseku najviše odstupaju od aritmetičke sredine. Najčešća vrednost opšteg racija likvidnosti analiziranih preduzeća prvobitno se povećala, a zatim smanjila, ali je na kraju perioda t+2 veća nego na kraju perioda t. Procenat preduzeća sa raciom ispod broja jedan smanjivao se tokom perioda obuhvaćenog analizom, dok se povećao procenat preduzeća sa raciom između jedan i dva. Procenat preduzeća sa raciom iznad broja dva prvobitno se smanjio, a zatim povećao, pri čemu je na kraju perioda t+2 manji nego na kraju perioda t.

Tabela 2: Kretanje opšteg racija likvidnosti

	t	t+1	t+2
Aritmetička sredina	1,78	1,77	2,18
Modus	0,96	1,38	1,27
Medijana	1,31	1,43	1,50
Maksimalna vrednost	8,16	8,11	14,86
Minimalna vrednost	0,08	0,04	0,04
Standardna devijacija	1,60	1,46	2,40
% preduzeća sa raciom iznad 2	34,38%	31,25%	32,81%
% preduzeća sa raciom između 1 i 2	25,00%	40,63%	42,19%
% preduzeća sa raciom ispod 1	40,63%	28,13%	25,00%

Izvor: Proračun autora

Od kraja perioda t do kraja perioda t+1, opšti racio likvidnosti se povećao kod 53,13% preduzeća, smanjio kod 37,50% preduzeća, a ostao nepromenjen (uz zaokruživanje na jednu decimalu) kod 9,38% preduzeća. Od kraja perioda t+1 do kraja perioda t+2, isti racio se povećao kod 60,94% preduzeća, smanjio kod 32,81%, a ostao nepromenjen kod 6,25% preduzeća. Racio je konstantno rastao kod oko 36%, a konstatno opadao kod oko 14% preduzeća. Kod 15,63% preduzeća, opšti racio likvidnosti najpre je porastao između kraja perioda t i kraja perioda t+1, da bi se zatim smanjio do kraja perioda t+2, dok je obrnuta tendencija uočena kod 18,75% preduzeća.

Rezultati Fridmanovog testa pokazuju da postoji statistički značajna razlika u vrednostima opšteg racija likvidnosti na kraju tri posmatrane godine ($n = 64$; $\chi^2 = 12,201$; $df = 2$; $p = 0,002$), pri čemu kretanje medijana i srednjih vrednosti rangova (1,74, 1,92 i 2,34, respektivno) ukazuje na porast tog racija. Vilkoksonov test ranga kojim se porede periodi t i t+1 nije otkrio statistički značajnu razliku ($Z = -1,038$; p

= 0,299), ali test kojim se porede periodi t i t+2 jeste otkrio takvu razliku ($Z = -2,865$; $p = 0,004$). Opšti racio likvidnosti na kraju perioda t+2 veći je nego na kraju perioda t u slučaju 68,75% preduzeća, dok je obrnuto u slučaju 29,69% preduzeća. Samo kod 1,56% preduzeća njegova vrednost u datom kontekstu je ista. Pokazatelj veličine uticaja (r), kao odnos veličine Z i kvadratnog korena broja opservacija u dva trenutka (Pallant, 2011, 233) iznosi 0,3. To znači da je povećanje opšteg racija likvidnosti od kraja perioda t do kraja perioda t+2 statistički značajno i srednjeg intenziteta.

Analizu pomoću opšteg racija likvidnosti korisno je dopuniti analizom neto obrtnih sredstava, kao pokazatelja buduće (perspektivne) likvidnosti (Ivanišević, 2008, 26). U tom smislu, utvrđeno je povećanje procenta preduzeća sa pozitivnom vrednošću neto obrtnih sredstava (59,38%, 71,88% i 75%, respektivno) i smanjenje procenta preduzeća sa negativnim neto obrtnim sredstvima (40,63%, 28,13% i 25%, respektivno). U približno 58% preduzeća, neto obrtna sredstva su pozitivna na kraju sve tri posmatrane godine, dok su negativna na kraju sve tri posmatrane godine u 23,44% preduzeća.

U Tabeli 3 prikazano je kretanje rigoroznog racija likvidnosti preduzeća u uzorku. Prosečna vrednost tog racija smanjila se od kraja perioda t do kraja perioda t+1, a zatim porasla do kraja perioda t+2, pri čemu je veća nego na kraju perioda t. Najčešća vrednost imala je tendenciju rasta tokom perioda analize. Kao kod opšteg racija likvidnosti, na kraju perioda t+2, vrednosti rigoroznog racija likvidnosti u proseku najviše odstupaju od aritmetičke sredine. Učešće preduzeća sa rigoroznim raciom likvidnosti iznad broja jedan raslo je tokom celog perioda analize i dostiglo polovinu uzorka do kraja perioda t+2, dok se procenat preduzeća sa raciom ispod 0,5 smanjivao. Procenat preduzeća sa rigoroznim raciom likvidnosti između 0,5 i jedan najpre se povećao, a zatim smanjio, pri čemu je na kraju perioda t+2 manji nego na kraju perioda t.

Tabela 3: Kretanje rigoroznog racija likvidnosti

	t	t+1	t+2
Aritmetička sredina	1,11	1,08	1,32
Modus	0,51	0,61	0,73
Medijana	0,77	0,84	0,99
Maksimalna vrednost	5,29	5,65	7,32
Minimalna vrednost	0,01	0,02	0,02
Standardna devijacija	1,12	1,00	1,44
% preduzeća sa raciom iznad 1	37,50%	39,06%	50,00%
% preduzeća sa raciom između 0,5 i 1	26,56%	29,69%	23,44%
% preduzeća sa raciom ispod 0,5	35,94%	31,25%	26,56%

Izvor: Proračun autora

Kada se sagledaju promene rigoroznog racija likvidnosti od kraja perioda t do kraja perioda t+1, povećanje se uočava kod 56,25% preduzeća, smanjenje kod 39,06%, a ista vrednost kod 4,69% preduzeća. Od kraja perioda t+1 do kraja perioda t+2, isti racio se povećao kod 59,38% preduzeća, smanjio kod 31,25% preduzeća i ostao isti kod 9,38% preduzeća. Konstantan porast racija zabeležen je kod 34,38%, a konstantan pad kod 10,94% preduzeća. Kod 18,75% preduzeća racio je porastao od kraja perioda t do kraja perioda t+1, da bi se zatim smanjio do kraja perioda t+2, dok je obrnuta tendencija uočena kod 23,44% preduzeća.

Fridmanov test otkrio je statistički značajnu razliku u vrednostima rigoroznog racija likvidnosti na kraju tri posmatrane godine ($n = 64$; $\chi^2 = 8,508$; $df = 2$; $p = 0,014$). Medijane i srednje vrednosti rangova (1,78, 1,94 i 2,28, respektivno) pokazuju porast rigoroznog racija likvidnosti. Do kraja perioda t+2 ostvarena je približna medijalna pokrivenost tekućih obaveza relativno likvidnim tekućim sredstvima. Rigorozni racio likvidnosti na kraju perioda t+2 veći je nego na kraju perioda t u slučaju 62,50%, dok je obrnuto u slučaju 37,50% preduzeća. Međutim, Vilkoksonov test ranga kojim se porede vrednosti na kraju ta dva perioda nije otkrio statistički značajnu razliku (uz primenu revidiranog nivoa poverenja) ($Z = -2,013$; $p = 0,044$). S druge strane, poređenjem perioda t+1 i t+2 istim testom otkrivena je statistički značajna razlika ($Z = -2,341$; $p = 0,019$). Kod 62,50% preduzeća, rigorozni racio likvidnosti veći je na kraju perioda t+2 nego na kraju perioda t+1, obrnuto je kod 31,25% preduzeća, a kod 6,25% preduzeća racio se nije promenio. Pokazatelj veličine uticaja ($r = 0,2$) govori da je utvrđena razlika malog intenziteta.

Tabela 4: Kretanje racija ukupne zaduženosti

	t	t+1	t+2
Aritmetička sredina (u %)	44,55	41,38	40,00
Modus (u %)	20,40	23,64	14,42
Medijana (u %)	39,45	36,23	35,41
Maksimalna vrednost (u %)	140,18	138,46	111,10
Minimalna vrednost (u %)	2,64	1,25	1,63
Standardna devijacija	31,41	28,96	28,18
% preduzeća sa raciom ispod 50%	59,09%	60,61%	68,18%
% preduzeća sa raciom iznad 50%	40,91%	39,39%	31,82%

Izvor: Proračun autora

Kretanje racija ukupne zaduženosti preduzeća u uzorku prikazano je u Tabeli 4. Prosečna vrednost tog racija je opala, a njegova najčešća vrednost veća je na kraju perioda t+1 u odnosu na kraj perioda t, ali se do kraja perioda t+2 smanjila, postavši niža nego na kraju perioda t. Procenat preduzeća sa raciom ispod 50% je porastao, a procenat preduzeća sa raciom iznad 50% se smanjio u analiziranom intervalu. Vrednosti racija su u proseku najviše odstupale od aritmetičke sredine na

kraju godine u kojoj je promjenjena pravna forma. Maksimalne vrednosti na kraju sva tri perioda ukazuju na to da među analiziranim preduzećima postoje ona koja su prezadužena. Jedno preduzeće bilo je prezaduženo na kraju sva tri posmatrana perioda, pri čemu su vrednosti racija ukupne zaduženosti imale tendenciju pada (117,68%, 113,83% i 111,10%, respektivno). Dva preduzeća su prevazišla stanje prezaduženosti (jedno u periodu t+1, drugo u periodu t+2), čime je potvrđeno, kao i u ranijim istraživanjima (videti, na primer: Obradović & Karapavlović, 2017, 339), da prezaduženost ne mora da podrazumeva krah preduzeća.

Racio ukupne zaduženosti na kraju perioda t+1 veći je nego na kraju perioda t kod 34,33% preduzeća, manji je kod 59,70% preduzeća, dok se kod 5,97% preduzeća nije promenio. Kada se uporede vrednosti tog racija na kraju perioda t+2 i perioda t+1, povećanje je zabeleženo u slučaju 41,79% preduzeća, smanjenje u slučaju 53,73% preduzeća, dok je vrednost ostala ista kod 4,48% preduzeća. Racio ukupne zaduženosti konstantno je rastao kod 15,15% preduzeća i konstantno opadao kod 33,33% preduzeća. Kod 19,70% preduzeća, ovaj racio je veći na kraju perioda t+1 u odnosu na kraj perioda t, ali manji na kraju perioda t+2 u odnosu na kraj perioda t+1, dok je obrnuta tendencija uočena kod 25,76% preduzeća.

Rezultati Fridmanovog testa otkrivaju statistički značajnu razliku između vrednosti racija ukupne zaduženosti na kraju tri posmatrane godine ($n = 66$; $\chi^2 = 8,818$; $df = 2$; $p = 0,012$). Medijane i srednje vrednosti rangova (2,29, 1,92 i 1,79) pokazuju pad učešća pozajmljenog kapitala u finansiranju ukupnih sredstava. Vilkoksonov test ranga kojim se porede vrednosti na kraju perioda t+1 i perioda t otkrio je statistički značajnu razliku malog intenziteta ($Z = -2,287$; $p = 0,022$; $r = 0,2$). Racio ukupne zaduženosti na kraju perioda t+2 manji je nego na kraju perioda t kod 65,15% preduzeća, a veći kod 34,85% preduzeća. Vilkoksonov test ranga koji poredi ta dva perioda, takođe, otkrio je statistički značajnu razliku srednjeg inteziteta ($Z = -3,057$; $p = 0,002$; $r = 0,3$).

Tabela 5: Kretanje racija dugoročne zaduženosti

	t	t+1	t+2
Aritmetička sredina (u %)	14,79	13,60	13,46
Modus (u %)	7,48	6,24	6,89
Medijana (u %)	7,80	4,83	4,83
Maksimalna vrednost (u %)	91,10	80,14	86,62
Minimalna vrednost (u %)	0,00	0,00	0,00
Standardna devijacija	20,25	17,75	19,29
% preduzeća sa raciom jednakim 0	21,54%	23,08%	15,38%
% preduzeća sa raciom između 0 i 10%	38,46%	40,00%	50,77%
% preduzeća sa raciom iznad 10%	40,00%	36,92%	33,85%

Izvor: Proračun autora

U Tabeli 5 prikazano je kretanje racija dugoročne zaduženosti. Njegova prosečna vrednost imala je tendenciju pada tokom analize. Najčešća vrednost racija na kraju perioda t+1 manja je u odnosu na kraj perioda t, ali je na kraju perioda t+2 veća u odnosu na kraj perioda t+1, mada nije dostigla vrednost na kraju perioda t. Minimalne vrednosti racija ukazuju na to da postoje preduzeća čiji se dugoročni kapital u celini sastoji od sopstvenog kapitala, što znači da na kraju posmatranih perioda nisu imala dugoročni pozajmljeni kapital u strukturi izvora sredstava. Procenat preduzeća sa učešćem dugoročnog pozajmljenog kapitala u ukupnom dugoročnom kapitalu između 0 i 10% povećavao se tokom analiziranog intervala, pri čemu na kraju perioda t+2 takva preduzeća čine polovinu uzorka, a procenat preduzeća sa raciom iznad 10% se smanjivao. Kao kod racija ukupne zaduženosti, vrednosti racija dugoročne zaduženosti u proseku su najviše odstupale od aritmetičke sredine na kraju godine u kojoj je promenjena pravna forma.

Poređenje racija dugoročne zaduženosti na kraju perioda t+1 i t, odnosno t+2 i t+1, pokazuje da se racio kod oko polovine preduzeća smanjio (49,23%, odnosno 50,77%, respektivno), kod 29,23%, odnosno 33,85% preduzeća, povećao i ostao nepromenjen kod 21,54%, odnosno 15,38% preduzeća, respektivno. Konstantan pad ovog racija uočava se kod 30,77% preduzeća, a konstantan rast kod 9,23% preduzeća. U slučaju 20% preduzeća, racio je veći na kraju perioda t+1 u odnosu na kraj perioda t, a manji na kraju perioda t+2 u odnosu na kraj perioda t+1, dok je obrnuta tendencija uočena kod 15,38% preduzeća. Za razliku od prethodnih pokazatelja, u slučaju racija dugoročne zaduženosti, Fridmanov test nije otkrio statistički značajnu razliku u njegovim vrednostima na kraju tri posmatrane godine ($n = 65$; $\chi^2 = 3,297$; $df = 2$; $p = 0,192$). Medijana racija dugoročne zaduženosti na kraju perioda t+1 manja je u odnosu na kraj perioda t, dok je na kraju perioda t+2 ista kao na kraju perioda t+1.

Zaključak

U radu je izvršena racio analiza likvidnosti i zaduženosti 73 preduzeća u Republici Srbiji koja su u periodu između 2013. i 2022. godine promenila pravnu formu prešavši iz akcionarskog društva u društvo sa ograničenom odgovornošću. Prema dostupnim saznanjima, ovo je prvo istraživanje u vezi sa uticajem promene pravne forme preduzeća u Srbiji na njihove pokazatelje likvidnosti i zaduženosti. Dobijeni rezultati mogu biti korisni vlasnicima i menadžerima koji razmatraju promenu pravne forme svojih preduzeća, finansijskim analitičarima i teoretičarima i praktičarima u oblasti računovodstva i poslovnih finansija.

Analiza pomoću racio brojeva likvidnosti pokazala je statistički značajno povećanje i opšteg i rigoroznog racija likvidnosti. Statistički značajno povećanje opšteg racija likvidnosti, i to srednjeg intenziteta, identifikovano je poređenjem vrednosti na kraju druge godine nakon promene pravne forme sa vrednostima na kraju godine u kojoj je promenjena pravna forma. Statistički značajno povećanje rigoroznog racija likvidnosti, i to malog intenziteta, utvrđeno poređenjem vrednosti na kraju druge godine nakon promene pravne forme i vrednosti na kraju prve

godine nakon promene pravne forme. Prethodno sugeriše da promena pravne forme poboljšava položaj pokazatelja likvidnosti preduzeća, pri čemu je uticaj snažniji i brži kod opšteg racija likvidnosti. Istraživanjem je identifikovano statistički značajno smanjenje racija ukupne zaduženosti srednjeg intenziteta u dvogodišnjem periodu po isteku godine promene pravne forme. To znači da se sigurnost poverilaca povećala nakon promene pravne forme, ali i da se povećao prostor za povećanje rentabilnosti preduzeća po osnovu privlačenja pozajmljenog kapitala. Ipak, varijacije racija dugoročne zaduženosti nakon promene pravne forme nisu statistički značajne, što znači da nije dokazano da postoji uticaj promene pravne forme na politike preduzeća u vezi sa strukturom dugoročnih izvora finansiranja.

Na osnovu dobijenih rezultata ne treba zaključiti da preduzeća sa pravnom formom društva sa ograničenom odgovornošću imaju povoljnije pokazatelje likvidnosti i zaduženosti nego preduzeća sa pravnom formom akcionarskog društva, jer uzroci vrednosti tih pokazatelja kada su preduzeća iz uzorka bila organizovana u pravnoj formi akcionarskog društva nisu analizirani. Pored toga, promena pravne forme nije uvek izolovani događaj, već može da bude deo šireg transformacionog procesa u preduzeću. Na primer, promena pravne forme može da bude deo ili nastavak svojinske transformacije, i te kako karakteristične za zemlje u tranziciji, poput Srbije. Shodno tome, efekti promene pravne forme mogu da budu kombinovani sa efektima drugih transformacionih mera, što je još jedan od razloga za oprez prilikom tumačenja rezultata istraživanja.

Pored ranije navedene činjenice da nemali broj setova finansijskih izveštaja nije podvrgnut eksternoj reviziji, postoje još neka ograničenja istraživanja. Istraživanjem je obuhvaćena samo jedna kombinacija promene pravne forme na uzroku preduzeća iz jedne zemlje. Buduća istraživanja treba da obuhvate i druge kombinacije promene pravne forme (na primer, prelazak iz društva sa ograničenom odgovornošću u akcionarsko društvo), kao i više zemalja. Promena pravne forme nekih preduzeća uticala je na sastav seta godišnjih finansijskih izveštaja. Umesto šireg seta, neka preduzeća nakon promene pravne forme prezentuju skraćeni set koji ne sadrži izveštaj o novčanim tokovima. To je onemogućilo izračunavanje pokazatelja koji su korisni u kontekstu racio analize likvidnosti i čiji elementi su pozicije tog izveštaja (na primer, odnos neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti i prosečnih tekućih obaveza) (Krstić & Bonić, 2017, 98, prema Obradović, 2021, 315). S obzirom na to da racio brojevi zaduženosti ne pružaju kompletnu sliku u vezi sa finansijskim rizikom preduzeća (Fraser & Ormiston, 2013, 227), ali i radi sticanja potpunijeg utiska o zaduženosti preduzeća, buduća istraživanja treba da uključe racio brojeve pokrića kamate i ukupnog duga.

Reference

- Cantino, V. (2009). *Korporativno upravljanje, merenje performansi i normativna usaglašenost sistema interne kontrole* (prevod italijanskog izdanja). Beograd: Data status.
- Fraser, L.M., & Ormiston, A. (2013). *Understanding Financial Statements*. Harlow: Pearson Education Limited.
- Ivanišević, M. (2008). *Poslovne finansije*. Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu.
- Obradović, V., i Karapalović, N. (2017). Analiza finansijskog položaja i rentabilnosti privrednih subjekata iz Šumadije i Pomoravlja, u: Veselinović, P., Makojević, N., Slavković, M. (ur.), *Uticaj globalizacije na poslovno upravljanje i ekonomski razvoj Šumadije i Pomoravlja*, Kragujevac: Ekonomski fakultet Univerziteta u Kragujevcu, 331-346.
- Obradović, V. (2021). *Finansijsko izveštavanje*. Kragujevac: Ekonomski fakultet Univerziteta u Kragujevcu.
- Obradović, V. (2022), Uticaj revalorizacije stalnih sredstava na periodični rezultat kompanija u Republici Srbiji, u: Obradović, V., Malinić, D., Todorović, M., Karapavlović, N. (ur.), *Računovodstvena znanja kao činilac ekonomskog i društvenog napretka*, Kragujevac: Ekonomski fakultet Univerziteta u Kragujevcu, 56-67.
- Pallant, J. (2011). *SPSS, Priručnik za preživljavanje* (Prevod 4. izdanja). Beograd: Mikro knjiga.
- Ranković, J., i Ilić, G. (1992). Izbor pravne forme preduzeća i finansijsko strukturiranje. *Ekonomika preduzeća*, 40(5-6), 199-216.
- Ranković, J. (1996). *Specijalni bilansi*. Beograd: Proinkom.
- Škarić-Jovanović, K., i Spasić, D. (2022). *Specijalni bilansi*. Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu.
- Zakon o stečaju, *Službeni glasnik Republike Srbije*, br. 104/2009, 99/2011 - dr. zakon, 71/2012 - odluka US, 83/2014, 113/2017, 44/2018 i 95/2018.
- Zakon o privrednim društvima, *Službeni glasnik Republike Srbije*, br. 36/2011, 99/2011, 83/2014 - dr. zakon, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019, 109/2021 i 19/2025.
- Zakon o zadrugama, *Službeni glasnik Republike Srbije*, br. 112/2015.
- Zakon o javnim preduzećima, *Službeni glasnik Republike Srbije*, br. 15/2016 i 88/2019.
- Zakon o upravljanju privrednim društvima koja su u vlasništvu Republike Srbije, *Službeni glasnik Republike Srbije*, br. 76/2023.

THE IMPACT OF LEGAL FORM CHANGE ON LIQUIDITY AND LEVERAGE OF ENTERPRISES IN THE REPUBLIC OF SERBIA

Abstract: *The research in this paper aims to examine whether and in what direction and extent the indicators of liquidity and leverage of enterprises changed after the legal form change. The research includes 73 enterprises in the Republic of Serbia that changed their legal form between 2013 and 2022, transforming from a joint-stock company to a limited liability company. In the context of the research, the individual statements of financial position (balance sheets) at the end of the reporting year in which the change of legal form was implemented and two subsequent reporting years were used. The analysis based on liquidity ratios reveals a statistically significant increase in current ratio of medium intensity when observing the entire two-year interval starting from the end of the year in which the legal form was changed, as well as a statistically significant increase in the quick ratio of low intensity in the second year after the change of legal form. The analysis based on debt ratio reveals a statistically significant decrease in leverage in the two-year interval starting from the end of the year in which the legal form was changed, wherein the decrease is of medium intensity. Changes in the long-term debt ratio are not statistically significant.*

Keywords: *legal form change, liquidity, leverage*