

KONCEPT INTEGRISANE ANALIZE FINANSIJSKOG ZDRAVLJA GLOBALNIH KORPORACIJA

Čavlin Miroslav¹

Jovanović Zoran²

Đurović Milan³

Sažetak: Istraživanje se bavi analizom finansijskog zdravlja multinacionalnih kompanija u kontekstu složenosti globalnog poslovnog okruženja. U radu je razvijen integrisani analitički model koji objedinjuje šest dimenzija evaluacije: konkurentsku poziciju, benchmarking, odstupanja u odnosu na plan, vremensku dinamiku, strukturnu efikasnost i kauzalne međuzavisnosti pokazatelja. Metodološki okvir uključio je kvalitativnu i kvantitativnu analizu konsolidovanih finansijskih izveštaja, uporedne analize i evaluaciju trendova. Rezultati su pokazali da tradicionalni unidimenzionalni pristupi ne pružaju dovoljno pouzdan uvid u stvarno finansijsko stanje multinacionalnih kompanija, dok integrisani model omogućava dublje razumevanje međusobno povezanih finansijskih i operativnih pokazatelja. Naučna vrednost rada ogleda se u teorijskoj nadgradnji finansijske analize kroz sistemski pristup, dok praktična vrednost leži u unapređenju procesa menadžerskog odlučivanja, upravljanja rizicima i alokacije kapitala u globalnim korporacijama.

Ključne reči: multinacionalne kompanije, finansijska analiza, konsolidovani izveštaji.

¹ Univerzitet Privredna akademija, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment, Cvečarska br. 2, Novi Sad, cmiros@gmail.com, <https://orcid.org/0000-0001-7465-7441>

² Visoka škola akademskih studija "Dositej", Beograd, zoran.jovanovic@vsdositej.edu.rs, <https://orcid.org/0000-0002-8659-1547>

³ Univerzitet Privredna akademija, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment, Cvečarska br. 2, Novi Sad, djurovic.milan@fimek.edu.rs

1. UVOD

Uprkos sve većoj standardizaciji finansijskog izveštavanja na globalnom nivou, finansijska analiza multinacionalnih kompanija (u daljem tekstu: MNK) i dalje ostaje područje značajnih izazova i teorijsko-praktičnih neslaganja. Tradicionalni pokazatelji uspešnosti, razvijeni u kontekstu jedinstvenih tržišta i regulatornih sistema, često se pokazuju neadekvatnim kada se primene na MNK koje funkcionišu u više jurisdikcija, valutnih režima i poreskih okruženja (Mullins, 2007; Hill, 2008). U tom smislu, pitanje validnosti i pouzdanosti konsolidovanih izveštaja kao izvora za procenu finansijskog zdravlja MNK postaje sve aktuelnije. Značajan deo literature fokusirao se na računovodstvene i tehničke aspekte konsolidacije, dok je relativno zanemareno pitanje kako se finansijski pokazatelji tumače u svetlu strateške i operative raznolikosti unutar jedne korporacije. Posebnu nedoumicu izaziva razumevanje uzročno-posledičnih odnosa između segmenata poslovanja i ukupne korporativne performanse, pri čemu konvencionalni alati analize često previđaju međuzavisnosti koje oblikuju konačne rezultate (Kaplan & Norton, 2008; Malešević & Čavlin, 2020). Iako je benchmarking prepoznat kao koristan instrument upoređivanja performansi, njegova primena na heterogene entitete poput MNK retko donosi konzistentne uvide bez dublje strukturalne i vremenske kontekstualizacije. Polazeći od ovih ograničenja, cilj istraživanja bio je da se razvije integrisani model analize finansijskog zdravlja MNK koji obuhvata šest međusobno povezanih dimenzija – od analize konkurentske pozicije i odstupanja u odnosu na plan, do evaluacije trendova i kauzalnih odnosa među ključnim indikatorima. Polazna hipoteza istraživanja glasila je: *primena integrisanog, višedimenzionalnog modela finansijske analize, koji uključuje segmentne, vremenske, strukturne i kauzalne aspekte, omogućava validniju i dublju evaluaciju finansijskog zdravlja MNK u odnosu na tradicionalne unidimenzionalne pristupe*. Doprinos ovog istraživanja ogleda se u razvoju teorijski utemeljenog, ali istovremeno praktično primenljivog analitičkog okvira koji omogućava sveobuhvatno sagledavanje finansijskih performansi MNK kroz povezivanje finansijskih pokazatelja sa kontekstualnim i strateškim determinantama.

2. KONSOLIDACIJA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA KAO OSNOVA FINANSIJSKE ANALIZE MNK

Konsolidacija finansijskih izveštaja predstavlja ključni proces u prikazu ukupnih performansi poslovne grupe kao jedinstvene ekonomske celine.

U kontekstu MNK konsolidacija dobija na kompleksnosti usled različitih geografskih pozicija, regulatornih okvira, valutnih sistema i računovodstvenih standarda. Bez obzira na ove izazove, pravilno sprovedena konsolidacija predstavlja temelj za validnu i celovitu analizu finansijskog zdravlja MNK, omogućavajući korisnicima da sagledaju performanse grupe kao integrisanu celinu (Alexander & Nobes, 2007).

Metod konsolidacije zavisi od stepena kontrole koju matično društvo ima nad ostalim entitetima unutar grupe. Tri dominantna pristupa konsolidaciji obuhvataju:

- **potpuna konsolidacija** primenjuje se kada matično preduzeće ima direktnu ili indirektnu kontrolu nad više od 50% glasačkih prava u zavisnom društvu. U tom slučaju, sva sredstva, obaveze, prihodi i rashodi zavisnog društva uključuju se u konsolidovane finansijske izveštaje. Nekontrolisani (manjinski) udeli se posebno prikazuju u bilansu stanja i računu dobiti i gubitka. Ova metoda je standardna i pruža najširu sliku finansijskog stanja i uspešnosti cele grupe,
- **proporcionalna konsolidacija** koristi se kod zajedničkih ulaganja (engl. joint ventures), u kojima matično društvo ima zajedničku kontrolu sa drugim partnerima. U ovom modelu, konsolidovani izveštaji uključuju proporcionalni deo sredstava, obaveza, prihoda i rashoda, u skladu sa vlasničkim udelom. Iako se ređe koristi nakon promena u međunarodnim standardima, ova metoda i dalje ima primenu u specifičnim slučajevima,
- **metoda kapitala (engl. equity metoda)** koristi se kod pridruženih društava, u kojima matično društvo ima značajan uticaj, što se obično definiše kroz vlasništvo između 20% i 50%. Investicija se u bilansu stanja prikazuje kao ulaganje, dok se u računu dobiti i gubitka prikazuje deo rezultata pridruženog društva koji odgovara udelu u vlasništvu.

Primena ovih metoda omogućava diferencirano prikazivanje međukompanijskih odnosa u skladu sa nivoom kontrole i uticaja, obezbeđujući time relevantnost i verodostojnost finansijskih informacija (IFRS Foundation, 2022).

Konsolidacija finansijskih izveštaja mora biti sprovedena u skladu sa određenim računovodstvenim načelima kako bi obezbedila pouzdane, uporedive i korisne informacije za analizu i donošenje odluka. Ključna načela konsolidacije uključuju:

- **uniformnost računovodstvenih politika**, svi entiteti unutar grupe moraju primenjivati iste računovodstvene politike. U slučaju razlika, izveštaji se moraju prilagoditi pre konsolidacije,
- **vremensku usklađenost**, konsolidacija se vrši na osnovu finansijskih izveštaja koji se odnose na isti referentni period. Ako neki član grupe koristi različitu obračunsku godinu, mora se izvršiti korekcija kako bi se uskladili izveštajni periodi,
- **eliminaciju međukompanijskih odnosa**, sve međugrupne transakcije (npr. prodaje, zajmovi, dividende, interne kamate, potraživanja i obaveze) moraju biti eliminisane kako bi se sprečilo dvostruko prikazivanje i izbeglo veštačko uvećavanje rezultata.

Ova načela osiguravaju verodostojnost i doslednost finansijskih izveštaja, što je od suštinskog značaja za analizu performansi multinacionalnih korporacija u konsolidovanom okviru.

Regulatorni okvir konsolidacije zasniva se pre svega na Međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja (MSFI), posebno na sledećim dokumentima:

- **IFRS 10 – Konsolidovani finansijski izveštaji**, standard definiše pojam kontrole i precizira uslove pod kojima entitet ima obavezu konsolidacije. Ujedno tretira prepoznavanje i merenje sredstava, obaveza, prihoda i rashoda u okviru konsolidovanih izveštaja.
- **IAS 27 – Posebni finansijski izveštaji**, odnosi se na situacije kada entiteti odluče da ne konsoliduju, već prikazuju izveštaje za sopstvene potrebe, čime se omogućava komparacija različitih entitetskih modela.
- **IFRS 3 – Poslovne kombinacije**, reguliše akvizicije, uključujući identifikaciju stečenih sredstava, preuzetih obaveza i obračun goodwill-a u okviru konsolidovanih izveštaja.

Primena standarda doprinosi međunarodnoj harmonizaciji finansijskog izveštavanja i povećava uporedivost finansijskih izveštaja među različitim kompanijama i tržištima, čime se omogućava bolja informisanost investitora i ostalih zainteresovanih strana (IFRS Foundation, 2022).

3. TEORIJSKA OSNOVA FINANSIJSKE ANALIZE MULTINACIONALNIH KOMPANIJA

Finansijska analiza predstavlja ključni alat u proceni performansi i finansijskog zdravlja privrednih subjekata, ali kada je reč o MNK analitički okvir mora biti značajno proširen i prilagođen složenosti njihovog

poslovnog modela. Za razliku od lokalnih preduzeća koja posluju u homogenom regulatornom i tržišnom okruženju, MNK funkcionišu u kontekstu brojnih jurisdikcija, valuta, poreskih sistema i računovodstvenih normi, što nameće potrebu za višeslojnim pristupom analizi (Hill, 2008; Ghosh, 2001). MNK karakterišu diversifikovana tržišta, kompleksna organizaciona struktura i decentralizovani operativni modeli. Takva struktura vodi ka pojavama transfernih cena, internog finansiranja, hedžnga valutnih rizika i različitih lokalnih računovodstvenih tretmana. Zbog toga je za analizu finansijskih izveštaja MNK neophodno razmatranje:

- **valutnih efekata** jer konverzija finansijskih podataka iz različitih valuta može značajno uticati na iskazane performanse;
- **razlika u poreskim tretmanima** jer se efektivne poreske stope razlikuju po zemljama i imaju direktan uticaj na neto rentabilnost;
- **pravnih i regulatornih ograničenja** koja uključuju kontrolu kapitala, zabrane repatrijacije dobiti i lokalne finansijske izveštajne zahteve.

Svi ovi razlozi utiču na validnost tradicionalnih pokazatelja, kao što su ROA, ROE, neto profitna marža i zaduženost, i zahtevaju kontekstualizaciju analize u svetlu međunarodnog poslovanja (Eiteman, Stonehill, & Moffett, 2016). Finansijska analiza MNK kombinuje standardne kvantitativne alate sa dodatnim metodama specifičnim za globalno poslovanje. Najčešće korišćeni pokazatelji standardne – “šablonske” analize uključuju (Malešević & Čavlin, 2020):

- **profitabilnost** (neto dobit, EBITDA, operativna margina),
- **rentabilnost** (ROE, ROIC, indikatori vrednosti za akcionare),
- **efikasnost finansijskog poslovanja** (obrt sredstava, operativna efikasnost, novčani tok),
- **likvidnost i solventnost** (efektivna i perspektivna likvidnost, koeficijent zaduženosti).

Pored toga, posebna pažnja se fokusira na segmente poslovanja koji generišu ili troše novčana sredstva u različitim regijama i valutama. Primena finansijske analize na konsolidovane izveštaje MNK suočava se sa nizom izazova:

- **ograničena transparentnost segmentnih izveštaja**, koji često ne daju dovoljno detalja o performansama pojedinačnih delova poslovanja;

- **uticaj internih transfernih cena**, koje mogu iskriviti realne pokazatelje rentabilnosti;
- **razlike u računovodstvenim standardima**, koje mogu otežati uporedivost;
- **kumulativni uticaj valutnih kurseva** koji može iskriviti realne trendove poslovanja.

Stoga, analiza MNK mora prevazići čisto mehaničku interpretaciju brojki i integrisati širi strateški, regulatorni i tržišni kontekst kako bi se izvukli validni zaključci.

4. INTEGRISANI MODEL ANALIZE FINANSIJSKOG ZDRAVLJA MNK

U savremenom globalizovanom okruženju MNK predstavljaju složene, višeslojne entitete čije finansijsko zdravlje zavisi od širokog spektra faktora – od operativne efikasnosti i strukture kapitala, do eksternih šokova i regionalnih specifičnosti (Eiteman, Stonehill & Moffett, 2016). Tradicionalni alati finansijske analize, iako korisni, sve više se pokazuju nedovoljnim za celovitu procenu uspešnosti MNK, jer zanemaruju međuzavisnosti među različitim aspektima poslovanja i finansijskim ishodima u globalnom kontekstu (Damodaran, 2012). Zbog toga se javlja potreba za integrisanim analitičkim modelom, koji ne tretira finansijske pokazatelje izolovano, već ih sagledava kao deo međusobno povezanog sistema. Takav model treba da omogući ne samo ocenu trenutnog stanja, već i dijagnostiku uzroka, komparaciju sa eksternim standardima i predikciju budućih tokova (Altman, 2000; Kaplan & Norton, 2008).

Doprinos ovog istraživanja je što razvija upravo takav pristup kroz polazeći od poznatih postavki sistema za analizu poslovanja (Malešević & Čavlin, 2020) koji uključuje sledećih šest ključnih dimenzija za analizu finansijskog zdravlja MNK:

1. **Analiza konkurentske pozicije** – kako se finansijski rezultati kompanije pozicioniraju u odnosu na konkurenciju na globalnom tržištu (Porter, 1985; Hill, 2008).
2. **Benchmarking** – poređenje internih i eksternih finansijskih performansi kako bi se identifikovale razlike i najbolje prakse (Camp, 2024; Young & O'Byrne, 2001).
3. **Analiza u odnosu na plan** – evaluacija usklađenosti između projektovanih i ostvarenih finansijskih rezultata (Anthony, 1965).
4. **Vremenska analiza i analiza trendova** – dinamičko praćenje i interpretacija finansijskih pokazatelja kroz vreme (Makridakis et

al., 2018; Hamilton, 2020).

5. **Strukturna analiza i analiza efikasnosti** – ispitivanje načina na koji se kapital i imovina koriste za generisanje vrednosti (Drury, 2013; Damodaran, 2012).
6. **Analiza kauzalnih međuzavisnosti** – razumevanje dubljih uzroka finansijskih uspeha ili slabosti kroz međupovezane indikatore (Pearl, 2009; Forrester, 1961).

Navedene dimenzije, razrađene kroz teorijske osnove i operacionalizovane kroz relevantne KPI pokazatelje, čine sistemsku osnovu za evaluaciju finansijskog zdravlja MNK. Cilj modela nije da zameni klasične metode, već da ih nadogradi – pružajući višeslojni analitički okvir koji je usklađen sa složenošću savremenog globalnog poslovanja.

4.1.1 Analiza konkurentske pozicije - finansijska dimenzija

U okviru finansijske analize MNK, analiza konkurentske pozicije predstavlja ključnu dimenziju jer omogućava ocenu finansijskih rezultata u odnosu na konkurente na globalnom i regionalnom nivou. Za razliku od strateškog pozicioniranja, ovde je fokus isključivo na standardizovanim finansijskim pokazateljima koji omogućavaju uporedivost uprkos regulatornim i tržišnim razlikama među kompanijama. Ova analiza koristi metode komparativne procene pokazatelja, pozicioniranja u finansijskim matricama, kao i evaluaciju u odnosu na industrijske indekse i kvartilne vrednosti, a sistematizovanih u Tabeli br.1 Cilj je identifikovati finansijsku snagu ili slabost kompanije u poređenju sa relevantnim konkurencijom, kao i da se segmentno prepoznaju delovi poslovanja sa nadprosečnim ili ispodprosečnim performansama. Pored utvrđivanja relativnog položaja, analiza omogućava uvid u faktore koji doprinose razlikama u performansama – poput efikasnosti kapitala, troškovne strukture ili poreske politike. Na osnovu nalaza, menadžment dobija osnovu za informisano donošenje odluka o alokaciji resursa, ulasku na nova tržišta ili optimizaciji finansijske strukture radi dugoročne održivosti.

Tabela br. 1: Ključni indikatori konkurentske pozicije MNK – finansijska dimenzija

Indikator	Opis
Rentabilnost investiranog kapitala – “ROIC”	Ključni pokazatelj efikasnosti u korišćenju kapitala
Rentabilnost kapitala – “ROE”	Povrat za akcionare u odnosu na konkurenciju
Profitabilnost – “EBITDA” marža	Finansijska snaga operacija u poređenju sa industrijskim prosekom
Zaduženost – “Dug/Kapital, Neto dug / EBITDA”	Stepen finansijskog rizika u odnosu na konkurente
Solvetnost – “EBITDA/ Kamata”	Održivost servisiranja duga u poređenju sa sektorom
Likvidnost – “Current Ratio, Quick Ratio”	Operativna otpornost u kontekstu tržišnih uslova

Izvor: Autor

Finansijska analiza konkurentske pozicije ne završava se na identifikaciji relativnih vrednosti pokazatelja. Ključni deo interpretacije jeste razumevanje uzroka razlika – da li je kompanija ostvarila bolji ROIC zbog superiorne kontrole troškova, efikasnijeg korišćenja kapitala ili niskog poreza? Ili je dobar ROE posledica visoke zaduženosti koja može ugroziti stabilnost?

U slučaju MNK, segmentna analiza konkurentske pozicije često otkriva suprotne obrasce – na primer kompanija može biti vodeća u Aziji, ali ispod proseka u Evropi. Data dimenzija omogućava identifikaciju „finansijskih centara snage i slabosti“, što je ključno za ciljanje investicija, restrukturiranje i racionalizaciju resursa.

4.1.2 Benchmarking - finansijska dimenzija

Benchmarking u okviru finansijske analize MNK predstavlja strukturirani pristup upoređivanju ostvarenih performansi sa internim i eksternim referentnim vrednostima. Dimenzija omogućava identifikaciju odstupanja između rezultata pojedinačnih poslovnih jedinica i najboljih internih praksi (interni benchmarking), kao i u odnosu na konkurente ili industrijske standarde (eksterni benchmarking). Zbog geografske i regulatorne razuđenosti MNK, benchmarking je posebno koristan u prepoznavanju segmenata sa nadprosečnim ili ispodprosečnim

rezultatima. Korišćenjem GAP analize, kvartilnih pozicija, i komparacije ključnih pokazatelja kao što su ROIC, marže, likvidnost i troškovi kapitala, mogu se identifikovati značajna odstupanja od optimalnih finansijskih vrednosti, a sistematizovanih u Tabeli br.2. Cilj ove analize je dvostruk: s jedne strane omogućava dijagnostiku finansijske snage i slabosti unutar korporativne strukture, a s druge strane pruža osnovu za prenos najboljih praksi i unifikaciju upravljačkih standarda. Kroz ovaj proces benchmarking postaje ne samo evaluacioni alat, već i sredstvo za postavljanje realnih ciljeva i unapređenje globalnog finansijskog upravljanja.

Tabela br. 2: Ključni indikatori benchmarking-a MNK – finansijska dimenzija

Indikator	Opis
Rentabilnost investiranog kapitala – “ROIC”	Upoređenje po segmentima i sa konkurencijom
Profitabilnost – “EBITDA margin”	Efikasnost operativnog poslovanja
Profitabilnost – “Net Profit Margin”	Čista profitabilnost u odnosu na slične firme u industriji
Ekonomičnost – “Cost-to-Income Ratio”	Efikasnost upravljanja troškovima
Zaduženost – “Net Debt/EBITDA”	Zaduženost u odnosu na operativnu snagu kompanije
Kapitalna efikasnost – “Capex/Revenue”	Efikasnost kapitalnih ulaganja
Pozicioniranje MNK po finansijskim indikatorima uspešnosti	Položaj MNK po KPI indikatorima u industrijskim kvartilima (Q1–Q4)

Izvor: Autor

Benchmarking u finansijskom kontekstu omogućava ne samo identifikaciju razlika, već i razumevanje njihovih uzroka. Ako je EBITDA marža znatno ispod industrijskog proseka, postavlja se pitanje da li je to rezultat neefikasnosti u troškovima, slabog kapaciteta za cenovno pozicioniranje, ili pak posledica visoke strukturne zaduženosti. Interni benchmarking dodatno otkriva gde MNK „gubi novac u sopstvenom dvorištu“. Npr. dok jedinica u Aziji beleži ROIC od 14%, ona u Južnoj Americi beleži svega 5%, što ukazuje na potrebu za finansijskom restrukturacijom, rebalansom kapitala ili promenom lokalne politike ulaganja. Korišćenje benchmarking-a u finansijskoj analizi MNK podiže kvalitet odlučivanja na viši nivo — transformišući subjektivne procene u objektivne, empirijski potkrepljene nalaze.

4.1.3 Analiza u odnosu na plan - finansijska dimenzija

Analiza ostvarenih rezultata u odnosu na planirane vrednosti predstavlja ključni instrument za kontrolu realizacije finansijske strategije u okviru MNK. S obzirom na složenost i volatilnost međunarodnog okruženja, redovno praćenje odstupanja između budžetiranih i stvarnih rezultata – poput prihoda, EBITDA, tokova gotovine ili ROIC – od suštinskog je značaja za očuvanje finansijske stabilnosti i upravljanje rizicima. Ova dimenzija analize koristi tehnike kao što su varijanse analiza, KPI evaluacija, identifikacija uzroka odstupanja (internih i eksternih), kao i korelacija budžetske preciznosti sa pokazateljima finansijske otpornosti, a sistematizovanih u Tabeli br.3. Cilj nije samo merenje odstupanja, već i razumevanje njihovih uzroka i implikacija na strateško i operativno upravljanje. Pored identifikacije slabosti u planiranju i izvršenju, analiza omogućava vrednovanje doprinosa pojedinih jedinica i funkcija u odnosu na projektovane ciljeve. Time se obezbeđuje osnov za diferencijaciju odgovornosti, poboljšanje budžetskog procesa i razvoj fleksibilnijih modela finansijskog upravljanja koji odgovaraju dinamičnosti globalnog tržišta. Data analiza stoga prevazilazi retrospektivni karakter i postaje alat za proaktivno donošenje odluka.

Tabela br. 3: Ključni planski indikatori MNK – finansijska dimenzija

Indikator	Opis
Varijansa (%)	Odstupanje između planiranog i ostvarenog rezultata po KPI
Indikator planskih dostignuća (%)	Procenat ostvarenih ciljeva po ključnim finansijskim pokazateljima
Devijacija "Net Cash Flow"	Razlika između projektovanih i stvarnih novčanih tokova
Indikator preciznost planiranja	Stepen preciznosti planiranja u ključnim segmentima (segmentni ROIC, neto prihod)
Indikator varijanse "Capex/Opex"	Kontrola troškova u odnosu na budžet
Indikator finansijske fleksibilnosti	Sposobnost MNK da prilagodi finansijske operacije u slučaju neostvarenih planova

Izvor: Autor

Odstupanja od plana nisu sama po sebi pokazatelj neuspeha – ona predstavljaju signal koji mora biti tumačen u širem finansijskom i

strateškom kontekstu. Na primer, negativno odstupanje u EBITDA marži može biti prihvatljivo ako je rezultat svesne odluke o ulaganju u novo tržište, dok precizno ostvarenje ROIC ciljeva uz negativne novčane tokove može ukazivati na kratkoročnu nelikvidnost i potrebu za dodatnim finansiranjem. Za MNK koje operišu u različitim fiskalnim i valutnim režimima, analiza u odnosu na plan mora uzeti u obzir i lokalne makroekonomske faktore, kao i fluktuacije u valutnim kursovima koje mogu iskriviti percepciju odstupanja. Efikasna analiza ove dimenzije omogućava MNK da upravlja finansijskim zdravljem proaktivno, prepoznaje ranije signale sistemskih slabosti i optimizuje budžetski proces na osnovu stvarnih obrazaca performansi.

4.2.4 Vremenska analiza i analiza trendova – finansijska dimenzija

Vremenska analiza predstavlja ključni instrument u oceni stabilnosti i održivosti finansijskog zdravlja multinacionalnih kompanija. Za razliku od statičkog uvida u performanse, ona omogućava praćenje dinamike finansijskih pokazatelja kroz duži vremenski period, otkrivajući obrasce rasta, sezonalnosti, degradacije i volatilnosti. U kontekstu globalnog poslovanja, koje karakterišu česte promene valutnih kurseva, inflacija i regulatorni zahtevi, vremenska analiza zahteva kako agregatno, tako i segmentno posmatranje performansi. Tehnike poput horizontalne analize, CAGR-a, pokretnih proseka i vremenskih serija koriste se za evaluaciju trendova i identifikaciju dugoročnih strukturalnih promena, a sistematizovanih u Tabeli br.4. Cilj ove dimenzije je da se oceni održivost ranijih rezultata i kapacitet kompanije da dugoročno generiše vrednost odnosno jačanje sposobnosti održanja finansijske vitalnosti (Čavlin, Vapa, Mirković, 2022). Pozitivni trendovi ukazuju na finansijsku vitalnost, dok negativna kretanja zahtevaju strateške korekcije. Osim toga, vremenska analiza pruža osnovu za finansijsko planiranje i donošenje proaktivnih menadžerskih odluka, posebno u kontekstu različitih tržišnih i organizacionih segmenata MNK.

U MNK okruženju, trendovi u finansijskim pokazateljima mogu ukazivati na strukturne snage ili slabosti. Na primer, stabilan rast ROIC-a ukazuje na dugoročno efikasno upravljanje kapitalom, dok istovremeni pad EBITDA marže može ukazivati na narušenu operativnu efikasnost u određenim segmentima. Ukupna volatilnost novčanih tokova može signalizirati potrebu za rebalansom finansiranja i povećanjem rezerve likvidnosti. Kombinovanjem trendova sa segmentnim uvidima moguće je izolovati uzroke rasta ili pada – npr. da li je poboljšanje ROE posledica povećanja

operativne marže u Evropi, ili smanjenja zaduženosti u Aziji. Vremenska analiza stoga ne pruža samo opis stanja, već otkriva i logiku kretanja finansijskih pokazatelja, što je ključno za donošenje dugoročnih korporativnih i investicionih odluka.

Tabela br. 4: Ključni indikatori vremenske analize MNK – finansijska dimenzija

Indikator	Opis
Godišnja stopa rasta “CAGR” (prihoda, EBITDA, ROE, ROIC)	Prosečna godišnja stopa rasta ključnih finansijskih indikatora
5-godišnji pokretni prosek “EBITDA marže”	Indikator stabilnosti operativnog učinka
Volatilnost operativnog novčanog toka “standardna devijacija”	Mera finansijske nepredvidivosti
Trend “ROIC-a”	Uzlazni, silazni ili stabilan tok efikasnosti kapitala kroz vreme
Rast zaduženosti kroz više perioda	Indikator finansijskog rizika - “Debt/Equity”
Vremenska serija “Net Income”	Analiza sezonalnosti, cikličnosti i dugoročnih skokova ili padova

Izvor: Autor

4.1.5 Strukturna analiza i analiza efikasnosti – finansijska dimenzija

Strukturna analiza u okviru finansijskog ocenjivanja MNK obuhvata ispitivanje kapitalne strukture, raspodele finansijskih resursa i troškovne arhitekture, s ciljem utvrđivanja održivosti i efikasnosti postojećeg modela poslovanja. Fokus je na proceni koliko racionalno kompanija koristi dostupne resurse za generisanje prihoda i profita. Analiza efikasnosti se nadovezuje na strukturnu i usmerena je na odnos između inputa (kapital, troškovi, zaduženost) i outputa (prihod, dobit, ROIC). Kod MNK, različiti lokalni režimi i troškovne strukture dodatno komplikuju ovu evaluaciju, pa se preporučuje primena vertikalne analize, procena kapitalne efikasnosti, analiza operativne poluge i input-output odnosa, a sistematizovanih u Tabeli br.5. Cilj je identifikacija finansijskih neravnoteža, kao što su neefikasna alokacija kapitala ili prekomerna zaduženost, koje mogu ostati prikrivene na konsolidovanom nivou. Segmentna analiza omogućava dublji uvid u varijacije među jedinicama, dok rezultati služe kao osnova za optimizaciju troškova, povećanje profitabilnosti i stratešku realokaciju resursa.

Tabela br. 5: Ključni indikatori vremenske analize MNK – finansijska dimenzija

Indikator	Opis
Kapitalna struktura "Debt/Equity"	Balans sopstvenih i pozajmljenih sredstava
Rentabilnost imovine "EBITDA/Assets"	Efikasnost generisanja operativne dobiti po jedinici ukupne imovine
Ekonomičnost – indikator fiksnih troškova	Udeo fiksnih troškova u ukupnim rashodima
Koeficijent obrta imovine	Brzina obrta imovine za generisanje prihoda
Koeficijent obrta obrtno imovine	Efikasnost upravljanja obrtnim kapitalom
Indikator poslovnog rizika	Osetljivost EBIT-a na promene u prihodima
Rentabilnost imovine "ROA"	Rentabilnost u korišćenju ukupne imovine

Izvor: Autor

Rezultati strukturne analize ukazuju na to da li je kompanija finansijski stabilna, da li je njena kapitalna struktura održiva i da li koristi resurse na najracionalniji način. Visok odnos duga i kapitala može povećati prinos na kapital, ali istovremeno povećava finansijski rizik. Niska efikasnost obrtaja aktive može ukazivati na neiskorišćenu imovinu ili suviše investicije. Kod MNK, analiza efikasnosti treba da bude posebno segmentisana – jer se mogu otkriti značajne razlike između regija, sektora i funkcionalnih jedinica. Na primer, dok neka podružnica može beležiti visoku operativnu efikasnost zbog automatizacije, druga može generisati ispodprosečne rezultate zbog neoptimalnog kapaciteta ili prekomernih fiksnih troškova. Korišćenjem KPI iz ove dimenzije, menadžment može doneti informisane odluke o restrukturiranju, optimizaciji troškova i preusmeravanju kapitala ka jedinicama sa najvećim finansijskim prinosom.

4.1.6 Analiza kauzalnih međuzavisnosti pojava – finansijska dimenzija

Analiza kauzalnih međuzavisnosti ima za cilj identifikaciju uzročno-posledičnih veza između finansijskih pokazatelja i ključnih internih i eksternih faktora koji oblikuju performanse MNK. Za razliku od deskriptivnih pristupa, ova dimenzija se fokusira na razumevanje uzroka finansijskih rezultata, a ne samo na njihovo posmatranje. S obzirom na

kompleksnost poslovanja MNK, koje zavisi od brojnih varijabli kao što su struktura troškova, valutne oscilacije ili politika zaduživanja, kauzalna analiza koristi regresione modele, korelacione matrice, analize varijanse i vremenska kašnjenja kako bi otkrila stvarne pokretače uspeha ili slabosti, zatim primenjuju i kvalitativne tehnike poput uzročno-posledičnih mapa. a sistematizovanih u Tabeli br. 6. Analiza omogućava razlikovanje direktnih i posrednih uticaja pojedinih varijabli na rezultate poput ROIC, profitabilnosti ili likvidnosti, što doprinosi preciznijem upravljanju rizicima i formiranju prediktivnih modela. U kontekstu MNK, razumevanje ovih odnosa ključno je za anticipaciju sistemskih izazova i prelazak ka proaktivnom, analitički utemeljenom finansijskom odlučivanju.

Tabela br. 6: Ključni indikatori vremenske analize MNK – finansijska dimenzija

Indikator	Opis
Analiza agregatne rentabilnosti "ROIC"	Dezintegracija faktora koji utiču na rentabilnost investiranog kapitala
Koeficijent detreminacije "R ² " iz regresionih modela	Procenat objašnjene varijanse ciljnog pokazatelja
Beta koeficijenti regresionih modela	Intenzitet uticaja pojedinačnih faktora (npr. troškovi duga, investicije)
Korelacija "EBITDA ↔ Net Debt"	Odnos operativne snage i nivoa zaduženosti
Volatilnost prihoda vs. promena profitabilnosti	Osetljivost profitne marže na promene u prihodima
KPI kauzalna mapa	Vizuelizacija veza između finansijskih varijabli po slojevima uticaja (direktni, posredni, akumulirani)

Izvor: Autor

Korišćenjem ove dimenzije moguće je razlikovati površinske simptome od uzroka finansijskog uspeha ili problema. Na primer, ako je ROE visok, analiza može otkriti da je to posledica visoke zaduženosti, a ne operativne efikasnosti – što menja strategijski ugao posmatranja. Slično tome, pad u operativnoj dobiti može biti uzrokovan rastom input troškova, a ne smanjenjem prodaje, što ima direktne implikacije za dalje upravljanje nabavnim lancima. Za MNK, predmentna dimenzija analize je posebno važna jer im omogućava da upravljaju uzrocima, a ne posledicama. Takođe, pomaže u izgradnji internih prediktivnih modela za stres testiranje, simulacije i scenario analize, što je osnova za moderno finansijsko planiranje u globalnim korporacijama.

ZAKLJUČAK

U složenoj strukturi savremenog globalnog poslovanja, MNK predstavljaju organizacione sisteme visokog stepena kompleksnosti, čija evaluacija zahteva znatno sofisticiranije analitičke pristupe od onih koji se primenjuju na nacionalne ili manje organizacione entitete. Polazeći od date premise, istraživanjem je razvijen integrisani model finansijske analize koji nadilazi tradicionalne pokazatelje uspešnosti i obuhvata šest međusobno povezanih dimenzija: konkurentsku poziciju, benchmarking, analizu odstupanja u odnosu na plan, vremensku analizu, strukturnu efikasnost i kauzalne međuzavisnosti. Svaka od ovih dimenzija ne samo da doprinosi potpunijem razumevanju finansijskog zdravlja MNK, već i otkriva uzročno-posledične mehanizme koji oblikuju njihove rezultate. Analizom konkretnih finansijskih pokazatelja u okviru svake dimenzije potvrđena je teza da se performanse MNK ne mogu adekvatno oceniti bez integrisanja kvantitativnih i kvalitativnih aspekata, kao ni bez segmentnog pristupa koji uzima u obzir geografske, sektorske i strateške razlike unutar korporativne strukture. Ključni nalaz rada je da konsolidovani finansijski izveštaji, kada se prošire navedenim analitičkim dimenzijama, omogućavaju sveobuhvatnu dijagnostiku finansijskog položaja, identifikaciju tačaka ranjivosti i formulaciju proaktivnih menadžerskih i investicionih odluka. Istraživanje takođe ukazuje na niz ograničenja sa kojima se susreće analiza MNK, uključujući ograničenu transparentnost segmentnih podataka, rizik manipulacije transfernim cenama, razlike u računovodstvenim standardima i valutnu volatilitnost. Upravo iz tih razloga, integrisani analitički model koji je razvijen u radu pokazuje svoju punu vrednost, jer nadoknađuje nedostatke pojedinačnih metoda kroz sistemski pristup. Doprinos rada ogleda se u stvaranju analitičkog okvira koji je primenljiv kako na nivou pojedinačne korporacije, tako i u uporednim analizama u širem međunarodnom kontekstu. Model može poslužiti kao osnova za razvoj naprednih informacionih sistema za finansijsko odlučivanje, kao i za oblikovanje boljih regulatornih i investicionih politika. Za buduća istraživanja preporučuje se operacionalizacija modela kroz primenu u konkretnim industrijama i regijama, kao i integracija nelinearnih i mašinski učenih modela za analizu kompleksnih uzročnih odnosa. Posebnu pažnju zaslužuje uticaj ESG faktora i nefinansijskih pokazatelja na dugoročno finansijsko zdravlje MNK. U širem kontekstu, značaj ove teme leži u njenoj neposrednoj vezi sa stabilnošću globalne ekonomije i odgovornošću korporacija prema interesnim grupama širom sveta. Razumevanje finansijskog zdravlja MNK danas nije samo tehnički izazov, već i pitanje ekonomske sigurnosti i održivosti.

LITERATURA

1. Alexander, D., & Nobes, C. (2007). *Financial Accounting: An International Introduction* (6th ed.). Pearson Education.
2. Altman, E. I. (2000). Predicting financial distress of companies: Revisiting the Z-score and ZETA® models. *Journal of Banking & Finance*, 29(2), 1–20.
<http://dx.doi.org/10.4337/9780857936097.00027>
3. Anthony, R. N. (1965). *Planning and Control Systems: A Framework for Analysis*. Harvard Business School Press.
4. Camp, R. C. (2024). *Benchmarking: the search for industry best practices that lead to superior performance*. CRC Press.
5. Čavlin, M., Tankosić, J. V., & Mirković, Z. (2022). Analysis of factors of financial and profit position as a method of integrated risk management in the mining sector. *Ekonomija-teorija i praksa*, 15(3).
<http://dx.doi.org/10.5937/etp2203056C>
6. Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.
7. Drury, C. M. (2013). *Management and cost accounting*. Springer.
8. Eiteman, D. K., Stonehill, A. I., & Moffett, M. H. (2016). *Multinational Business Finance* (15th ed.). Pearson Education.
9. Forrester, J. W. (1961). *Industrial Dynamics*. MIT Press.
10. Ghosh, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of corporate finance*, 7(2), 151–178. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00018-9](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00018-9)
11. Hamilton, J. D. (2020). *Time Series Analysis*. Princeton University Press.
12. Hill, C. (2008). International business: Competing in the global market place. *Strategic Direction*, 24(9).
<http://dx.doi.org/10.1108/sd.2008.05624iae.001>
13. IFRS Foundation. (2022). *IFRS Standards and Interpretations*. <https://www.ifrs.org>
14. Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (2008). *The Execution Premium: Linking Strategy to Operations for Competitive Advantage*. Harvard Business Press.
15. Makridakis, S., Spiliotis, E., & Assimakopoulos, V. (2018). Statistical and Machine Learning forecasting methods: Concerns and ways forward. *PloS one*, 13(3), e0194889.
<https://doi.org/10.1371/journal.pone.0194889>
16. Malešević, Đ., & Čavlin, M., (2020). *Poslovna analiza*, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad

17. Mullins, L. J. (2007). *Management and Organisational Behaviour* (10th ed.). Pearson Education.
18. Pearl, J. (2009). *Causality: Models, Reasoning and Inference* (2nd ed.). Cambridge University Press.
19. Porter, M. E. (1985). *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. Free Press.
20. Young, S. D., & O'Byrne, S. F. (2000). *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*. McGraw-Hill.

THE CONCEPT OF INTEGRATED FINANCIAL HEALTH ANALYSIS IN GLOBAL CORPORATIONS

Miroslav Čavlin

Zoran Jovanović

Milan Đurović

Abstract: *This research focuses on the financial health analysis of multinational corporations within the complexity of the global business environment. An integrated analytical model was developed, encompassing six evaluation dimensions: competitive positioning, benchmarking, variance analysis, time dynamics, structural efficiency, and causal interdependencies among indicators. The methodological framework included qualitative and quantitative analyses of consolidated financial statements, comparative analyses, and trend evaluation. The results demonstrated that traditional unidimensional approaches do not provide sufficiently reliable insight into the true financial condition of multinational corporations, whereas the integrated model allows for a deeper understanding of the interconnected financial and operational indicators. The scientific contribution of this work lies in the theoretical advancement of financial analysis through a systems-based approach, while the practical value is reflected in the improvement of managerial decision-making processes, risk management, and capital allocation in global corporations.*

Keywords: *multinational corporations, financial analysis, consolidated reports.*