



XXVII Интернационални научни скуп  
**Стратегијски менаџмент**  
 и системи подршке одлучивању  
 у стратегијском менаџменту  
**SM2022**

Subotica (Srbija), 20. Maj 2022. godine

**Бојана Вуковић**

Економски факултет у Суботици,  
 Универзитет у Новом Саду, Србија  
 bojana.vukovic@ef.uns.ac.rs

**Теодора Тица**

Економски факултет у Суботици,  
 Универзитет у Новом Саду, Србија  
 teodora.tica@ef.uns.ac.rs

**Дејан Јакшић**

Економски факултет у Суботици,  
 Универзитет у Новом Саду, Србија  
 dejan.jaksic@ef.uns.ac.rs

## АНАЛИЗА ОДРЖИВЕ СТОПЕ РАСТА ПРЕДУЗЕЋА У ФУНКЦИЈИ СТРАТЕГИЈСКОГ УПРАВЉАЊА

**Апстракт:** Један од кључних сегмената стратегијског управљања предузећем јесте управљање његовим растом. Раст треба да буде одржив тако да предузећа могу имати стратешке користи од њега. Стопа одрживог раста представља максималну стопу повећања продаје предузећа без потребе за додатним финансијским ресурсима. У раду ће бити истражене кључне детерминанте одрживе стопе раста 81 предузећа која послују у земљама Балкана у временском периоду 2014-2020. година. Применом одговарајућих статистичких метода истражиће се утицај ликвидности, профитабилности, задужености, величине предузећа и ефикасности употребе имовине на одрживу стопу раста предузећа. Добијени резултати треба да пруже смернице каква би требало да буде стопа раста посматраних предузећа у дугом року, обзиром да је реч о индикатору који води ка расту вредности предузећа и испуњењу стратешких циљева. Поред тога, добијени резултати треба да укажу на који начин је могуће обезбедити дугорочно профитабилан и одржив раст предузећа у условима брзо мењајућег економског, политичког и конкурентског окружења, односно који су интерни и екстерни подстицаји потребни за даље повећање потенцијала за раст.

**Кључне речи:** одрживи раст, предузеће, стратегијско управљање, привреде Балкана

## ANALYSIS OF COMPANY'S SUSTAINABLE GROWTH RATE IN THE FUNCTION OF STRATEGIC MANAGEMENT

**Abstract:** One of the key segments of a company's strategic management is managing its growth. Growth needs to be sustainable so that companies can benefit strategically from it. The rate of sustainable growth represents the maximum rate of increase in sales of the company without the need for additional financial resources. The paper will research the key determinants of the sustainable growth rate of 81 companies operating in the Balkan countries in the period from 2014 to 2020. The appropriate statistical methods will research the impact of liquidity, profitability, indebtedness, firm size and asset efficiency on a company's sustainable growth rate. The obtained results should provide guidelines for the growth rate of the observed companies in the long run, considering that this is an indicator that leads to the growth of the company's value and meeting strategic goals. Also, the obtained results should indicate how it is possible to ensure long-term profitable and sustainable company growth in a rapidly changing economic, political and competitive environment, and what internal and external incentives are needed to further increase growth potential.

**Key words:** sustainable growth, company, strategic management, Balkan countries economies

### 1. УВОДНА РАЗМАТРАЊА

Савремени трендови глобализације пословања наметнули су пословним компанијама захтев за брзим прилагођавањем променама у пословном окружењу, те пружањем широког обима услуга и производа уз обезбеђење раста и одрживости компанија. У конкурентским условима пословања, компаније се труде да

остваре одређени ниво профита у циљу раста богатства акционара. Концепт одрживог раста полази од претпоставке да стварни раст компаније треба да буде усклађен са њеним расположивим ресурсима, те да компанија одржи свој раст за стратешко планирање. Путем одрживог раста остварује се баланс и експанзија која је дугорочно одржива, те обезбеђује опстанак и конкурентност индустрије као целине. Раст доноси корист на одређеном нивоу и утиче на унапређење финансијског стања компаније. Бржи раст од очекиваног може да доведе до мањка расположивих ресурса компаније те води ка већим трошковима, финансијским проблемима, повећаном обиму улагања у основна средства, већем задуживању и смањењу тржишног удела. Спорији раст од очекиваног условиће да ресурси компаније не могу бити ефикасно искоришћени што може довести у питање опстанак предузећа.

Стопа одрживог раста представља максималну, циљну стопу раста компаније употребом интерних средстава без потребе за променом оперативне и финансијске политике. Док је профит израз краткорочних перформанси компаније, одржива стопа раста пружа основу за предикцију дугорочних перформанси компаније. Одржива стопа раста може бити од помоћи менаџерима у успостављању баланса између њихових оперативних и финансијских стратегија, те инвеститорима са аспекта улагања у пословне подухвате. Стопа одрживог раста може бити посматрана као кључни индикатор мерења пословног просперитета предузећа. У том правцу повећање одрживе стопе раста служи унапређењу пословних перформанси компаније са аспекта профитабилности, ликвидности, задужености.

Брзо мењајући глобални политички, економски и конкурентски услови су наметнули потребу обезбеђења одрживог раста малих и великих компанија. Постоје два основна модела утврђивања одрживе стопе раста предузећа, Хиггинсов (Higgin's) модел и Ван Хорнов (Van Horne's) модел. Хиггинсов модел полази од тога да компанија пролази кроз пословни циклус у коме део нераспоређене добити и туђег капитала улаже у пословну имовину, те да ова имовина води ка повећању продаје, односно повећању профита компаније. Анализирајући да ли је стратегија раста компаније компатибилна са способношћу раста исте, он је истакао да компанија која има добре могућности за раст, али нема довољно финансијских средстава, неће моћи да расте у дужем временском периоду. Компанија која пак, има довољно финансијских средстава, али није у стању да идентификује прилике за раст, неће успети да расте у дужем временском периоду (Utami, 2015). Модел који је развио Ван Хорн полази од тога да је одржива стопа раста максималан годишњи проценат повећања продаје предузећа који се постиже уз постављени циљ пословања, дати ниво задуживања и исплату дивиденди (Alayemi & Akintoye, 2015). По том основу, компанија процењује да ли је постављени циљ пројектоване продаје заправо реалан. У овом моделу стопа одрживог раста је варијанса прихода од продаје која обухвата перформансе продаје, способност финансирања и политику дивиденде компаније. Резултати истраживања адекватности модела за одређивање одрживе стопе раста показали су да код профитабилних предузећа Хиггинсов модел даје вишу стопу одрживог раста од Ван Хорновог модела. Анализирајући компаније које послују са високом вредношћу левериджа, истраживање је показало да већу стопу одрживог раста обезбеђује примена Ван Хорновог модела (Jovic et al., 2016).

Имајући на уму значај концепта одрживог раста са аспекта стратешког планирања и повећања вредности предузећа као целине, циљ рада јесте да анализира кључне индикаторе који утичу на одрживу стопу раста 81 предузећа која послују у земљама Балкана у временском периоду 2014-2020. година. Избор индикатора је заснован на теоријским становиштима и резултатима емпиријских студија у претходном периоду. Добијени резултати треба да укажу на природу односа који постоји између детерминисаних индикатора и стопе одрживог раста како би се идентификовале детерминанте које утичу на повећање стопе одрживог раста предузећа.

## 2. ПРЕГЛЕД ЛИТЕРАТУРЕ

Управљање растом захтева успостављање оптималног баланса између продајних циљева компаније, оперативне ефикасности и финансијских капацитета. Одржива стопа раста указује на темпо раста компаније уз успостављање равнотеже између средстава и извора средстава, те представља комбинацију финансијских и оперативних елемената компаније. Концепт одрживе стопе раста, оперативне елементе, попут нето марже профита и ефикасности обрта средстава и финансијске елементе, попут структуре капитала и стопе задржавања, посматра као јединствену целину. На основу овог концепта, менаџери и инвеститори процењују реалност планова раста компаније у будућности, те менаџери и инвеститори имају увид у могућности раста компаније (Mamilla, 2019).

Рацио текуће ликвидности анализира способност компаније да доспеле краткорочне обавезе измири текућом имовином (Vuković et al, 2020). Концепт оптималне ликвидности игра важну улогу са аспекта опстанка, раста и развоја компаније у контексту одрживости. Анализирајући везу између профитабилности, ликвидности и одрживе стопе раста фармацеутских компанија које су котиране на берзи у Пакистану у временском периоду 2007-2014. година, резултати истраживања спроведеног од стране Метон et al. (2011) су показали да постоји статистички значајна позитивна веза између текуће ликвидности и стопе одрживог раста. Дакле, ликвидније фармацеутске компаније успевају да остваре већу одрживу стопу раста. Са друге стране, текућа ликвидност остварује позитиван, али не и статистички значајан утицај на раст предузећа у области пољопривреде, шумарства и рибарства на Европском тржишту у временском периоду 2014–2019. година (Vuković et al, 2022). Анализирајући детерминанте одрживог раста две групе компанија које се котирају на берзи Индонезије у

временском периоду 2010-2013. година, Hartono & Utami (2016) су закључили да текућа ликвидност има позитиван утицај на одрживи раст, који је у случају једне групе компанија статистички значај, док у случају друге групе компанија не постоји статистичка значајност. Према Fonseka et al. (2012) профитабилније компаније са високом ликвидношћу и адекватним износом готовог новца који ефективно улажу у основна средства, могу да се похвале већом вредношћу одрживе стопе раста по Хигинсовом него Ван Хорновом моделу. Основни показатељи успеха пословања компаније у дугом року су раст и профитабилност. Примарни циљ сваке компаније је максимизација профита, док је основни циљ профитабилности стопа приноса на капитал (Vuković et al, 2020). За компаније које су у фази раста у животном циклусу, профитабилност представља кључ њиховог одрживог развоја (Хиуан & Zhang, 2015). Успех менаџера са аспекта ефикасности оплодње ангажоване имовине и капитала може се мерити путем поврата на средства (РОА) и приноса на капитал (РОЕ). Превисока вредност приноса на средства указује на недовољно капитализовану имовину, тако да неусклађеност између приноса на средства и одрживе стопе раста ствара забринутост код менаџмента предузећа (Агога et al., 2018). Резултати истраживања спроведеног од стране Vuković et al. (2022) показали су да профитабилност мерена приносом на имовину има статистички значајан позитиван утицај на раст предузећа у области пољопривреде, шумарства и рибарства на Европском тржишту у временском периоду 2014–2019. година. Компаније у овом сектору настоје да максимизирају профит постизањем приноса на ангажована средства и очувају реалну вредност уложених нето средстава, што позитивно утиче на раст. Статистички значајну позитивну везу између приноса на имовину и одрживог раста потврдило је истраживање спроведено од стране Memon et al. (2011) које је показало да фармацеутске компаније са већим степеном оплодње ангажоване имовине послују са већом одрживом стопом раста, али и да веза између приноса на ангажовани капитал и стопе одрживог раста није статистички значајна. Са друге стране, анализирајући пословање 203 компаније у индијском производном сектору за временски период од 1998. до 2014. године, Агога et al. (2018) закључују да принос на капитал представља значајну интерну детерминанту стопе одрживог раста, те да предузећа са нижим стопама одрживог раста најчешће имају нижи принос на средства и нижи принос на капитал.

Финансијски левериџ компаније показује у којој мери компанија финансира инвестиције користећи туђе изворе финансирања. Анализирајући утицај дуга на стопу одрживог раста 226 компанија на подручју Малезије у временском периоду 2005-2015. година путем регресионе анализе, Rahim et al. (2017) су закључили да финансијски левериџ позитивно утиче на одрживу стопу раста. Поред тога, резултати показују да ће већи ниво левериџа компаније обезбедити висок ниво задужења и ризика, те да би компаније требало да задрже свој ниво дуга како би одржале раст предузећа. Резултати истраживања спроведеног од стране Mamilla (2019) су показали да задуженост предузећа остварује статистички значајан негативан утицај на стопу одрживог раста, што показује да компаније које су високо задужене мање су флексибилне са аспекта измирења својих финансијских обавеза. Инверзну везу између структуре капитала и одрживе стопе раста потврдили су резултати истраживања спроведеног од стране Alayemi & Akintoye (2015). Иако веза није статистички значајна, они закључују да начин финансирања предузећа утиче на раст компаније. Сам модел одрживог раста, према истим ауторима, полази од тога да компаније настоје да одрже циљну структуру капитала, без емисије новог капитала.

Раст сваког предузећа претпоставља повећање величине предузећа у одређеном временском периоду (Vuković et al, 2022). Ову тврдњу поткрепило је истраживање спроведено од стране Rahim et al. (2017) које је показало да величина предузећа има статистички значајан позитиван утицај на одрживу стопу раста посматраних малезијских компанија. Са друге стране, величина предузећа такође може остварити статистички значајан негативан утицај на стопу одрживог раста (Mamilla, 2019). Велике компаније са високом вредношћу левериџа најчешће остварују мању одрживу стопу раста према Хигинсовом него Ван Хорновом моделу (Fonseka et al., 2012). Непостојање статистички значајне везе између величине предузећа и стопе одрживог раста фармацеутских компанија закључак је истраживања спроведеног од стране Memon et al. (2011).

Ефикасност употребе средстава предузећа показује способност расположивих средстава предузећа да резултирају ефектом који се најчешће изражава у виду прихода од продаје (Vuković et al, 2022). Раст ефикасности коришћења средстава води ка томе да ће се ресурси предузећа брже кретати како би се створиле претпоставке за измирење обавеза, те обезбедили финансијски подстицаји потребни да се побољша способност одрживог раста предузећа (Хиуан & Zhang, 2015). Истраживање спроведено од стране Rahim et al. (2017) показало је да ефикаснија употреба средстава малезијских компанија води ка већој одрживој стопи раста, указујући на статистички значај позитиван утицај коефицијента обрта укупних средстава на стопу одрживог раста. Дакле, разумна и ефикасна употреба расположивих средстава кулминираће растом компаније на дуги рок (Alayemi & Akintoye, 2015). Са друге стране, Mamilla (2019) закључује да ефикасност обрта средстава предузећа остварује статистички значајан негативан утицај на стопу одрживог раста. Негативан утицај који није статистички значајан потврђен је такође у истраживању спроведеном од стране Alayemi & Akintoye (2015).

Имајући у виду сва претходно наведена истраживања и емпиријске студије у овој области, постављају се следећа истраживачка питања:

- Какав је утицај текуће ликвидности на одрживу стопу раста?
- Какав је утицај профитабилности на одрживу стопу раста?
- Какав је утицај задужености на одрживу стопу раста?
- Какав је утицај величине предузећа на одрживу стопу раста?
- Какав је утицај ефикасности обрта имовине на одрживу стопу раста?

### 3. РЕЗУЛТАТИ ИСТРАЖИВАЊА И ДИСКУСИЈА

Циљ истраживања спроведеног у овом раду јесте анализирање кључних варијабли које утичу на одрживу стопу раста предузећа са седиштем у земљама Балкана, који чине Босна и Херцеговина, Бугарска, Грчка, Хрватска, Северна Македонија, Република Србија, Румунија, Словенија и Црна Гора. Подаци су преузети из финансијских извештаја предузећа који се налазе у бази података ТП Каталист (TP Catalyst database) (Bureau van Dijk, A Moody's Analytics Company, 2022). Узорком су обухваћена сва предузећа која су исказала вредност исплаћене дивиденде у финансијским извештајима. Према томе, узорком је обухваћено 81 средње, велико и веома велико предузеће категорисано као акционарско друштво, које је активно пословало у временском периоду од 2014. до 2020. године, независно од индустрије у којој послује. На овај начин је формиран скуп од 567 опсервација. Зависна и независне варијабле које ће бити употребљене у циљу испитивања постављених истраживачких питања су представљене у табеларном приказу у наставку.

**Табела 1:** Преглед врста, назива и формулација променљивих употребљених у истраживању

Врста променљиве	Назив променљиве	Формулација променљиве
Зависна променљива	Стопа одрживог раста	ROE*(1- рацио плаћања дивиденде)
		ROE = Нето добит / Сопствени капитал Рацио плаћања дивиденде = Дивиденда по акцији / Зарада по акцији
Независна променљива	Ликвидност	Текућа имовина / Краткорочне обавезе
	Профитабилност	Нето добит / Укупна актива
	Структура капитала	Укупни дугови / Капитал
	Величина	Природни логаритам укупне активе
	Ефикасност имовине	Приходи од продаје / Укупна актива

Извор: Илустрација аутора на основу прегледа литературе

У табели која следи су приказани резултати дескриптивне статистичке анализе. Са намером да се одстрани ефекат екстремних вредности који је присутан приликом тумачења аритметичке средине, даје се предност медијани приликом тумачења средњих вредности променљивих у анализираном моделу. Медијална вредност стопе одрживог раста износи 3,68%, што говори да се предузећа из узорка у просеку налазе у стању просперитета. Минимална вредност износи -316%, док је максимална вредност 65,77%, што говори о узорку у оквиру којег поједина предузећа не могу да остваре раст без додатног задуживања, док поједина предузећа остварују двоцифрену стопу раста помоћу сопствених извора. Средња вредност показатеља ликвидности износи 1,73, што је испод референтне вредности од 2. Таква вредност указује на недовољну способности предузећа да измире краткорочне обавезе из текућих средстава, односно да је текућа ликвидност благо угрожена. Према вредности медијане показатеља профитабилности која износи 2,61% (<10%), закључујемо да предузећа у просеку не остварују задовољавајући принос на укупну имовину. Иако је вредност стандардне девијације ниска (0,08), минимална и максимална вредност показују учешће у узорку предузећа различите профитабилности, од -49,90% до 57,72%. Медијална вредност показатеља структуре капитала (59,63%) указује да је структура извора финансирања благо окренута ка дуговима, у односу на сопствене изворе. Медијана показатеља ефикасности имовине (55,48%) говори да предузећа из узорка остварују високи поврат у виду прихода од продаје на уложена средства.

**Табела 2:** Резултати дескриптивне статистике

Назив променљиве	Број опсервација	Медијана	Аритметичка средина	Минимална вредност	Максимална вредност	Стандардна девијација
Стопа одрживог раста	567	0,0368	0,0047	-3,1673	0,6577	0,2521
Ликвидност	567	1,7350	3,3926	0,0360	61,6330	5,3768
Профитабилност	567	0,0261	0,0033	-0,4990	0,5772	0,0853
Структура капитала	567	0,5963	1,2408	0,0076	23,0479	2,2027
Величина	567	10,8933	11,2226	5,8201	16,6704	2,0587
Ефикасност имовине	567	0,5548	0,6537	0,0000	2,6894	0,4188

Извор: Статистички програм Стата 14

Са намером да се оцени смер, јачина и значајност утицаја између променљивих и тиме створи претпоставка о одговорима на постављена истраживачка питања, у табели у наставку су представљени резултати Пирсоновог коефицијента корелације. Резултати матрице указују на постојање позитивне и статистички значајне везе између стопе одрживог раста и профитабилности, као и стопе одрживог раста и величине. Између стопе одрживог раста и структуре капитала постоји статистички значајна негативна веза. Додатно, према вредностима

коэффициента корелације, закључујемо да не постоји статистички значајна веза између стопе одрживог раста и ликвидности, као и ефикасности имовине предузећа из узорка.

**Табела 3:** Резултати Пирсоновог коефицијента корелације

Променљива	Стопа одрживог раста	Ликвидност	Профитабилност	Структура капитала	Величина	Ефикасност имовине
Стопа одрживог раста	1					
Ликвидност	0,0753	1				
Профитабилност	0,6780**	0,0404	1			
Структура капитала	-0,6995**	-0,2094**	-0,3073**	1		
Величина	0,1409**	-0,3039**	0,1759**	0,0731	1	
Ефикасност имовине	0,0815	-0,1951**	0,0946*	0,0169	-0,0033	1

\*\* - ниво значајности 1%; \* - ниво значајности 5%

Извор: Статистички програм Стата 14

Са намером да се провере резултати Пирсоновог коефицијента корелације, у наставку рада ће се коначна оцена утицаја ликвидности, профитабилности, структуре капитала, величине и ефикасности имовине на стопу одрживог раста донети на основу примене метода панел регресионе анализе. Први корак у употреби изабраног метода јесте тестирање испуњености основних претпоставки за примену, које се односи на тестирање присуства мултиколинеарности, аутокорелације и хетероскедастичности. У табели у наставку су приказани резултати ВИФ коефицијента. С обзиром да вредност ВИФ коефицијента не прелази референтну вредност 10, закључујемо да независне променљиве нису међусобно високо корелисане.

**Табела 4:** Резултати тестирања присуства мултиколинеарности

Независне променљиве	ВИФ
Ликвидност	1,20
Профитабилност	1,17
Структура капитала	1,16
Величина	1,16
Ефикасност имовине	1,06

Извор: Статистички програм Стата 14

У циљу провере присуства аутокорелације регресионог модела, у наставку је спроведен *Wooldridge* тест. Резултати теста су показали да је *p*-вредност испод прага значајности од 5%, што указује на присуство аутокорелације. Додатно, спроведен је *Breusch-Pagan / Cook-Weisberg* тест са намером тестирања присуства хетероскедастичности. Резултат *p*-вредности су испод значајности од 5%, што потврђује присуство хетероскедастичности модела.

**Табела 5:** Резултати тестирања присуства аутокорелације и хетероскедастичности

Тест	Вредност тест статистике	<i>p</i> вредност
<i>Wooldridge</i> тест	29,280	0,000
<i>Breusch-Pagan / Cook-Weisberg</i> тест	3180,89	0,000

Извор: Статистички програм Стата 14

С обзиром да су нарушене две претпоставке примене метода панел регресионе анализе, коначни закључак о утицају ликвидности, профитабилности, структуре капитала, величине и ефикасности имовине на стопу одрживог раста акционарских друштава са седиштем у земљама Балкана, које су пословале у периоду од 2014. до 2020. године, биће донет на основу трансформације првобитно постављеног регресионог модела употребом робусне стандардне грешке, који је приказан у табели која следи.

**Табела 6:** Резултати оцене трансформисаног регресионог модела

Променљиве	Коефицијент	<i>p</i> вредност
Ликвидност	-0,0015	0,263
Профитабилност	1,5203	0,000
Структура капитала	-0,0725	0,000
Величина	0,0111	0,001
Ефикасност имовине	0,0155	0,430
Константа	-0,0853	0,038
Број опсервација	567	
R2	0,7366	

Извор: Статистички програм Стата 14

Коефицијент детерминације износи 73,66%, што указује да је постављеним моделом стопа одрживог раста објашњена независним променљивим у том обиму. На основу резултата представљених у претходној табели, закључујемо да текућа ликвидност има негативан утицај на одрживу стопу раста. Иако утицај није статистички значајан ( $p > 0,05$ ), резултати потврђују да пословање предузећа у којем постоји неупотребљен вишак текуће имовине над краткорочним обавезама утиче на успоравање одрживог раста. Показатељ профитабилности, исказан као принос на укупну имовину, остварио је статистички значајан ( $p < 0,05$ ) и позитиван утицај на стопу одрживог раста. Већи поврат остварен употребом имовине ствара основ за конзистентне, уравнотежене и стабилне трендове и раст предузећа у дужем временском периоду. Добијени резултати потврђују резултате истраживања спроведених од стране Alayemi & Akintoye (2015) и Hartono & Utami (2016) који сматрају да је профитабилност предуслов за остварење стопе одрживог раста. Структура капитала окренута ка сопственим изворима омогућава предузећима бољи кредитни бонитет, мањи ризик и већу могућност додатног задуживања на тржишту новца и капитала. У складу са тим, резултати регресионог модела указују на постојање статистички значајног ( $p < 0,05$ ) и негативног утицаја финансијског левериџа на стопу одрживог раста. Према томе, показује се неопходним да предузећа задрже одређени ниво дугова, као предуслов за остваривање задовољавајуће стопе раста. Негативну везу структуре капитала и стопе одрживог раста су кроз истраживања увидели Хиуан & Zhang (2015) који сугеришу да би предузећа, у циљу постизања финансијски одрживог раста и смањења финансијског ризика, требало да смање своје краткорочне обавезе према различитим наменама капитала, те повећају своје дугорочне обавезе како би се ослободила притиска краткорочног дуга. Иако величина предузећа може да буде кључна препрека у остваривању напретка и бољитка, резултати указују на постојање позитивног и статистички значајног ( $p < 0,05$ ) утицаја детерминанте величине предузећа, исказане кроз величину активе, на стопу одрживог раста. Сматра се да су велике компаније флексибилније, ефикасније употребљавају имовину и уживају погодности економије обима. Позитиван и статистички значајан утицај величине предузећа на стопу одрживог раста су потврдили резултати емпиријске анализе спроведене од стране Rahim et al. (2017) и Vuković et al. (2022). Резултати оцене регресионог модела су указали на постојање позитивног утицаја ефикасности употребе средстава. Иако резултати показују одсуство статистичке значајности детерминанте ( $p < 0$ ), може се закључити да је адекватно и учинковито коришћење имовине предуслов за остваривање одрживог напретка и развоја. Постојање позитивног утицаја ефикасности употребе имовине на стопу одрживог раста су увидели сопственим истраживањима Agora et al. (2018).

## 4. ЗАКЉУЧАК

Одржива стопа раста представља максималну стопу повећања прихода компаније без преоптерећења својих финансијских капацитета. Анализа стопе одрживог раста има за циљ да менаџерима и инвеститорима укаже да ли су планови раста компаније у будућности реални, имајући на уму политику пословања и постигнуту успешност. Стопа одрживог раста представља кључни алат потенцијалним предузећима да детерминишу циљну стопу раста ослањајући се на интерне фондове, те побољшају своје оперативне и финансијске перформансе у одређеном временском периоду. Компарација стварне и одрживе стопе раста има за циљ да менаџерима и инвеститорима пружи увид у све потенцијалне проблеме са аспекта новчаних токова.

Имајући на уму значај концепта одрживог раста, у раду су истражени кључни индикатори одрживе стопе раста предузећа која су пословала на подручју Балкана у временском периоду 2014-2020. година. Резултати истраживања су указали какав раст посматране компаније могу да очекују разматрајући параметре ликвидности, профитабилности, величине, полуге и ефикасности употребе расположивих средстава. Судећи по добијеним резултатима, индикатор профитабилности има статистички значајан позитиван утицај на стопу одрживог раста што потврђује чињеница да раст компаније заправо представља процес константног побољшања профитабилности. Величина предузећа такође остварује статистички значајан позитиван утицај на одрживи раст посматраних предузећа што указује да ће велике компаније искористити предности величине попут заступљености на тржишту, лакшег прилагођавања условима тржишта, атрактивности улагања те обезбедити одрживи раст. Са друге стране, структура капитала остварује статистички значајан негативан утицај на стопу одрживог раста што имплицира да посматране компаније треба да обезбеде оптималан ниво задужености како би одржале раст. Превелик обим задужености води ка неповољној финансијској ситуацији, те би компаније требало да планирају ниво финансирања из туђих извора у управљању својим пословањем како би обезбедиле одрживост у реализацији будућих циљева. Текућа ликвидност и ефикасност обрта имовине су индикатори који не показују статистичку значајност са аспекта утицаја на одрживи раст посматраних предузећа.

Идентификацијом кључних детерминанти одрживог раста предузећа могуће је сагледати у којим аспектима финансијске и оперативне политике треба извршити унапређења како би се на одговарајући начин управљало растом, односно који су потенцијални проблеми, те интерни и екстерни подстицаји раста. Анализа детерминанти одрживог раста, између осталог, пружа одговор на стратешко питање да ли се постојећим финансијским ресурсима могу финансирати планови компаније. На темељу добијених резултата могуће је идентификовати стварне и жељене потенцијале раста посматраних компанија. Адекватним управљањем одрживим растом, предузећа треба да обезбеде опстанак и тржишну конкурентност, те управљају пословањем на начин да обезбеде здрав раст. Ограничење овог истраживања лежи у чињеници да су узорком могла бити

обухваћена само предузећа која су у посматраном периоду исказала вредност исплаћене дивиденде као чиниоца израчунавања одрживе стопе раста. По том основу узорковање није могло бити извршено у конкретној индустрији. Стога би у наредним истраживањима узорак могао бити проширен са аспекта временског периода или локације тако да би узорком могле бити обухваћене европске земље. Даља истраживања би могла испитати утицај још неких финансијских детерминанти на одрживи раст. Такође, требало би испитати да ли постоје и нефинансијске детерминанте од значаја за одрживи раст. Истраживањем степена одступања стварне од одрживе стопе раста настоји се створити адекватна информациона основа за процену дугорочних перформанси раста компанија.

## РЕФЕРЕНЦЕ

- Alayemi, S., A., & Akintoye, R., I. (2015). Strategic Management of Growth in Manufacturing Companies in Sub-Saharan Africa: A Case Study of Nigeria. *British Journal of Economics, Management & Trade*, 6 (2), 151-160. <https://doi.org/10.9734/BJEMT/2015/13796>
- Arora, L., Kumar, S., & Verma, P. (2018). The Anatomy of Sustainable Growth Rate of Indian Manufacturing Firms. *Global Business Review*, 19 (4), 1–22. <https://doi.org/10.1177/0972150918773002>
- Fonseka, M., M., Ramos, C., G., Tian, G. & Jiaotong, X. (2012). The Most Appropriate Sustainable Growth Rate Model For Managers And Researcher. *The Journal of Applied Business Research*, 28 (3), 481-500. <https://doi.org/10.19030/jabr.v28i3.6963>
- Hartono, G., C., & Utami, S., R. (2016). The comparison of sustainable growth rate, firm's performance and value among the firms in Sri Kehati Index and IDX30 Index in Indonesia stock exchange. *International Journal of Advanced Research in Management and Social Sciences*, 5 (5), 68-81.
- Jovic, Z., Vicentijevic, K., & Glisovic, N. (2016). Sustainable growth rate of agricultural and food enterprises in Serbia. *Economics of Agriculture*, 63 (1), 9-28. <https://doi.org/10.5937/ekoPolj1601009J>
- Mamilla, R. (2019). A study on sustainable growth rate for firm survival. *Strategic Change*, 28, 273–277. <https://doi.org/10.1002/jsc.2269>
- Memon, M., Z., Channar, Z., A., & Obaid, S. (2011). Dynamic relationship among sustainable growth rate, profitability and liquidity of firms: a case study from pharmaceutical sector in Pakistan. *Journal of Business Administration and Management Sciences*, 1 (2), 113-124.
- Rahim, N. (2017). Sustainable growth rate and firm performance: a case study of Malaysia. *International Journal of Management, Innovation & Entrepreneurial Research*, 3 (2), 48-60. <https://doi.org/10.18510/ijmier.2017.321>
- Utami, S. R. (2015). Analyzing Sustainable Growth Rate of the Firms in Kehati Sustainable and Responsible Investment Index in Indonesia. *Case Studies Journal*, 4 (6), 84-93. <https://doi.org/10.5281/zenodo.3529200>
- Van Dijk, B. Moody's Analytic's Company. *TP Catalyst*. Преузето Јануар 24, 2022 са <https://www.bvdinfo.com/en-gb/our-products/catalyst/tp-catalyst>
- Vukovic, B., Milutinovic, S., Mirovic, V., & Milicevic, N. (2020). The Profitability Analysis of the Logistics Industry Companies in the Balkan Countries. *Promet-Traffic and Transportation*, 32 (4), 497–511. <https://doi.org/10.7307/ptt.v32i4.3311>
- Vuković, B., Peštović, K., Mirović, V., Jakšić, D., & Milutinović, S. (2022). The Analysis of Company Growth Determinants Based on Financial Statements of the European Companies. *Sustainability*, 14, 770. <https://doi.org/10.3390/su14020770>
- Xiyuan, H., & Zhang, J. (2015). Research on the Financial Sustainable Growth of the Listed Companies on GEM. *International Business and Management*, 10 (2), 32-37. <https://doi.org/10.3968/6819>