

OCENA EKONOMSKO FINANSIJSKE MOĆI ODABRANIH JAVNIH PREDUZEĆA U REPUBLICI SRBIJI¹

Sonja Đuričin²
Mihajlo Đukić³

Apstrakt

Cilj istraživanja je ocena ekonomsko finansijske moći odabranih javnih preduzeća u Republici Srbiji. Predmet istraživanja su finansijske performanse odabranih javnih preduzeća. Finansijske performanse utvrđene su analizom podataka, obelodanjenih u oficijelnim finansijskim izveštajima dostupnim u APR. U periodu 2013-2015. godina, primenom metoda finansijske analize, utvrđene su vrednosti ključnih finansijskih performansi preduzeća JP Elektroprivreda Srbije (EPS), JP Srbijagas Novi Sad (Srbijagas) i Telekom Srbija a.d. Beograd (Telekom). Rezultati istraživanja ukazuju na potrebu za preduzimanjem pojedinačnog pristupa u postupku iznalaženja mera za unapređenje finansijskog aspekta poslovanja odabranih javnih preduzeća.

Ključne reči: *javna preduzeća, finansijske performanse, predlog mera, finansijsko poslovanje, Republika Srbija*

UVODNA RAZMATRANJA

Iako je Vlada Republike Srbije u prethodne dve godine u velikoj meri uspela da smanji fiskalni deficit i vrati javne finansije na put ozdravljenja, nereformisana preduzeća u državnoj svojini i dalje su ostala jedan od ključnih strukturnih problema srpske privrede. Upravo ti nerešeni problemi javnih preduzeća predstavljaju i najozbiljniji budući izazov bez čijeg rešavanja se makroekonomska

¹ Rad je deo istraživačkih projekata pod šiframa 47009 - Evropske integracije i društveno-ekonomske promene privrede Srbije na putu ka EU i 179015 - Izazovi i perspektive strukturnih promena u Srbiji: Strateški pravci ekonomskog razvoja i usklađivanje sa zahtevima EU, finansiranih od strane Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije.

² dr Sonja Đuričin, Institut ekonomskih nauka, Beograd, sonja.djuricin@ien.bg.ac.rs

³ dr Mihajlo Đukić, Institut ekonomskih nauka, Beograd, mihajlo.djukic@ien.bg.ac.rs

stabilnost može ponovo ugroziti. Smanjenje deficita u Srbiji u prethodnim godinama kao i reforme sprovedene tokom čitavog procesa tranzicije podrazumevali su aktivnosti koje nikada nisu uključivale ozbiljnije reforme u ovoj oblasti. Za to postoji veliki broj uzroka. Pre svega, javna preduzeća predstavljaju ozbiljan ekonomski resurs koji služi za finansiranje formalnih i neformalnih centara moći čime se u potpunosti zanemaruje javni interes kao osnovni razlog njihovog postojanja. Uz to, prirodno, postoje ozbiljne sumnje da je njihovo poslovanje u brojnim slučajevima isprepletano koruptivnim aferama dok su se na menadžerskim pozicijama nalazili kadrovi koji su dolazili iz struktura partija na vlasti umesto profesionalnih menadžera. Ove sumnje dodatno pojačava činjenica da se poslovanje javnih preduzeća odvija u uslovima netransparentnosti (Fondacija za otvoreno društvo, 2013). Na kraju, izbegavanje reforme javnih preduzeća način je da se odloži rešavanje značajnih socijalnih i ekonomskih problema poput sudbine viška zaposlenih u tim preduzećima, njihovo restrukturiranje i finansijsko ozdravljenje, prestanak vođenja socijalne politike kroz politiku određivanja cena i mnogih drugih.

Ovakvo odlaganje reformi ima brojne negativne posledice koje su već dosta koštale privredu Republike Srbije. Prvo, nereformisana javna preduzeća jedan su od osnovnih uzroka fiskalnih problema i akumuliranja javnog duga. Uprkos stabilizaciji dinamike rasta javnog duga tokom 2015. i 2016. godine, već nastali i potencijalni dugovi ovih preduzeća još uvek mogu ugroziti stabilnost javnih finansija i dovesti do dalje akumulacije javnog duga čija je održivost i dalje jedan od ozbiljnih izazova sa kojima se kreatori ekonomske politike suočavaju. Drugo, finansijska pozicija javnih preduzeća predstavlja značajan faktor nelikvidnosti koji se prenosi na ostale privredne subjekte. Malinić je na podacima iz 2013. godine pokazao da dug ovih preduzeća od 350 milijardi dinara, obaveze od 356 milijardi dinara i „gep“ u neto obrtnom kapitalu od 254 milijarde dinara predstavljaju ogroman teret za privredu (Malinić, 2015). Treće, odlaganje reformi urušava njihovu konkurentsku poziciju i poskupljuje svako buduće ozdravljenje bilo putem nalaženja strateških partnera ili snižavanjem cene u slučaju eventualne privatizacije. Iz svega navedenog, jasno je da je rešavanje problema javnih preduzeća ozbiljan ekonomski, socijalni i politički izazov.

Ukoliko posmatramo podatke o broju javnih preduzeća u državnom vlasništvu u odnosu na ukupan broj preduzeća koja posluju u Srbiji moglo bi se pomisliti da uprkos brojnim problemima koji karakterišu njihovo poslovanje uticaj na privredu ukupno posmatrano nije toliko značajan. Međutim, iako podaci ukazuju da je učešće javnih preduzeća oko 0,5% ukupnih privrednih subjekata, ona zapošljavaju blizu 10% zaposlenih u svim kompanijama u Srbiji. Takođe, njihov značaj kako je

pokazao Malinić u svojoj analizi koja je obuhvatala 510 javnih preduzeća koja su imala obavezu sastavljanja finansijskih izveštaja u skladu sa Zakonom o računovodstvu u periodu 2007-2013. nije zanemarljiv ni kada je u pitanju veličina zabeleženih gubitaka. Ovaj sektor privrede učestvovao je u proseku u posmatranom periodu sa oko 15% akumuliranih gubitaka i 10% neto gubitaka kreiranih u toku 2013. godine. Sa druge strane, zabeleženi prihodi iznosili su oko 6% svih prihoda kompanija u Srbiji dok je ukupna imovina učestvovala sa blizu 17% imovine svih posmatranih privrednih subjekata (Malinić, 2015). U analizi koja je imala širi obuhvat posmatranja, Arsić je analizirao podatke 1300 javnih preduzeća pod državnom kontrolom uključujući i lokalna javna preduzeća. U istraživanju koje je sproveo, on navodi da su samo u 2010. ukupni gubici javnih preduzeća iznosili oko milijardu evra, odnosno oko 3,5% BDP. Sa druge strane, subvencije iz republičkog i lokalnih budžeta za podršku ovim preduzećima u toku 2010. i 2011. godine iznosile su 2,7 i 2,3% respektivno (Arsić, 2010). Bez obzira na obuhvat posmatranja, sve relevantne analize pokazuju da je finansijski položaj ovog sektora ugrožen i da se preduzeća u državnom vlasništvu zbirno posmatrano suočavaju sa krizom likvidnosti, solventnosti i profitabilnosti (Glišić, 2013).

Cilj istraživanja je ocena ekonomsko finansijske moći odabranih javnih preduzeća u Republici Srbiji. Želja autora je bila da se analizom ključnih finansijskih performansi, utvrdi njihova trenutna ekonomsko finansijska moć i na taj način doprinese debati o mogućnostima njihovog ozdravljenja. Pri tome, predmet istraživanja ovog rada nije bio da se utvrdi njihov strateški položaj i odluke koje su posmatrana preduzeća donosila u sprovođenju svoje poslovne politike, već bi to mogao biti fokus u nekim narednim i po sadržaju obimnijim istraživanjima koja bi u tom slučaju sadržala i neke sveobuhvatnije predloge reformi i restrukturiranja.

Kao uzorak u istraživanju uzeta su tri javna preduzeća - JP Elektroprivreda Srbije (EPS), JP Srbijagas Novi Sad (Srbijagas) i Telekom Srbija a.d. Beograd (Telekom), koja po svom obimu merenom veličinom poslovnih prihoda predstavljaju najveća i najznačajnija javna preduzeća koja posluju u privredi Republike Srbije. Ova tri posmatrana preduzeća, uz Železnice Srbije i komunalna javna preduzeća ujedno predstavljaju i strateški pojedinačno najznačajnija preduzeća u državnom vlasništvu.

PREGLED LITERATURE

Javna preduzeća kao takva nisu prisutna samo u Srbiji i sličnim tranzicionim zemljama. Ona i u razvijenim zemljama učestvuju u značajnoj meri u kreiranju bruto domaćeg proizvoda (BDP) i zaposlenosti, istovremeno predstavljajući važan

segment ekonomske politike. Primera radi, Francuska, Nemačka i Italija kao vodeće evropske privrede imaju stotine hiljada zaposlenih u preduzećima koja su u manjoj ili većoj meri pod državnom kontrolom, dok se tržišna kapitalizacija ovih kompanija koje se mahom nalaze u sektoru usluga i finansijskih institucija, što je pogotovo slučaj nakon finansijske krize, meri desetinama milijardi evra. Od zemalja OECD, najveći procenat zaposlenih u sektoru javnih preduzeća imaju Norveška, Estonija, Finska i Mađarska (Christiansen, 2011). Imajući u vidu da je poslovanje preduzeća u državnom vlasništvu uvek sa sobom nosilo određene rizike, potrebno je da država definiše pravila upravljanja i transparentnosti u njihovom poslovanju kako bi se osiguralo da njihovo postojanje doprinosi ostvarenju javnog interesa, kao što je i definisano Zakonom o javnim preduzećima (Službeni Glasnik 16/2015, 2015). Ova tematika je bila predmet interesovanja velikog broja istraživača ali i međunarodnih organizacija.

U dokumentu koji predstavlja vodič za korporativno upravljanje u javnim preduzećima, OECD propisuje smernice na kojima bi država trebalo da bazira svoju politiku upravljanja javnim preduzećima u cilju ostvarivanja javnog interesa. Suštinu dokumenta predstavljaju preporuke kojih bi kreatori ekonomske politike trebalo da se drže kako bi minimizirali rizike koje sa sobom nosi državno vlasništvo i specifični izazovi dobrog upravljanja (Menozzi & Vannoni, 2011). Ukoliko se pridržavaju ovih principa, kreatori ekonomske politike bi morali da detaljno evaluiraju ciljeve koji opravdavaju vlasništvo nad određenom kompanijom. To podrazumeva vlasništvo utiče na maksimiziranje vrednosti za društvo, jasno definisanu poslovnu politiku sa navođenjem ciljeva i odgovornosti i iznad svega transparentnost i redovno izveštavanje javnosti. Uloga države kao vlasnika svodi se na pojednostavljenje i standardizaciju zakonskih akata koji se tiču javnih preduzeća, poslovnu autonomiju, nezavisnost u upravljanju i postojanje centralizovanog tela koje bi koordiniralo upravljanje javnim preduzećima i imalo jasno definisane veze sa ostalim državnim organima naročito sa državnom revizorskom institucijom (OECD, 2015).

Preporuke OECD-a nisu lako sprovodive i postoji niz različitih analiza koje ukazuju na probleme u implementaciji pravila korporativnog upravljanja u javnim preduzećima. To za posledicu ima kreiranje manje vrednosti za društvo, i nagomilavanje dugova. Ovo je posebno slučaj u bivšim socijalističkim zemljama koje imaju tradiciju u kojoj je država pre svega vlasnik, a mnogo manje preduzetnik ili koordinator (World Bank, 2014). Marrez na primeru Rumunije navodi da iako učestvuju sa svega 4% u ukupnoj zaposlenosti i stvaraju 8% outputa nefinansijskih privrednih subjekata, preduzeća u državnom vlasništvu dominiraju veoma važnim sektorima kao što su energetski i železnički. Ova preduzeća imaju

značajno veći odnos dugova i profita i nižu profitabilnost u odnosu na privatni sektor što ima negativan uticaj na javne finansije i poslovanje samog privatnog sektora. Primera radi, u 2012. godini preduzeća u državnom vlasništvu učestvovala su sa 17% ukupnih kašnjenja u plaćanju dobavljačima i 50% svih kašnjenja u plaćanju poreza na nivou privrede (Marrez, 2015).

Negativan uticaj na javne finansije prikazan je i na primeru Slovenije u kojoj je samo u toku 2011. godine 1.4 procentna poena ukupnog fiskalnog deficita od 6.4% BDP-a bio posledica kapitalnih transfera javnim preduzećima. U analizi koja je uključila 40 ključnih javnih preduzeća, Georgieva i Riquelme pokazuju da su garancije državnim preduzećima u 2011. godini koja kreiraju jednu šestinu dodate vrednosti i zapošljavaju osminu svih zaposlenih u privredi iznosile 25% BDP Slovenije (Georgieva & Riquelme, 2013).

Poseban problem u poređenju sa preduzećima u privatnom vlasništvu predstavlja nefleksibilnost u pogledu prilagođavanja broja zaposlenih što se jasno može uočiti u periodu krize. U trenucima kada je privreda u stanju depresije u privatnom sektoru dolazi do smanjenja broja zaposlenih i troškovnog prilagođavanja novonastalim okolnostima. Sa druge strane, javni sektor i javna preduzeća u načelu su rigidni kada je u pitanju smanjenje troškova i broja zaposlenih i za očekivati je da se i broj zaposlenih u njima smanjuje sporijom dinamikom. Telegdy na primeru Mađarske pokazuje da su pre krize sektor privatnih i javnih preduzeća imali sličan trend prilagođavanja zaposlenosti. Nakon izbijanja svetske finansijske krize, uočava se razlika u neto stopi kreiranja broja zaposlenih od 7.5-8 procentnih poena koja je posledica sporijeg otpuštanja i lakšeg zapošljavanja u sektoru javnih preduzeća (Telegdy, 2013). Ovo svakako za osnovu nema ekonomske pokazatelje i predstavlja jasan rizik kada je u pitanju kontrola troškova.

Analiza preduzeća u javnom vlasništvu u Srbiji pokazala je izražene finansijske probleme u ovom sektoru koji su se dodatno pojačali u periodu krize. Glišić navodi da su od 10 posmatranih najvećih javnih preduzeća u 2012. godini samo 4 poslovala sa dobitkom, dok su tokom posmatrane godine 2 preduzeća kroz prethodno poslovanje zabeležila gubitak iznad visine kapitala (Glišić, 2013). Na bazi analize celokupnog sektora Malinić ističe da je potrebno da država u potpunosti promeni pristup kada su javna preduzeća u pitanju. Potrebno je imati poseban pristup za svako preduzeće pojedinačno. Ono što bi u načelu trebalo da važi je odvajanje vlasničke i regulatorne funkcije, praćenje performansi od strane posebnog državnog organa, jačanje finansijske i fiskalne discipline i povećanje transparentnosti koja bi povećala poverenje naročito kada su u pitanju kompanije u kombinovanom vlasništvu (Malinić, 2015).

AKTUELNI POLOŽAJ PREDUZEĆA U DRŽAVNOM VLASNIŠTVU

Prema podacima Fiskalnog saveta, objavljenih u dokumentu: Ocena fiskalnih kretanja i strukturnih reformi u 2016. godini, fiskalni deficit iznosio je oko 2% BDP-a, odnosno približno 700 mln eura, što je polovina vrednosti projektovane predlogom budžeta za 2016. godinu. Ostvareni fiskalni rezultat, koji je bolji od planiranog, u najvećoj meri posledica je naplate visokog iznosa javnih prihoda čija održivost nije izvesna. Kako napredak nije posledica smanjenja javnih rashoda, u istraživanju je pokrenuta analiza finansijskog poslovanja javnih preduzeća koja još uvek značajno opterećuju budžet Republike Srbije i koja zbog svojih akumuliranih dugova i netransparentnog poslovanja predstavljaju najveći rizik po makroekonomsku stabilnost. U najznačajnije probleme ovih preduzeća spadaju višak zaposlenih, neekonomske cene, problemi sa naplatom, organizaciona neefikasnost i neusklađenost sa EU pravilima, tehnički gubici i nedovoljno investiranje (Fiskalni savet, 2016). Kada je u pitanju transparentnost, Obradović i Bajić navode da samo u toku 2014. godine od 25 posmatranih javnih preduzeća, njih 14 nije usvojilo godišnji program poslovanja, dok 6 nije raspisalo konkurs za izbor direktora (Obradović & Bajić, 2014).

Posebna pažnja u ovom radu posvećena je preduzećima EPS, Srbijagas i Telekom. U slučaju ovih preduzeća, pre svega EPS-a i Srbijagasa, postoji rizik da dugovi akumulirani u prethodnom periodu padnu na teret budžeta države. Prema podacima Fiskalnog saveta, EPS nedovoljno efikasno sprovodi reformu koja se odnosi na smanjenje broja zaposlenih i raspolaže investicijama koje su teško održive. Svake godine EPS dodatno zadužuje pri čemu iz trenutnih investicija nije u stanju ni da održi kvalitet infrastrukture, dok se o unapređenju kvaliteta poslovanja teško može govoriti. Njegov dug je samo u 2015. godini porastao za preko 250 miliona eura i trenutno iznosi preko 1,1 milijarde eura (Fiskalni savet, 2016). Troškovi radne snage su prema raspoloživim podacima u potpunosti van kontrole i čak najavljena povećanja cene struje bez ozbiljnije promene poslovne politike i strateškog pristupa upravljanju ne mogu značajnije doprineti poboljšanju poslovne pozicije ove kompanije.

Slično EPS-u, ukupni dugovi Srbijagasa prevazilaze iznos od milijardu eura. Poslovanje kompanije već godinama karakteriše problem naplate potraživanja koji se tokom godina spuštao na neverovatnih 60% (Fiskalni savet, 2016). Veliki uticaj na poslovanje imaju faktori poput vremenskih prilika. Pozitivne efekte na poslovanje u 2015. godini imala je činjenica da je gas u nabavci bio jeftiniji, što je uz nepromenjene cene grejanja dovelo do boljih finansijskih pokazatelja. Može se reći da se sa ovakvom poslovnom politikom nastavlja period neizvesnosti kada je u

pitanju buduće poslovanje i implikacije na budžet. Prema ocenama Fiskalnog saveta, dugovi javnih i državnih preduzeća prema Srbijagasu i Elektroprivredi Srbije koji se ove godine procenjuju na 15 do 20 milijardi dinara, predstavljaju jednu od najvećih opasnosti po budžet Republike Srbije.

Telekom predstavlja jedno od državnih preduzeća koje kontinuirano beleži profit. To je svakako posledica činjenica da Telekom posluje u veoma profitabilnoj industriji u kojoj je imao veoma povoljnu startnu poziciju u odnosu na svoje konkurente. Ipak, postoji opravdani strah da kompanija polako gubi trku sa svojim vodećim konkurentima i to otvara konstantne debate o eventualnoj neophodnosti privatizacije. Država je već razmatrala tu opciju ali je zbog nedovoljno atraktivne cene ova alternativa za sada odložena. Protivnici privatizacije smatraju da je neophodno da država zadrži kontrolni paket u ovoj strateški značajnoj grani dodatno ističući da Telekom svake godine u državni budžet uplaćuje barem 100 miliona evra dividende. Pobornici privatizacije ukazuju na to da je veoma teško očekivati da kompanija izdrži veoma napornu trku sa konkurentima koji predstavljaju globalne igrače u industriji i investiraju veoma mnogo u razvoj. Pri tome, državno upravljanje koje karakteriše veoma slaba kontrola troškova koja se ogleda u sponzorisaniu različitih državnih inicijativa i projekata i višak zaposlenih tome dodatno doprinose. Prema analizi iz 2014. godine, Telekom ostvaruje gotovo isti poslovni prihod kao svi njegovi konkurenti (Telenor, VIP i SBB) zajedno, dok zapošljava tri puta više ljudi od sve tri kompanije zajedno (Fiskalni savet, 2014)

OCENA EKONOMSKO FINANSIJSKE MOĆI ODABRANIH JAVNIH PREDUZEĆA

Ocena ekonomsko finansijske moći odabranih javnih preduzeća izvršena je na osnovu podataka dobijenih analizom ključnih performansi finansijskog, imovinskog i prinostnog položaja. Kao osnovni izvor podataka korišćeni su oficijelni konsolidovani finansijski izveštaji preduzeća EPS, Srbijagas i Telekom, dostupni na internet stranici APR. Primenom metoda finansijske analize utvrđene su vrednosti performansi likvidnosti, solventnosti, zaduženosti, upravljanja obrtnom imovinom i profitabilnosti (Đuričin & Beraha, 2014; Đuričin, 2011, 2012) Akcenat je na vremenskoj analizi podataka u periodu 2013-2015. godina.

Kalkulacijom vrednosti racia likvidnosti ocenjena je sposobnost preduzeća da, uz očuvanje dobrog kreditnog boniteta, izmire dospele novčane obaveze u roku. Na osnovu vrednosti racia likvidnosti drugog (*Quick Ratio* - *QR*) i trećeg stepena

(*Current Ratio – CUR*), utvrđeno je da posmatrana preduzeća u periodu 2013-2015. godina nisu zabeležila zavidan nivo likvidnosti.

U celokupnom posmatranom periodu, preduzeća Srbijagas i Telekom nisu raspolagala dovoljnom visinom likvidnih obrtnih sredstava koja su bila potrebna za plaćanje dospelih kratkoročnih obaveza. U periodu 2013-2015. godina, svakih 100 RSD kratkoročnih obaveza preduzeća Srbijagas i Telekom u proseku je bilo pokriveno sa 24 RSD i 63 RSD likvidnih sredstava respektivno. Preduzeće EPS je, u posmatranom periodu, svakih 100 RSD kratkoročnih obaveza u proseku pokrivalo sa 103 RSD likvidnih sredstava. Iz tih razloga, shodno vrednosti *QR*, u posmatranom periodu, likvidnost preduzeća Srbijagas i Telekom ocenjena je kao nepovoljna, dok je likvidnost EPS-a ocenjena kao prihvatljiva.

Kako trajna obrtna sredstva u ukupnim obrtnim sredstvima, u posmatranom periodu, u preduzećima EPS, Srbijagas i Telekom u proseku učestvuju 21,4%, 37,15% i 16,30% respektivno za granicu prihvatljivosti racia likvidnosti trećeg stepena određena je vrednost koja iznosi najmanje 1 (jedan). Prema zabeleženim vrednostima *CUR*, u periodu 2013-2015. godina, likvidnost preduzeća Srbijagas i Telekom se ocenjuje kao nepovoljna, dok se likvidnost preduzeća EPS smatra prihvatljivom. Ovo iz razloga što je u periodu 2013-2015. godina svakih 100 RSD kratkoročnih obaveza u preduzećima EPS, Srbijagas i Telekom u proseku bilo pokriveno sa 131 RSD, 37 RSD i 74 RSD obrtnih sredstava respektivno.

Tabela 1. Analiza likvidnosti

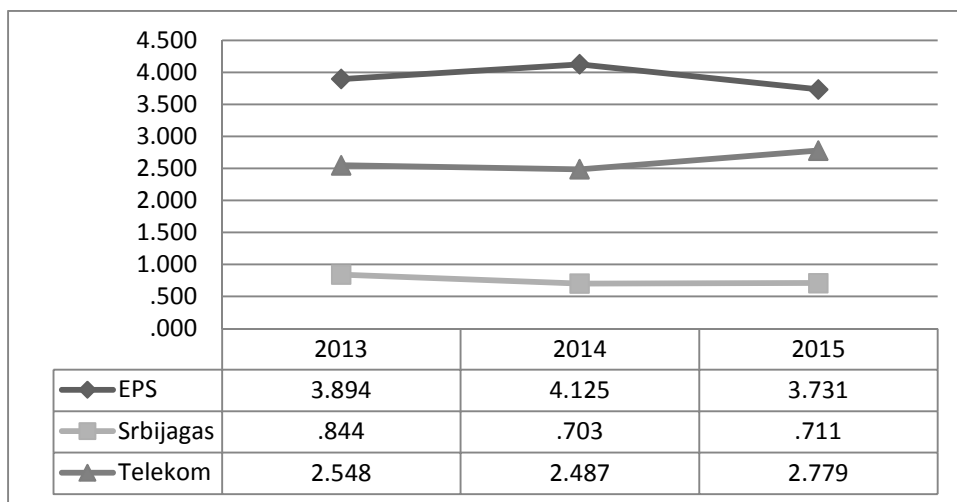
EPS	2013	2014	2015
Likvidnost drugog stepena	1,03	0,94	1,13
Likvidnost trećeg stepena	1,24	1,24	1,46
SRBIJAGAS	2013	2014	2015
Likvidnost drugog stepena	0,40	0,17	0,15
Likvidnost trećeg stepena	0,57	0,28	0,26
TELEKOM	2013	2014	2015
Likvidnost drugog stepena	0,49	0,70	0,69
Likvidnost trećeg stepena	0,62	0,81	0,80

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka APR

Uprkos nelikvidnom poslovanju, u celokupnom posmatranom periodu, preduzeće Telekom poslovalo je solventno. Solventno poslovanje karakteristično je i za EPS, dok je preduzeće Srbijagas u celokupnom posmatranom periodu poslovalo insolventno. Za razliku od Telekoma i EPS-a, preduzeće Srbijagas, u posmatranom

periodu, odlikuje izostanak mogućnosti da iz svoje poslovne imovine pokrije ukupne dugove.

Grafikon 1. Analiza solventnosti



Izvor: Izrada autora na osnovu podataka APR

U preduzećima EPS i Telekom struktura pasive s aspekta vlasništva, u celokupnom posmatranom periodu, pomerena je u korist sopstvenih izvora finansiranja. Poslovna aktivnost preduzeća Srbijagas, u periodu 2013-2015. godina u celosti se finansira iz pozajmljenih izvora finansiranja. Učešće obaveza u ukupnim izvorima finansiranja u iznosu od 100% posledica je izuzetno nerentabilnog poslovanja koje je uslovalo pojavu gubitka u iznosu višem od vrednosti sopstvenog kapitala. Preduzeće Srbijagas je, usled neprofitabilnog poslovanja, pored sopstvenog kapitala izgubilo i deo spoljnih izvora finansiranja.

Tabela 2. Analiza zaduženosti

- u % -

Učešće obaveza u ukupnim izvorima finansiranja	2013	2014	2015
EPS	26,03	24,59	27,23
SRBIJAGAS	100,00	100,00	100,00
TELEKOM	39,64	40,59	36,26

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka APR

Nerentabilno poslovanje preduzeća Srbijagas ogleda se u činjenici da je zbog gubitka sopstvenog kapitala izostala mogućnost obračuna ROE. S druge strane,

preduzeća EPS i Telekom su, u periodu 2013-2015. godina, u proseku na svaki dinar investiranog sopstvenog kapitala ostvarila 0,66% i 10,44% neto dobitka respektivno. Preduzeće Telekom odlikuje znatno viši, i u celokupnom posmatranom periodu pozitivan, prinos na sopstveni kapital, dok je u EPS-u 2014. godini zabeleženo generisanje neto gubitka. U 2014. godini EPS je na svaki dinar investiranog sopstvenog kapitala generisao 1,25% neto gubitka.

Slična situacija je i sa prinosom na ukupno investirana sredstva. U proseku, na svaki dinar uložen u ukupna sredstva preduzeća EPS i Telekom ostvarila su 0,48% i 6,32% neto dobitka respektivno, dok je Srbijagas na svaki dinar uložen u ukupna sredstva generisao 22,95% neto gubitka. I pored izrazito nerentabilnog poslovanja, za preduzeće Srbijagas karakteristična je pojava pozitivnog trenda ROA racia. Zabeležen pozitivan trend, u najvećoj meri, posledica je realizacije dobitka u okviru osnovne poslovne aktivnosti. U Srbijagasu, u periodu 2013-2014. godina, svaki dinar poslovnih prihoda činio je 3,14%, i 4,09% poslovnog gubitka respektivno, dok je u 2015. godini svaki dinar poslovnih prihoda činio 6,51% poslovnog dobitka. U periodu 2013-2015. godina, u preduzećima EPS i Telekom svaki dinar poslovnih prihoda u proseku je činio 12,5% i 10,46% poslovnog dobitka respektivno.

Tabela 3. Analiza rentabilnosti

EPS	2013	2014	2015
<i>Operating Profit Margin (OPM)</i>	13,62	10,61	13,27
<i>Return on assets (ROA)</i>	1,72	-0,93	0,64
<i>Return on equity (ROE)</i>	2,35	-1,25	0,89
SRBIJAGAS	2013	2014	2015
<i>Operating Profit Margin (OPM)</i>	-3,14	-4,09	6,51
<i>Return on assets (ROA)</i>	-36,66	-31,94	-0,25
<i>Return on equity (ROE)</i>	/	/	/
TELEKOM	2013	2014	2015
<i>Operating Profit Margin (OPM)</i>	17,82	17,27	12,64
<i>Return on assets (ROA)</i>	6,56	6,80	5,61
<i>Return on equity (ROE)</i>	10,97	11,55	8,86

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka APR

Dekomponovanjem ukupnog bruto finansijskog rezultata utvrđeno je iz kojih prihoda on potiče i izvršena je ocena uspešnosti bilansa. Shodno vrednosti rezultata iz redovnog poslovanja preduzeće Srbijagas je u periodu 2013-2014. godina poslovalo apsolutno neuspešno, dok je u 2015. godini poslovalo uspešno

sa izuzetkom. Uspešno iz razloga što je zabeležilo dobitak u oblasti redovnog poslovanja, sa izuzetkom iz razloga što je poslovalo sa negativnim bruto finansijskim rezultatom. EPS je samo u 2014. godini poslovao uspešno sa izuzetkom, dok je u 2013. godini i 2015. godini poslovao apsolutno uspešno. Preduzeće Telekom je, shodno vrednosti rezultata iz redovnog poslovanja i bruto finansijskog rezultata poslovalo apsolutno uspešno u celokupnom posmatranom periodu. U preduzećima EPS i Srbijagas došlo je do rasta vrednosti rezultata iz redovnog poslovanja i ukupnog bruto finansijskog rezultata u 2015. godini, u odnosu na 2014. godinu, dok je u Telekomu u ovom periodu zabeleženo smanjenje njihove vrednosti.

Tabela 4. Analiza strukture finansijskog rezultata

- u mil. RSD -

EPS	2013	2014	2015
Poslovni rezultat	33.280	24.832	32.645
Rezultat iz finansiranja	9.262	1.309	2.568
Rezultat iz redovnog poslovanja	42.543	26.141	35.212
Rezultat iz prihoda od usklađivanja	0	-25.145	-17.640
Rezultat iz ostalih prihoda	-20.229	-9.844	-8.041
Ukupan bruto finansijski rezultat	22.313	-8.849	9.532
SRBIJAGAS	2013	2014	2015
Poslovni rezultat	-2.563	-3.443	6.443
Rezultat iz finansiranja	-1.751	-15.214	-4.032
Rezultat iz redovnog poslovanja	-4.313	-18.657	2.411
Rezultat iz prihoda od usklađivanja	0	-23.537	-3.713
Rezultat iz ostalih prihoda	-46.663	-2.563	1.083
Ukupan bruto finansijski rezultat	-50.977	-44.757	-219
TELEKOM	2013	2014	2015
Poslovni rezultat	21.726	21.503	16.534
Rezultat iz finansiranja	-2.029	-3.559	-700
Rezultat iz redovnog poslovanja	19.697	17.944	15.834
Rezultat iz prihoda od usklađivanja	0	-181	-1.789
Rezultat iz ostalih prihoda	-1.585	-226	1.229
Ukupan bruto finansijski rezultat	18.112	17.538	15.273

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka APR

Vrednost posmatranih performansi, pre svega likvidnosti, uslovljena je položajem preduzeća na prodajnom i na nabavnom tržištu. Uopšteno posmatrano, preduzeće

Telekom u najkraćem vremenskom periodu naplaćuje potraživanja i izmiruje svoje obaveze. Međutim, prosečan period naplate potraživanja u trajanju od 49 dana i izmirenja obaveza u trajanju od 39 dana ne mogu se smatrati prihvatljivim s aspekta efikasnog upravljanja imovinom. Pored toga, preduzeće Telekom u kraćem vremenskom periodu plaća svoje obaveze nego što naplaćuje potraživanja zbog čega ga, između ostalog, odlikuje nelikvidno poslovanje. Znatno lošiji položaj na prodajnom i na nabavnom tržištu beleže preduzeća EPS i Srbijagas. Preduzeća EPS i Srbijagas naplaćuju svoja potraživanja u proseku svaki 90-ti i 109-ti dan respektivno, dok im obaveze dospevaju za izmirenje svaki 56-ti i 192 dan. Za oba preduzeća je karakteristično da u kraćem vremenskom periodu plaćaju svoje obaveze nego što naplaćuju potraživanja kao i da im se položaj na prodajnom i nabavnom tržištu poboljšao u periodu 2014-2015. godina, u odnosu na 2013. godinu. Iako se period naplate potraživanja i izmirenja obaveza smanjuje, preduzeća EPS i Srbijagas i dalje odlikuje nezavidan položaj na prodajnom i nabavnom tržištu.

Tabela 5. Analiza položaja na prodajnom i na nabavnom tržištu

EPS	2013	2014	2015
Koeficijent obrta kupaca	2,67	5,43	5,53
Vreme trajanja jednog obrta	136,73	67,28	65,96
Koeficijent obrta dobavljača	3,70	9,12	13,05
Vreme trajanja jednog obrta	98,56	40,03	27,96
SRBIJAGAS	2013	2014	2015
Koeficijent obrta kupaca	2,12	4,59	4,89
Vreme trajanja jednog obrta	171,97	79,48	74,62
Koeficijent obrta dobavljača	1,45	1,61	3,74
Vreme trajanja jednog obrta	251,18	226,40	97,61
TELEKOM	2013	2014	2015
Koeficijent obrta kupaca	7,61	7,37	7,58
Vreme trajanja jednog obrta	47,94	49,51	48,13
Koeficijent obrta dobavljača	8,91	10,66	8,91
Vreme trajanja jednog obrta	40,95	34,24	40,94

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka APR

ZAKLJUČAK

Rezultati istraživanja ukazuju na potrebu za preduzimanjem pojedinačnog pristupa u postupku iznalaženja mera za unapređenje finansijskog aspekta poslovanja odabranih javnih preduzeća. Relativno sličan trend vrednosti ključnih ekonomsko finansijskih performansi posledica je različitih nedostataka u oblasti upravljanja raspoloživom imovinom i njenim izvorima. Ono što je zajedničko za analizom obuhvaćena preduzeća jeste potreba za uspostavljanjem transparentnosti poslovnih aktivnosti, preispitivanjem opravdanosti definisanih ciljeva i uspostavljanjem sistema odgovornosti za preduzete aktivnosti.

Pretpostavka za implementaciju mera za unapređenje poslovanja ovih preduzeća je transparentnost u vođenju poslovne politike i upravljanju državnom imovinom i njenim izvorima. Ova pretpostavka je ključna ukoliko se teži realizaciji ciljeva od javnog interesa, sprečavanju trošenja resursa za potrebe finansiranja formalnih i neformalnih centara moći i uvođenju sistema odgovornosti za sprovedene aktivnosti. U ovom postupku uloga države kao vlasnika kapitala je ključna. Realizacija ciljeva od javnog interesa zahteva standardizovanje zakonske regulative i internih procedura kao i uspostavljanje nezavisnog institucionalnog sistema za koordinaciju upravljačkih aktivnosti i kontrolu poslovanja preduzeća u državnom vlasništvu. Takođe, od vlasnika kapitala, odnosno države očekuje se da savesno postupa prilikom izbora menadžmenta i pruži mogućnost stručnim i kompetentnim osobama da učestvuju u reformi ovih preduzeća.

Sprovedenje reformi preduzeća u državnom vlasništvu ključno je za revitalizaciju srpske privrede kako zbog resursa kojima raspolažu tako i zbog uloge koju imaju u fiskalnoj stabilizaciji. Ukoliko detaljno sprovedena analiza trenutnog stanja, od strane stručnog, kompetentnog i nezavisnog kadra ili institucije, ukaže da postoji prostor za restrukturiranje pojedinih preduzeća u državnom vlasništvu, to se, usled njihovog šireg društvenog i ekonomskog značaja, nameće kao imperativ. U suprotnom, ukoliko ne postoji perspektiva za restrukturiranjem koje bi obezbedilo održivo poslovanje, preduzeća u državnom vlasništvu, u cilju sprečavanja nagomilavanja dugova, potrebno je likvidirati. Ovde se pre svega misli na likvidaciju preduzeća kod kojih je, zbog nerentabilnog poslovanja, došlo do značajnog smanjenja sopstvenog kapitala ili njegovog potpunog nestajanja usled dugogodišnjeg poslovanja sa gubitkom. Posebnu pažnju potrebno je obratiti na preduzeća kod kojih su se akumulirani dugovi i gubitak pokrivali iz budžetskih sredstava i na taj način prividno odavala utisak uspešnog poslovanja.

U postupku restrukturiranja preduzećima je, umesto dozvoljene akumulacije dugova, potrebno obezbediti transparentne i opravdane budžetske subvencije. Ovde se pre svega misli na početnu fazu u postupku finansijskog restrukturiranja koji predstavlja samo jedan od mogućih oblika restrukturiranja. Pored finansijskog, najveći broj domaćih preduzeća u državnom vlasništvu zahteva i ostale oblike restrukturiranja, odnosno sprovođenje strategijskog, organizacionog, vlasničkog, tržišnog i drugih oblika restrukturiranja.

Rezultati istraživanja, dobijeni primenom finansijske analize služe za dijagnostikovanje ekonomsko finansijske moći odabranih preduzeća u poslednje tri poslovne godine. Na osnovu dobijenih rezultata, uz sprovođenje dodatnih neophodnih analiza, moguće je izneti predlog mera u oblasti finansijskog restrukturiranja odabranih preduzeća. Dobijeni rezultati pokazuju da preduzeća Telekom, EPS i Srbijagas odlikuje nezavidan položaj na prodajnom i nabavnom tržištu, odnosno prolongirani rokovi naplate potraživanja i izmirenja obaveza. Ovi rezultati dodatno potkrepljuju zaključke Fiskalnog saveta da dugovi javnih i državnih preduzeća prema EPS-u i Srbijagasu predstavljaju jednu od najvećih opasnosti po budžet Republike Srbije. Pored toga, iako se likvidnost preduzeća EPS, za razliku od Srbijagasa i Telekoma, ocenjuje kao prihvatljiva postavlja se pitanje u kojoj meri je intervencija države uticala na pozitivnu ocenu mogućnosti izmirenja dospelih obaveza ovog preduzeća. Posebno zabrinjava činjenica da je pri oceni zaduženosti utvrđeno da se celokupna poslovna aktivnost preduzeća Srbijagas finansira iz spoljnih izvora finansiranja. Ovakva struktura pasive s aspekta vlasništva, u državnom preduzeću, nedopustiva je iz prostog razloga što je dugogodišnje nerentabilno poslovanje uslovalo gubitak ne samo sopstvenih nego i pozajmljenih izvora finansiranja. Nerentabilno poslovanje Srbijagasa ogleda se i u činjenici da je u preduzeću zbog gubitka sopstvenih izvora finansiranja izostala mogućnost obračuna prinosa na ukupno investirani kapital. Slična situacija je i sa prinosom na ukupno investirana sredstva iz razloga što je Srbijagas na svaki dinar uložen u ukupna sredstva u proseku generisao 22,95% neto gubitka.

Iznošenje predloga mera u oblasti finansijskog restrukturiranja najpre zahteva analizu i ocenu organizacione strukture, strategije i načina upravljanja odabranih preduzeća što predstavlja zahtevan izazov koji bi mogao biti predmet budućih istraživanja.

LITERATURA

1. Arsić, M. (2010). Reforme državnih i društvenih preduzeća. *Kvartalni Monitor Ekonomskih Trendova Politika U Srbiji, Fondacija Za Razvoj Ekonomske Nauke*, (28).
2. Christiansen, H. (2011). *The Size and Composition of the SOE Sector in OECD Countries*.
3. Đuričin, S. (2011). Analiza održavanja likvidnosti srednjih preduzeća uz poboljšanje položaja na tržištu. *Računovodstvo, Računovodstvo D.o.o. Savez Računovođa I Revizora Srbije*, 11, 65–74.
4. Đuričin, S. (2012). *Analiza poslovanja i mogućnosti izlaska preduzeća iz zone gubitka*. Institut ekonomskih nauka.
5. Đuričin, S., & Beraha, I. (2014). Unapređenje finansijskih performansi agroindustrijskog sektora po osnovu podsticajnih mera razvoja. In *Deindustrijalizacija u Srbiji: mogućnost revitalizacije industrijskog sektora* (pp. 690–703). Retrieved from http://ebooks.ien.bg.ac.rs/68/1/sdj_2014_01.pdf
6. Fiskalni savet. (2014). *Analiza preduzeća u državnom vlasništvu : fiskalni aspekt*.
7. Fiskalni savet. (2016). *Fiskalna kretanja u 2016. godini - Konsolidacija i reforme 2016-2020*.
8. Fondacija za otvoreno Društvo. (2013). *Transparentnost u radu javnih preduzeća*.
9. Georgieva, B. S., & Riquelme, D. M. (2013). Slovenia : State-Owned and State-Controlled Enterprises. *ECFIN Country Focus*, 10(3), 1–8.
10. Glišić, M. (2013). Osvrti Osvrti. *Kvartalni Monitor Ekonomskih Trendova Politika U Srbiji, Fondacija Za Razvoj Ekonomske Nauke*, 33, 63–73.
11. Malinić, D. (2015). The relevance of positional risks in creating development strategy : the case of public enterprises. *Ekonomika Preduzeća*, 727.
12. Marrez, B. H. (2015). *The role of state-owned enterprises in Romania* (Vol. 12).
13. Menozzi, A., & Vannoni, D. (2011). Political connections in boards of directors. *Industrial and Corporate Change*, 21(3), 671–698.
14. Obradović, M., & Bajić, O. (2014). Ko i kako upravlja javnim preduzećima. *Seriya Nove Ekonomije*, Br. 9.
15. OECD. (2015). *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises, 2015*.
16. Službeni Glasnik 16/2015. (2015). Zakon o javnim preduzećima. Retrieved from http://www.paragraf.rs/propisi/zakon_o_javnim_preduzecima.html
17. Telegdy, A. (2013). Employment Adjustment during the Global Crisis : Differences between State-Owned and Private Enterprises. *BWP - Budapest Working Papers on the Labour Market*, 2013/11.

18. World Bank. (2014). *Corporate Governance of State-Owned Enterprises*. Retrieved from <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/20390/9781464802225.pdf?sequence=1>