

ANALIZA FINANSIJSKE SIGURNOSTI PREDUZEĆA U RESTRUKTURIRANJU – PRERAĐIVAČKA INDUSTRIJA¹

Gordana Vukelić²
Slavica Stevanović³
Grozdana Belopavlović⁴

Apstrakt

Restrukturiranje je potreba mnogih ekonomskih subjekata u savremenom društvu, koji izborom adekvatne strategije i tehnika restrukturiranja nastoje poboljšati performanse poslovanja i kreirati dodatnu vrednost za vlasnike kapitala. U slučaju neuspešno privatizovanih srpskih preduzeća, restrukturiranje je jedini način njihovog opstanka. Cilj rada je analiza statusa preduzeća u procesu restrukturiranja, kao i sagledavanje njihove finansijsko strukturne pozicije i uspešnosti i neuspešnosti poslovanja.

Proces privatizacije su obeležile, između ostalog, neuspele prodaje, otkazane aukcije i tenderi, kao i raskidi ugovora. Status i struktura preduzeća, koja su se kroz proces restrukturiranja trebala osposobiti za zdravo ekonomsko funkcionisanje, predmet su analize u prvom delu rada. Srpska privreda se već duže suočava sa kontinuiranim nagomilavanjem gubitaka, koji takođe opterećuju i preduzeća u restrukturiranju i državni budžet. Stoga je u drugom delu rada prikazana komparativna analiza kumuliranih gubitaka. U radu je analizirana

¹ Rad je deo istraživanja na projektu OI broj 179015 (Izazovi i perspektive strukturnih promena u Srbiji: Strateški pravci ekonomskog razvoja i usklađivanja sa zahtevima EU), projektu III broj 47009 (Evropske integracije i društveno-ekonomske promene privrede Srbije na putu ka EU) i broj 43007 (Istraživanje klimatskih promena i njihovog uticaja na životnu sredinu – praćenje uticaja, adaptacija i ublažavanje) koje finansira Ministarstvo prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije

² dr Gordana Vukelić, redovni profesor, Beogradska bankarska akademija – Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije

³ mr Slavica Stevanović, istraživač saradnik, Institut ekonomskih nauka, Beograd

⁴ dr Grozdana Belopavlović, docent, Beogradska bankarska akademija – Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije

finansijska pozicija odabranih preduzeća prerađivačke industrije u cilju ocene finansijske sigurnosti.

Ključne reči: *restrukturiranje, prerađivačka industrija, gubitak, finansijska sigurnost, analiza.*

UVOD

Reindustrijalizacija srpske privrede podrazumeva eliminisanje ključnih ograničenja koja sprečavaju stvaranje efikasnije privredne strukture. Jedan od problema jeste postojanje velikog broja industrijskih preduzeća u kojima nije završen proces privatizacije. Usvajanjem novih zakona o stečaju i privatizaciji, potrebno je stvoriti regulatorni okvir koji će omogućiti rešavanje problema preduzeća koja u velikoj meri usporavaju rast i razvoj privrede Srbije. Na predstavnicima državne uprave je da stvore uslove za adekvatnu primenu nevedenih zakona kako pozitivni efekti ne bi izostali.

Predlog promene zakonske regulative u oblasti privatizacije nije ideja novijeg datuma. Autori studije Konkurentnost privrede Srbije još 2003. godine predlažu usvajanje novog zakona o stečaju, koji se posmatra kao relevantan instrument za čišćenje srpske privrede. Pored toga, navode se urgentne mere za unapređenje postojećeg procesa privatizacije koje podrazumevaju obavezivanje investitora na revitalizovanje kupljenih preduzeća pre naredne prodaje, restrukturiranje loših preduzeća pre privatizacije samo kao izuzetak, usmeravanje sredstava od prodaje preduzeća u kreditiranje razvojnih izvoznih projekata i sl. I posle deset godina, i dalje se navode iste mere, ali one se sada moraju sprovesti bez odlaganja. Reforme koje se odnose na preduzeća u restrukturiranju su neophodne, kako bi se u narednom periodu moglo očekivati ubrzanje privrednog rasta.

ANALIZA STATUSA PREDUZEĆA U PROCESU RESTRUKTURIRANJA

Statusne, organizacione i promene pravne forme su za mnoga preduzeća u restrukturiranju neophodne, kako bi se preduzeća osposobila za zdravo ekonomsko funkcionisanje i ostvarila poslovne performanse koje mogu privući investitore. Željeni rezultat restrukturiranja preduzeća je unapređenje efikasnosti poslovanja, preduzeća u celini ili delova koja imaju potencijal i resurse koji će generisati buduće ekonomske koristi.

U procesu privatizacije u Srbiji, preduzeća su kupovala fizička ili pravna lica na aukciji ili putem tendera. Novi vlasnici su uglavnom koristili pogodnosti po pitanju uslova plaćanja, na osnovu čega su kupoprodajnim ugovorom definisane iznose mogli uplaćivati na nekoliko godišnjih rata. Neispunjavanje ugovorenih obaveza je dovelo do raskida ugovora, nakon čega su preduzeća uključena u proces

restrukturiranja ili je u njima pokrenut stečajni postupak. Posle raskida ugovora o privatizaciji, mnoga preduzeća imaju teškoće u pronalaženju novih kupaca ili strateških partnera, tako da njihov status ostaje nepromenjen i čeka vreme kada će država, kao većinski vlasnik kapitala, preduzeti adekvatne mere. Pored neuspelih prodaja, otkazanih aukcija i raskida ugovora, malverzacije i afere su takođe obeležile proces privatizacije srpskih preduzeća.

Agencija za privatizaciju (u daljem tekstu Agencija) je u oktobru 2013. godine, u okviru Centra za restrukturiranje registrovala 174 preduzeća koja se nalaze u procesu restrukturiranja. Od toga, neznatan broj od 9 preduzeća se odnosi na ona koja su prodana, dok je kod dva izvršen prekid privatizacije. Predmet analize u ovom delu rada je 165 preduzeća u kojima još uvek nije završen proces restrukturiranja.

Veliki broj ugovora koje je Agencija sklopila sa kupcima je raskinut. S obzirom na štetu koju preduzeća trpe usled prodaje pogrešnim kupcima, broj raskinutih ugovora o prodaji kapitala preduzeća u restrukturiranju je značajan. Od 69 preduzeća koja su nakon prodaje raskinula ugovor, metodom tendera je bilo prodato 26, a metodom aukcije 36 preduzeća. Znatno je manji broj preduzeća kod kojih je promenjena metoda privatizacije, tako da je nakon raskida ugovora o prodaji metodom aukcije, 7 preduzeća nastavilo privatizaciju i prodaju metodom tendera. Pokazalo se da je tenderska prodaja dala bolje rezultate, jer se od kupaca tražio i investicioni i socijalni program, kao i bankarske garancije.

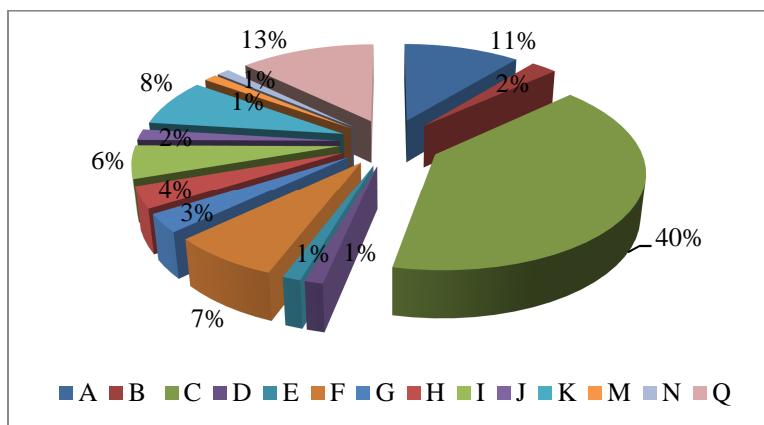
Ukoliko hronološki posmatramo promene statusa preduzeća u nadležnosti Agencije, možemo zaključiti da je 7 preduzeća koja su bila u procesu restrukturiranja promenilo status u septembru 2013. godine pokretanjem stečajnog postupka. S obzirom na najave predstavnika Vlade Republike Srbije, očekuje se da će se u narednom periodu povećati broj preduzeća koja bi na isti način mogla promeniti status.

Detaljnija analiza istorije privatizacije preduzeća u restrukturiranju pokazuje da su neka od njih nakon neuspele prodaje kapitala, pokušala da prodaju pojedine delove imovine. Licitacije ili tenderi za prodaju delova imovine su uspešni kod 8 preduzeća, pri čemu još 17 na ovaj način želi da proda deo imovine, ali su licitacije i tenderi neuspešni ili još uvek traju. Najveći uspeh u prodaji delova imovine u 2012. godini su imala preduzeća iz prerađivačke industrije, i to iz tekstilne industrije, proizvodnje plastičnih masa i proizvoda od gume. Struktura preduzeća u restrukturiranju po privrednim sektorima je prikazana u grafikonu 1.

Analiza sektorskog rasporeda preduzeća u restrukturiranju pokazuje da najveći broj njih, čak 40% pripada sektoru C - Prerađivačka industrija. Od ukupnog broja posmatranih preduzeća, oko 13% posluje u sektoru Q - Zdravstvena i socijalna zaštita, dok 11% preduzeća pripada sektoru A - Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo. Preduzeća u restrukturiranju koja posluju u delatnostima K - Finansijske delatnosti i delatnost osiguranja i F - Građevinarstvo su zastupljena sa 8% i 7%

respektivno. U okviru ostalih sektora posluje znatno manji broj preduzeća, i to u rasponu od 1% do 5% po sektoru.

Grafikon 1. Preduzeća u restrukturiranju po sektorima



Izvor: Agencija za privatizaciju RS

Ukoliko se posmatra struktura preduzeća u restrukturiranju po veličini, najveće učešće od 41% imaju mala preduzeća. Srednja i velika čine 30% i 29% preduzeća u restrukturiranju respektivno. Analiza pravne forme pokazuje da najveći procenat od 63% preduzeća u restrukturiranju čine akcionarska društva. Privatizacija preduzeća sa društvenim kapitalom je za rezultat imala njihovo pretvaranje u otvorena akcionarska društva, pa su ne retko i male firme dobijale AD pravnu formu, što je neuobičajeno i na dugi rok neodrživo. Nešto manje, sa 26% su zastupljena društva sa ograničenom odgovornošću. Određeni broj preduzeća još uvek ima pravnu formu društvenog preduzeća. Postoje i tri preduzeća čiji je kapital u stopostotnom vlasništvu države pa su registrovana kao javna preduzeća.

Činjenica da su preduzeća iz prerađivačke industrije najzastupljenija u procesu restrukturiranja, razlog je što u nastavku rada autori posebnu pažnju posvećuju njihovoj analizi. Od ukupnog broja preduzeća iz prerađivačke industrije, proizvodnjom motornih vozila, prikolica i poluprikolica se bavi 21%, a proizvodnjom metalnih proizvoda 9% preduzeća. Osnovna delatnost 7 preduzeća jeste proizvodnja tekstila, odevnih predmeta, kože i predmeta od kože i ona zajedno čine 11% prerađivačke industrije u restrukturiranju. U ostalim delatnostima prerađivačke industrije posluje između dva i tri preduzeća po delatnosti.

(NE)PROFITABILNOST POSLOVANJA PREDUZEĆA U RESTRUKTURIRANJU

Gubitke od loše privatizacije u Srbiji i neuspešne prodaje određenih preduzeća imali su i još uvek imaju preduzeća, ali i društvo u celini. Rezultat politički vođene privatizacije i neefikasnog upravljanja preduzećima, koja su za sve odluke morala konsultovati Agenciju, upravo jesu kumulirani gubici koji opterećuju srpsku privredu i državni budžet. Nizak nivo ukupne ekonomske aktivnosti u Srbiji, realni pad bruto domaćeg proizvoda tokom 2012. godine od 1,7% (Narodna banka Srbije, 2013) i poslovanje sa gubitkom u istoj godini su praćeni i rastom kumuliranih gubitaka privrednih društava.

Gubitak predstavlja negativan rezultat koji je preduzeće ostvarilo tokom poslovanja u posmatranom periodu. S obzirom da su rashodi veći od prikazanih prihoda, negativan rezultat predstavlja korektivnu stavku bilansne pozicije kapitala. Kako je poslednjih godina srpska privreda suočena sa finansijskim teškoćama, mnoga preduzeća su likvidirana ili su u postupku stečaja. Preduzeća koja su uspela da opstanu, u najvećem broju slučajeva su nastavila poslovanje sa gubitkom, pri čemu je visina kumuliranog gubitka najčešće prelazila visinu sopstvenog kapitala.

Kumulirani gubitak je zbir gubitka do visine sopstvenog kapitala i iznosa gubitka koji prelazi ukupan iznos sopstvenog kapitala. Gubitak do visine kapitala je pozicija koja je prikazana u pasivi bilansa stanja kao korekcija pozicije kapitala, dok se gubitak iznad visine kapitala prikazuje u aktivi bilansa stanja kao nezavisna pozicija. Odvojenim prikazivanjem te kategorije se nastoji očuvati iskazna moć bilansa (Ranković, 2011) i omogućiti jasan uvid u strukturu pozicije kapitala. Iz istog razloga se posebno vrši prikazivanje pozicije Gubitak iznad visine kapitala. U pitanju je iznos gubitka koji u celini pada na teret poverilaca.

Srpska privreda se već duži vremenski period suočava sa kontinuiranim nagomilavanjem gubitaka. Finansijske teškoće su i uzrok i posledica negativnog finansijskog rezultata preduzeća i privrede u celini. Dugogodišnje poslovanje sa gubicima koji su na kraju 2012. godine dostigli iznos od 2.462.814 miliona dinara, je upravo jedan od glavnih razloga finansijskih problema u privredi. Prema podacima Agencije za privredne registre – APR, koji su prikazani u Saopštenju o poslovanju privrede u RS, visina ukupnog kumuliranog gubitka u srpskim preduzećima je povećana za 8,3% u odnosu na 2011. godinu. Dodatno zabrinjava činjenica da je u istom periodu došlo do smanjenja broja privrednih društava za 1%, tako da je povećanje gubitaka najverovatnije posledica povećanja finansijskih teškoća srpskih preduzeća.

Ukupni gubici iznad visine sopstvenog kapitala u 2012. godini iznose 973.224 milijardi dinara, što čini nepunih 40% svih gubitaka. U odnosu na 2011. godinu je došlo do povećanja, kako ukupne visine gubitaka iznad visine sopstvenog kapitala za 19,5%, tako i njihovog učešća u kumuliranom gubitku (Agencija za privredne registre, 2013).

Tabela 1. Kumulirani gubici privrednih društava, 2012

Pozicije gubitka	Iznos (u mil dinara)	Učešće u privrednim društvima RS (%)
1. Gubitak do visine kapitala		
Privredna društva u Srbiji	1.489.590	100,0
Prerađivačka industrija	424.095	28,5
Preduzeća u restrukturiranju	180.231	12,1
Prerađivačka industrija u restrukturiranju	93.724	6,3
2. Gubitak iznad visine kapitala		
Privredna društva u Srbiji	973.224	100,0
Prerađivačka industrija	335.696	34,5
Preduzeća u restrukturiranju	195.678	20,1
Prerađivačka industrija u restrukturiranju	134.974	13,9
3. Kumulirani gubici (1+2)		
Privredna društva u Srbiji	2.462.814	100,0
Prerađivačka industrija	759.791	30,9
Preduzeća u restrukturiranju	375.909	15,3
Prerađivačka industrija u restrukturiranju	228.698	9,3

Izvor: Proračun autora prema podacima Agencije za privredne registre

Finansijski rezultati koji iz godine u godinu tope sopstveni kapital kao garantnu supstancu poslovanja preduzeća, narušavaju poverenje poverilaca. Preduzeća u restrukturiranju su uglavnom iskazala negativan neto finansijski rezultat u 2012. godini, kao i privredna društva u Srbiji u celini.

Sa neto dobitkom u ukupnom iznosu od 11.797 miliona dinara je poslovalo svega 10 preduzeća. Ukupni gubici u 2012. godini su kumulirani za 162 preduzeća, s obzirom da za 3 preduzeća ne postoje javno dostupni finansijski izveštaji. Finansijski rezultat preduzeća u restrukturiranju je detaljnije prikazan u tabeli 2.

Tabela 2. Finansijski rezultat preduzeća u restrukturiranju, 2012

Pozicije gubitka/dobitka	Iznos (u mil dinara)	Broj društava	Učešće u privrednim društvima RS (%)
Gubitak do visine kapitala	180.231	152	12,1
Gubitak iznad visine kapitala	195.678	93	20,1
Kumulirani gubici	375.909	152	15,3
Neto dobitak	11.797	10	

Izvor: Proračun autora prema podacima Agencije za privredne registre

Preko 30% kumuliranih gubitaka srpske privrede je skoncentrisano u preduzećima prerađivačke industrije. Sa ukupnim iznosom od 375.909 miliona dinara, preduzeća u restrukturiranju učestvuju sa 15,3% u gubitku svih privrednih društava. U sektoru prerađivačke industrije profitabilno su poslovala samo tri preduzeća u restrukturiranju.

Tabela 3. Finansijski rezultat preduzeća u restrukturiranju-prerađivačka industrija, 2012

Pozicije gubitka/dobitka	Iznos (u mil dinara)	Učešće u društvima u restrukturiranju (%)	Učešće u društvima prerađivačke industrije (%)
Gubitak do visine kapitala	93.724	52,0	22,1
Gubitak iznad visine kapitala	134.974	69,0	40,2
Kumulirani gubici	228.698	60,8	30,1
Neto dobitak	602		

Izvor: Proračun autora prema podacima Agencije za privredne registre

Ukoliko se analizira visina kumuliranih gubitaka, posebno gubitak iznad sopstvenog kapitala, izražena je dominacija preduzeća iz prerađivačkog sektora. Preduzeća prerađivačke industrije ostvaruju skoro 61% svih gubitaka preduzeća u restrukturiranju.

SUBVENCIONISANJE PREDUZEĆA U RESTRUKTURIRANJU

Rešavanje problema preduzeća u restrukturiranju se odlagalo godinama. Vremenom su se obaveze i gubici kumulirali, a skoro ništa nije preduzimano po

tom pitanju. Reč je o preduzećima koja ne izmiruju poreske obaveze, a ni obaveze po osnovu utrošene energije i komunalnih usluga, što je hroničan a ne sporadičan problem privrednih i javnih preduzeća. I u slučaju obaveza prema privredi postoji problem u njihovom izmirenju. Neophodno je hitno sprovođenje konkretnih mera na državnom nivou koje bi promenile status preduzeća u restrukturiranju u pravcu njihovog oporavka.

Radnom verzijom novog Zakona o privatizaciji je predviđeno uvođenje privremenih zastupnika državnog kapitala u preduzećima u nadležnosti Agencije za privatizaciju, i to sa širim ovlašćenjima, ali i odgovornošću. Na ovaj način se želi promeniti dosadašnji sistem upravljanja u kome su odbor društva i nadzorni odbor formalno bili donosioci strateških odluka, iza kojih su se suštinski krili generalni direktori sa svojom političkom pozadinom. Pored načina upravljanja, subvencionisanje preduzeća u restrukturiranju predstavlja veliki državni problem.

Visina ukupno dodeljene državne pomoći u Srbiji se povećavala od 2010. godine, da bi u 2012. godini njen iznos bio 88.009 miliona dinara. Vrsta horizontalne državne pomoći koja se odnosi na sanaciju i restrukturisanje u 2012. godini čini nepunih 10% ukupno dodeljene državne pomoći. To je znatno više u odnosu na 2010. godinu, a naročito u odnosu na 2011. kada je izdvajanje za sanaciju i restrukturiranje sa 5.228 miliona dinara činilo 6,3% ukupno dodeljene državne pomoći.

Tabela 4. Državna pomoć dodeljena u Srbiji, 2010-2012

Kategorija/vrsta /instrument	2010		2011		2012	
	u mil. din.	u %	u mil. din.	u %	u mil. din.	u %
Ukupna državna pomoć	77.619	100,0	82.447	100,0	88.009	100,0
Horizontalna pomoć	16.118	20,8	13.442	16,3	12.021	13,6
Sanacija i restrukturisanje	6.035	7,8	5.228	6,3	8.696	9,9
Subvencije	6.035	7,8	5.228	6,3	2.525	2,9

Izvor: Ministarstvo finansija

Analizirajući strukturu horizontalne državne pomoći u Srbiji, može se zaključiti da se najviše izdvaja za sanaciju i restrukturisanje, i to 73,2%. Državna pomoć za sanaciju i restrukturiranje privrednih subjekata u 2012. godini je iznosila 8.696 miliona dinara, što je više za 44% u odnosu na 2010. i čak 66% više u odnosu na 2011. godinu. S obzirom da državna pomoć za sanaciju i restrukturisanje predstavlja sanacionu, a ne razvojnu meru, važno je raditi na njenom smanjenju, kao i na podsticanju drugih horizontalnih ciljeva, kao što su zapošljavanje, regionalni razvoj, zaštita životne sredine, istraživanje i razvoj i obuka. Podsticanje navedenih ciljeva i smanjenje opšteg nivoa državne pomoći je preporuka Evropske komisije.

Subvencije predstavljaju značajno zastupljen instrument horizontalne državne pomoći. U okviru Sanacije i restrukturiranja, u 2012. godini je izdvojeno 2.525 miliona dinara na ime subvencija, što je znatno manje u odnosu na prethodnu godinu kada su one iznosile 5.228 miliona dinara. Činjenica je da direktne subvencije za preduzeća u restrukturiranju terete državni budžet. S obzirom na neuspešno poslovanje tih preduzeća i štetu koju nanose privrednom i javnom sektoru, neophodno je u narednom periodu sprovesti njihovo budžetsko ograničavanje i dalje smanjenje državnih subvencija.

Povećanje efikasnosti nacionalne privrede, ubrzanje privrednog rasta i unapređenje poslovnog ambijenta je teško zamisliti bez detaljnog plana i precizno definisanih rokova za rešavanje problema preduzeća u restrukturiranju. Značajan podsticaj za ubranu realizaciju planova predstavlja najavljeno kreditiranje od strane Svetske banke. Odobravanje kredita je između ostalog uslovljeno usvajanjem novih zakona o privatizaciji stečaju i sprovođenjem reformi koje se odnose na preduzeća u restrukturiranju.

FINANSIJSKO STRUKTURNA POZICIJA GRUPE PREDUZEĆA U RESTRUKTURIRANJU

Optimalna struktura duga i kapitala i zadovoljavajuće relacije između pojedinih imovinskih delova u aktivi i pasivi bilansa stanja, u funkciji su generisanja dobitka i neto novčanih tokova čime se obezbeđuju pretpostavke za zdravu finansijsku poziciju preduzeća. Analiza strukture imovine i profitabilnosti preduzeća iz sektora prerađivačke industrije je sprovedena u cilju procene finansijske sigurnosti i izloženosti rizicima poslovanja.

Tabela 5. Struktura preduzeća prerađivačke industrije, 2012

Pozicije gubitka	Broj društava	Po veličini		
		Velika	Srednja	Mala
Gubitak do visine kapitala	17	8	7	2
Gubitak iznad visine kapitala	45	22	17	6

Izvor: Proračun autora prema podacima Agencije za privredne registre

Od ukupnog broja preduzeća u restrukturiranju, 63 posluje u okviru sektora prerađivačke industrije.⁵ Analiza izveštaja o finansijskoj poziciji na dan 31.12.2012. godine za entitete iz sektora prerađivačke industrije, pokazuje da najveći broj njih, čak 71% ima izrazito loše poslovno-finansijske performanse koje

⁵ Stanje na dan 25.11.2013. prema podacima Agencije za privatizaciju.

se ogledaju u prezentovanom gubitku iznad visine sopstvenog kapitala, dok 27% preduzeća posluje sa gubitkom koji ne prelazi visinu garantne supstance. Samo jedno preduzeće u periodu 2010-2012. godina iskazuje neto dobitak.

Ukoliko se analiza proširi na entitete po veličini, gubitak iznad visine sopstvenog kapitala koji u celini pada na teret poverilaca prezentovan je kod 22 velika, 17 srednjih i 6 malih preduzeća. Njihova opšta karakteristika je pasivan bilans stanja, odnosno manja imovina na strani aktive u odnosu na obaveze iskazane na strani pasive (Rodić i drugi, 2007). Tri od ukupno 22 analizirana preduzeća koja su razvrstana kao velika i koja su u 2012. godini iskazala gubitak na strani aktive, u 2010. i 2011. godini su poslovala sa gubitkom do nivoa kapitala koji su investirali vlasnici. U tim godinama, dugoročne i kratkoročne obaveze su u potpunosti pokrivenne imovinom entiteta, što je povoljna informacija za poverioce u pogledu zaštite njihovih ekonomskih interesa.

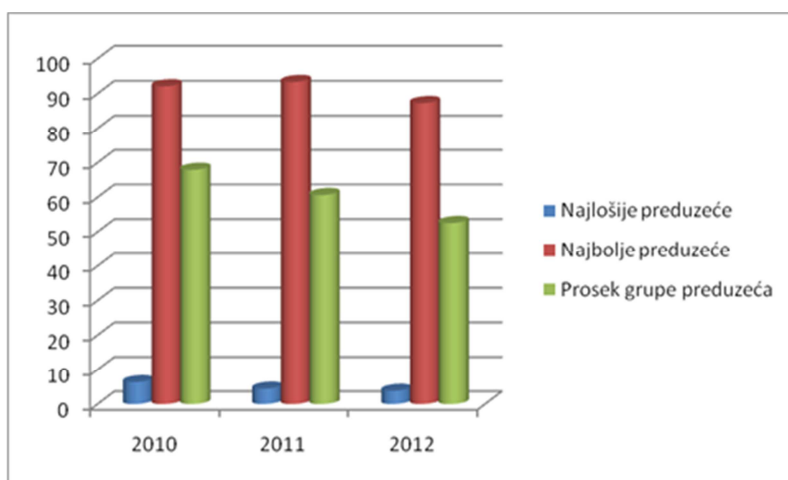
U posmatranom periodu 2010-2012. godina, kod 18 velikih preduzeća je prisutno procentualno smanjenje pokrivenih obaveza što ukazuje na porast nivoa gubitka koji će podneti poverioci i koji je iskazan na strani aktive kao nezavisna pozicija. Samo jedno iz analizirane grupe preduzeća iskazuje procentualno povećanje pokrivenih obaveza u 2012. u odnosu na 2011. godinu i blago poboljšanje finansijskih performansi, odnosno apsolutno i relativno smanjenje gubitka iznad visine kapitala.

Procenat pokriva obaveza ukupnom imovinom kod velikih preduzeća koja imaju gubitak iznad visine kapitala, u proseku je za period 2010-2012 iznosio 67,91%, 60,97% i 55,45%, respektivno. Sličan trend uočava se kod preduzeća koja su prema propisanim kriterijumima razvrstana u srednja. Procentualno smanjenje pokrivenih obaveza u periodu 2010-2012. godina u proseku iznosi 57,31%, 54,33% i 50,06%, respektivno.

Četiri srednja preduzeća koja su u 2010. i 2011. godini poslovala sa gubitkom do visine kapitala, u 2012. godini priključuju se grupi preduzeća čija imovina nije dovoljna za namirenje svih poverilaca. U posmatranom trogodišnjem periodu, 12 srednjih preduzeća sa gubitkom iznad visine kapitala beleži procentualno smanjenje pokrivenih obaveza, dok je samo jedno preduzeće iskazalo značajnije i apsolutno i relativno smanjenje gubitka na strani aktive.

Prosečno pokriva obaveza imovinom kod malih preduzeća u posmatranom periodu iznosi 76,68%, 57,89% i 49,27%. Opadajući trend je primetan kod 5 malih preduzeća. Jedno od 6 entiteta u 2012. godini ima procenat pokriva obaveza ispod 100, dok su u 2010. i 2011. godini obaveze u celini pokrivenne imovinom.

Na grafikonu 2 je prikazano učešće pokrivenih obaveza u ukupnim obavezama za preduzeća u restrukturiranju iz sektora prerađivačke industrije, i to: procentualno pokriva obaveza najbolje rangiranog društva (koje ima procentualno najmanji udeo gubitka iznad visine kapitala), najlošijeg društva (koje ima procentualno najveći udeo gubitka iznad visine kapitala), kao i prosek za analiziranu grupu preduzeća.

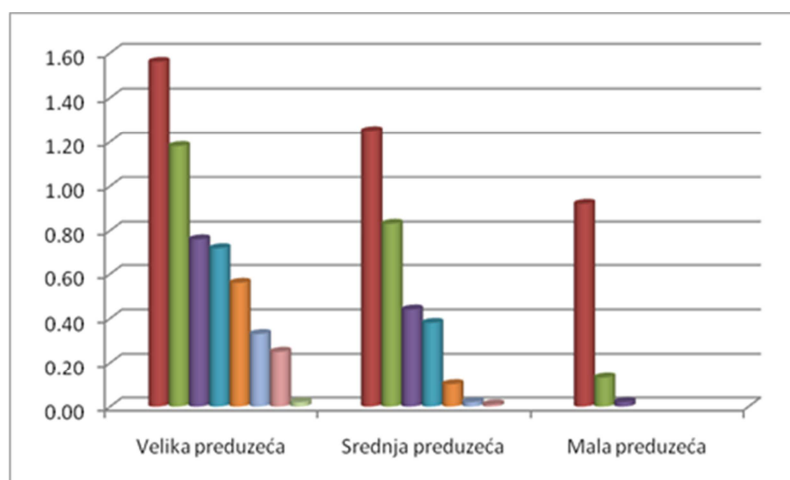
Grafikon 2. Procenat pokrivenih obaveza

Izvor: Proračun autora prema podacima Agencije za privredne registre

Međutim, u okviru analizirane grupe preduzeća primetne su značajne razlike. U prilog prethodnom govori činjenica da je na dan bilansiranja 2012. godine najlošije preduzeće imalo 3,80% pokrivenih obaveza, odnosno procentualno najveći gubitak iznad visine kapitala, dok je preduzeće sa učešćem od 87,31% pokrivenih obaveza najbolje kotirano.

Gubitak koji ne prelazi visinu sopstvenog kapitala u 2012. godini prezentovan je kod 17 preduzeća u restrukturiranju iz sektora prerađivačke industrije. Bilansi stanja ove grupe preduzeća se smatraju aktivnim – bez obzira na prezentovane loše finansijske performanse, imovina je i dalje veća od obaveza za iznos razlike između sopstvenog kapitala i gubitka. Sve dok preduzeće posluje u zoni gubitka koji ne prelazi nivo sopstvenog kapitala, poverioci mogu očekivati naplatu svojih potraživanja. U takvim okolnostima, interesi poverilaca još uvek nisu značajnije ugroženi, ali treba naglasiti da poslovanje sa gubitkom predstavlja loš signal o finansijskom zdravlju preduzeća.

U cilju ocene finansijsko strukturne pozicije odabrane grupe preduzeća korišćeni su različiti pokazatelji. Pokazatelj pokrića stalne imovine (Fixed Assets Coverage Ratio) prati pokrivenost dugoročno raspoložive imovine, vlasničkim kapitalom kao najkvalitetnijim izvorom finansiranja. Potpuno pokriće najrizičnije imovine najkvalitetnijim izvorom finansiranja i pokazatelj veći od jedan ukazuje da je reč o preduzeću čija likvidnost nije ugrožena i koje ima dobre pretpostavke da ostvari finansijsku stabilnost u dugom roku. Grafikon 3 pokazuje odnos vlasničkog kapitala i stalne imovine u 2012. godini. Samo dva velika i jedno srednje preduzeće stalnu imovinu u potpunosti pokrivaju kapitalom, dok je kod ostalih vrednost pokazatelja ispod 1.

Grafikon 3. Pokazatelji pokrića stalne imovine, 2012

Izvor: Proračun autora prema podacima Agencije za privredne registre

Vrednosti pokazatelja u proseku u periodu 2010-2012. godina iznose 0,64, 0,57 i 0,53, što ukazuje ne samo na prisustvo visokih finansijskih rizika, već i činjenicu da se pokriće dugoročne imovine kapitalom koji su investirali vlasnici smanjuje iz perioda u period.

Pokazatelj pokrića realne imovine (Fixed Assets and Inventories Coverage Ratio) posmatra odnos dugoročnog vlasničkog i pozajmljenog kapitala i dugoročno vezane imovine. Imenilac pored stalne imovine obuhvata i ukupan iznos zaliha. Od 18 analiziranih preduzeća, samo 4 imaju koeficijent pokrića imovine koja stvara učinke veći od jedan, što signalizira povoljne relacije između pasivnih i aktivnih dugoročnih pozicija i stabilnu finansijsko-strukturnu poziciju (Stevanović i drugi, 2009). Pokazatelj koji značajnije odstupa od normale određene pravilima finansiranja i ima vrednost manju od jedan zabeležen je kod 14 preduzeća iz analizirane grupe. Koeficijent manji od jedan (a kod određenog broja preduzeća se približava nuli) signalizira nepovoljnu imovinsku poziciju i nagoveštava ozbiljne probleme vezane za održavanje finansijske stabilnosti u kratkom i dugom roku.

Razlike u vrednosti pokazatelja pojedinačnih preduzeća su značajne, a u proseku za posmatrani trogodišnji period iznose 0,74, 0,66 i 0,70, respektivno. U tabeli 6 su pored prosečnih vrednosti prikazani koeficijenti za preduzeće koje ima izrazito povoljno finansijsko strukturnu poziciju i koje je najbolje u grupi, kao i za entitet čiji dugoročni izvori finansiranja u malom procentu pokrivaju dugoročno vezanu imovinu.

Tabela 6. Pokazatelji pokrića realne imovine, 2010-2012

	Godina		
	2010	2011	2012
Najlošije preduzeće	0,18	0,13	0,02
Najbolje preduzeće	1,87	1,70	2,01
Prosek grupe preduzeća	0,74	0,66	0,70

Izvor: Proračun autora prema podacima Agencije za privredne registre

Pored pokazatelja koji prate relacije pojedinih imovinskih delova, za ocenu finansijsko strukturne pozicije korišćena je analiza neto obrtnog kapitala - NOK. Reč je o računskoj veličini koja se dobija kao razlika između dugoročnog kapitala i stalne imovine. Visina potrebnog neto obrtnog kapitala je individualna za svako preduzeće u zavisnosti od njegovih specifičnosti, vrste i veličine, stope profitabilnosti poslovanja, delatnosti kojoj pripada, i sl, ali je potrebno naglasiti da je pozitivna vrednost NOK-a preduslov za osiguranje dugoročne finansijske stabilnosti. Pozitivan neto obrtni kapital ukazuje na potpuno finansiranje stalne imovine iz dugoročnih izvora i određeni procenat obrtne imovine koja vodi poreklo iz vlasničkog i dugoročnog poverilačkog kapitala. U posmatranom trogodišnjem periodu, 7 od 18 analiziranih preduzeća beleži pozitivnu razliku između dugoročnog kapitala i stalne imovine.

Uticaoj ostalih 11 preduzeća sa negativnim vrednostima NOK-a je dominantan, s obzirom da su u proseku ove veličine u periodu 2010-2012. godina sa predznakom minus (-43.090, -102.733 i -107.609). Negativan NOK oslikava nepovoljnu imovinsku poziciju sa stanovišta osiguranja finansijske stabilnosti i narušene relacije po horizontali bilansa stanja. Činjenica da se stalna imovina jednim delom finansira iz kratkoročnih obaveza i da ne postoji paralelnost rokova obrta sredstava i rokova dospeća obaveza, ukazuje da ne postoje uslovi za održavanje likvidnosti. Analiza trenda upućuje na zaključak da se imovinska pozicija u proseku pogoršava, usled sve većih prosečnih negativnih vrednosti NOK-a.

Postizanjem optimalnog odnosa duga i kapitala u pasivi bilansa stanja osigurava se osnova za zdrav finansijski položaj, sigurnost i nezavisnost preduzeća u dužem vremenskom periodu. Analiza odnosa duga i kapitala (Debt/Equity Ratio) u periodu 2010-2012. godina pokazuje da samo jedno preduzeće razvrstano kao srednje ima veći udeo vlasničkog kapitala u odnosu na pozajmljeni i racio manji od jedan. Odnos duga i kapitala u istom periodu iznosi 0,70, 0,49 i 0,38 i pokazuje da se u pomenutom preduzeću struktura kapitala pomera u korist najkvalitetnijeg izvora finansiranja - kapitala investiranog od strane vlasnika.

Prosečne vrednosti za analiziranu grupu preduzeća u 2010, 2011 i 2012. godini iznose 117,05, 19,50 i 30,94, respektivno. Visoke prosečne vrednosti koeficijenta i

značajne oscilacije tokom vremena rezultat su uticaja preduzeća koja imaju dominantno učešće obaveza u strukturi kapitala i izrazito nizak nivo vlasničkog kapitala. Izuzetno nepovoljna struktura kapitala kod tih preduzeća ukazuje na ozbiljne probleme sa kojima se suočavaju i visoke rizike kojima su izloženi njihovi poverioci.

Sposobnost preduzeća da na osnovu interno generisanih novčanih sredstava izmiruje dospele obaveze, može se posmatrati preko posebnih pokazatelja, u zavisnosti od posmatranog roka dospeća obaveza. Pokazatelj solventnosti na bazi novčanih tokova ukazuje na izloženost preduzeća dugoročnim finansijskim rizicima kroz praćenje stepena pokrića prosečnih ukupnih obaveza iz neto novčanog toka iz poslovanja. Empirijske studije su pokazale da su preduzeća koja imaju vrednost pokazatelja solventnosti zasnovanog na novčanim tokovima ispod 0,2 izložene visokom finansijskom riziku (Malinić, 2013). U 2012. godini, samo 5 preduzeća je iz osnovnih aktivnosti generisalo pozitivan neto novčani tok što predstavlja povoljnu informaciju za korisnike. Najpovoljniji odnos iznosi 0,16 i pokazuje da je 16% obaveza moguće pokriti iz interno stvorenih izvora.

Ostala analizirana preduzeća beleže negativan tok gotovine iz poslovnih aktivnosti i negativne pokazatelje pokrića ukupnih obaveza. Iako se veći odlivi u odnosu na prilive novca iz glavnih aktivnosti entiteta mogu tolerisati u kratkom roku, dugoročno posmatrano preduslov za kontinuitet poslovanja su pozitivni neto novčani tokovi iz poslovanja.

Analiza finansijske pozicije odabrane grupe preduzeća u restrukturiranju pokazuje da postoje ozbiljni problemi vezani za održavanje finansijske stabilnosti u kratkom i dugom roku. Prethodnu konstataciju potvrđuju vrednosti finansijskih pokazatelja koji kod najvećeg broja analiziranih entiteta ukazuju na narušene relacije između imovinskih kategorija po horizontali i vertikali bilansa stanja. U posmatranom periodu, većinu preduzeća koja su bila predmet analize odlikuje pokriće rizične imovine neadekvatnim izvorima finansiranja, proporcija duga i kapitala koja ugrožava nezavisnost, negativan neto obrtni kapital, kao i značajniji odlivi u odnosu na prilive iz poslovnih aktivnosti. Jedan od načina da se prevaziđu finansijske neprilike je finansijsko restrukturiranje, poznato i kao reorganizacija. Cilj reorganizacije je smanjenje ukupne opterećenosti preduzeća dugovima (Todorović, 2010). Restrukturiranje dugova kao ključna poluga reorganizacije, treba da omogući poslovno i finansijsko ozdravljenje, i to kroz oprost dela duga ili putem smanjenja kamatnih stopa, promene dinamike otplate duga i prolongiranja rokova dospeća. Konverzija dugova u sopstveni kapital je jedna od ne retko korišćenih dimenzija restrukturiranja duga.

ZAKLJUČAK

Neprofitabilno poslovanje, slabljenje finansijskih kapaciteta, visok nivo zaduženosti i rast nelikvidnosti karakteriše poslovanje privrednih društava u 2012. godini. Nepreduzimanjem adekvatnih mera sanacija koje bi doprinele smanjenju ostvarenih gubitaka, finansijske teškoće srpskih preduzeća se dodatno povećavaju.

Završetak procesa restrukturiranja bivših društvenih preduzeća je jedna od najvažnijih strukturnih reformi koje je potrebno sprovesti, kako bi se obezbedili uslovi za povećanje efikasnosti domaće privrede i poboljšanje poslovnog ambijenta. Neophodno je hitno sprovođenje konkretnih mera na državnom nivou koje bi promenile status preduzeća u restrukturiranju (danas u propadanju, sutra u oporavku). U novembru 2012. godine je napravljen opšti plan za rešavanje problema preduzeća u restrukturiranju. Na nadležnim institucijama je dalja razrada plana, uz precizno definisanje rokova i predviđanje budžetskih sredstava za njegovu realizaciju.

Literatura

1. Agencija za privatizaciju RS, *Restrukturiranje*, dostupno na: <http://www.priv.rs/cms/view.php?id=112>[posećeno 05.10.2013]
2. Agencija za privredne registre RS, *Registar finansijskih izveštaja i podataka o bonitetu pravnih lica i preduzetnika*, dostupno na: <http://fi.apr.gov.rs/prijemfi/cir/objavljivanje.asp>[posećeno 28.08.2013]
3. Agencija za privredne registre (2013) *Saopštenje o poslovanju privrede u Republici Srbiji u 2012. godini*, dostupno na: <http://www.apr.gov.rs/Portals/0/GFI/Makrosaopstenja/2012/Saopstenje%20privreda%20FI2012%20-%20komplet.pdf> [posećeno 20.08.2013]
4. Grupa autora (2003) *Konkurentnost privrede Srbije*, Jefferson Institute, Beograd
5. Malinić, D. (2013) *Insufficiency of Serbian Economy's Operating Performances: Manifestations, Causes and Main Guidelines of Recovery*, *Ekonomika preduzeća*, br. 1-2/2013, Savez ekonomista Srbije, Beograd, str. 41-62
6. Ministarstvo finansija RS (2013) *Izveštaj o dodeljenoj državnoj pomoći u Republici Srbiji 2012. godine*, dostupno na: <http://www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/drzavna%20pomoc/Izvestaj%20o%20dodljenoj%20drzavnoj%20pomoci%202012%20%20godine.pdf>[posećeno 10.10.2013]
7. Ministarstvo finansija RS (2012) *Izveštaj o dodeljenoj državnoj pomoći u Republici Srbiji u 2011. godini*, dostupno na:

- <http://www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/drzavna%20pomoc/Izvestaj%20o%20dodeljenoj%20drzavnoj%20pomoci%202011.pdf> [posećeno 10.10.2013]
8. Ministarstvo finansija RS (2011) *Izveštaj o dodeljenoj državnoj pomoći u Republici Srbiji u 2010. godini*, dostupno na: http://www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/drzavna%20pomoc/izvestaji/Izvestaj%20o%20dodeljenoj%20drzavnoj%20pomoci%20u%20Republici%20Srbiji%20u%202010_.pdf [posećeno 10.10.2013]
 9. Narodna banka Srbije (2013) *Osnovni makroekonomski indikatori*, dostupno na: <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/index.html> [posećeno 12.11.2013]
 10. Ranković, J. (2011) Kako su se promenili rentabilitetni i finansijski položaj u privredi Srbije u 2010. godini, *Ekonomika preduzeća*, br. 9-10/2011, Savez ekonomista Srbije, Beograd, str. 262-265
 11. Rodić, J. Vukelić, G. i Andrić, M. (2007) *Teorija politika i analiza bilansa*, Poljoprivredni fakultet, Beograd
 12. Stevanović, N., Malinić, D. i Milićević, V. (2009) *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd
 13. Todorović, M. (2010) *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd

ANALYSIS OF COMPANIES' IN RESTRUCTURING FINANCIAL STABILITY – PROCESSING INDUSTRY

Gordana Vukelić⁶
Slavica Stevanović⁷
Grozdana Belopavlović⁸

Abstract

Restructuring is necessary for many economic subjects in contemporary society, which by the selection of appropriate restructuring strategies and techniques strive to improve business performance and create additional value for their shareholders. In case of unsuccessful privatization of a number of Serbian

⁶ Gordana Vukelić, PhD, Full Professor, Belgrade banking academy – Faculty for banking, insurance and finance, Belgrade

⁷ Slavica Stevanović, MSc, Research Associate, Institute of economic sciences, Belgrade

⁸ Grozdana Belopavlović, PhD, docent, Belgrade banking academy – Faculty for banking, insurance and finance, Belgrade

companies, the restructuring is the only way for their survival. The aim of the paper is analysis the status of the companies in the restructuring process, as well as consideration of their financial and structural position, and (un)successful business performance.

The privatization process has been marked, among others, by unsuccessful sales, canceled auctions and tenders, and by contract breaching. Status and structure of the companies, which through a restructuring process should enable the healthy economic functioning, is a subject of analysis in the first part of the paper. Serbian economy for a long time has been facing the continuous accumulation of loses of the companies in restructuring which are plaguing the state budget. Therefore, the second part of the paper presents a comparative analysis of cumulative losses. The separate part of the review analyzes the financial and structural position of selected manufacturing companies in order to evaluate financial stability.

Keywords: *restructuring, processing industry, loss, financial stability, analysis*