

Srbiji¹, a ključne reformske mere su detaljno sadržane u dokumentima Fiskalnog saveta, MMF i pojedinačnih istraživača. Odlaganje primene tih mera samo će voditi gomilanju problema koji će u budućnosti biti sve teže rešivi. Dok su u slučaju penzijskog sistema ključne uštede, osnovni ciljevi reforme zdravstva, obrazovanja i državne uprave je povećanje njihove efikasnosti. To znači da je povećanje kvaliteta njihovih usluga podjednako važno kao i smanjenje rashoda.

Još uvek nije izvesno u kojoj meri postoji politička spremnost za realizaciju reformi. Struktura Vlade se nakon

rekonstrukcije nije bitno promenila, pa nije izvesno da li će sada biti moguće sprovesti penzijske reforme, promeniti zakon o radu, unaprediti stečajnu proceduru, ostvariti neophodne uštede u budžetu i dr. U slučaju obrazovanja nije izvesno da li će se realizovati planovi racionalizacije mreže osnovnih škola, da li će se pooštriti uslovi za akreditaciju visokobrazovnih institucija, da li će se liberalizovati tržište rada kako bi se omogućilo podizanje kvaliteta doktorskih studija? Stranke koje su blokirale ove reforme i koje su se protivile aranžmanu sa MMF su i dalje u Vladi.

¹ Reforme penzijskog osiguranja koja obuhvata produžavanje starosne granice za penzionisanje, uvođenje aktuarski pravičnih penala i dr. sprovode se u skoro svim evropskim zemljama. Nemogućnost da se postigne politički dogovor o penzijskoj reformi je jednak od ključnih faktora krize javnih finansija u Sloveniji. Posledica odlaganja penzijskih reformi u Srbiji bi bile još pogubnije imajući u vidu stanje njenih javnih finansija.

Osvrt 2. Finansijske performanse preduzeća u vlasništvu Republike Srbije

Milan Glišić

Nema sumnje da preduzeća u državnom vlasništvu, nezavisno od toga da li su pravno organizovana kao javna preduzeća ili privredna društva, igraju važnu ulogu u privrednom životu Republike Srbije. Ona uglavnom obavljaju delatnosti od opšteg interesa, poput proizvodnje, prenosa i distribucije električne energije; proizvodnje i prerade uglja; istraživanja, proizvodnje, prerade, transporta i distribucije nafte i prirodnog i tečnog gasa; železničkog, poštanskog i vazdušnog saobraćaja; telekomunikacija; korišćenja, upravljanja i zaštite dobara od javnog interesa (kao što su vode, putevi, mineralne sirovine, šume i sl.); proizvodnje, prometa i prevoza naoružanja i vojne opreme, itd.¹ Mnoge među ovim aktivnostima imaju strateški značaj za razvoj srpske privrede. Takođe, nije moguće zanemariti i ne pomenuti nalaze određenih istraživanja koja pokazuju da su javna preduzeća u periodu od 2006. do 2011. godine u proseku zapošljavala 10,7% radnika, raspolagala sa 17,7% poslovne imovine i angažovala čak 29,3% kapitala u domaćoj ekonomiji.² Uprkos svemu navedenom, još uvek nije uspostavljen sistem redovnog i sistematskog monitoringa i kontrole njihovih performansi, a svedoci smo činjenice da se značajni resursi koje ona upošljavaju ne-

racionalno i neefikasno troše. Najvrednije informacije o stanju u javnim preduzećima, o njihovim problemima, kao i o mogućim rešenjima tih problema sadržane su u istraživanjima međunarodnih finansijskih institucija, konsultantskih kuća i pojedinačnih istraživača. Ipak, ove produbljene i, po svojoj prirodi, jednokratne analize ne mogu biti zamena za redovni monitoring poslovanja tih preduzeća. Cilj ove analize je da na celovit i sveobuhvatan način sagleda finansijski položaj i profitabilnost ključnih preduzeća u državnom vlasništvu iz čega bi mogle proizaći korisne smernice za unapređenje njihovog poslovanja u budućnosti kako za njihov menadžment, tako i za kreatore ekonomske politike.

Osnovne finansijske informacije o preduzećima koja su obuhvaćena analizom date su u tabeli 1. U pitanju su državna preduzeća čije je funkcionisanje u nadležnosti Republike. Predmet analize nisu bila lokalna javna preduzeća. Odmah na početku valja primetiti da je ovih deset preduzeća u 2012. godini zabeležilo zbirni neto gubitak od 69,5 milijardi RSD, da su samo četiri preduzeća pri tome poslovala pozitivno i da su čak dva preduzeća kroz svoje prethodno poslovanje izgubila celokupan kapital i generisala gubitak iznad visine kapitala.

¹ Videti: Zakon o javnim preduzećima, „Službeni glasnik RS“, br. 119/2012.

² Malinić, D. „Finansijska (ne)moć javnih preduzeća“, Zbornik radova: Računovodstveno regulatorno okruženje: podsticaj ili ograničenje privrednog rasta, 44. simpozijum Računovodstvo i poslovne finansije u savremenim uslovima poslovanja, Zlatibor, 2013, str. 131-154.

Tabela 1. Osnovni parametri poslovanja analiziranih preduzeće u vlasništvu Republike Srbije u 2012. godini (u hiljadama RSD)

Preduzeće	Finansijski izveštaji	Ukupna imovina 31.12.2012. g.	Preduzeće	Poslovni prihodi 2012. g.
Javno preduzeće Elektroprivreda Srbije Beograd	Konsolidovani	1.074.223.552	Javno preduzeće Elektroprivreda Srbije Beograd	190.405.822
Javno preduzeće Putevi Srbije Beograd	Pojedinačni	462.502.726	Telekom Srbija a.d. Beograd	119.422.935
Železnice Srbije a.d. Beograd	Konsolidovani	282.264.431	Javno preduzeće Srbijagas Novi Sad	74.396.641
Telekom Srbija a.d. Beograd	Konsolidovani	255.525.154	Javno preduzeće Putevi Srbije Beograd	28.714.657
Javno preduzeće Srbijagas Novi Sad	Konsolidovani	135.541.442	Železnice Srbije a.d. Beograd	27.348.241
Javno preduzeće Elektromreža Srbije Beograd	Konsolidovani	68.652.536	Javno preduzeće PTT saobraćaja Srbija Beograd	21.781.921
Javno preduzeće Srbijašume Beograd	Pojedinačni	62.137.758	Javno preduzeće Elektromreža Srbije Beograd	16.096.599
Javno preduzeće PTT saobraćaja Srbija Beograd	Pojedinačni	34.214.120	JAT Airways a.d. Beograd	13.574.085
Galenika a.d. Beograd	Konsolidovani	21.338.997	Javno preduzeće Srbijašume Beograd	6.049.486
JAT Airways a.d. Beograd	Pojedinačni	15.612.800	Galenika a.d. Beograd	5.025.443
	Ukupno	2.412.013.516		502.815.830
Preduzeće	Kapital 31.12.2012. g.		Preduzeće	Neto dobitak 2012. g.
Javno preduzeće Elektroprivreda Srbije Beograd	780.953.152		Telekom Srbija a.d. Beograd	10.710.275
Javno preduzeće Putevi Srbije Beograd	347.387.297		Javno preduzeće Elektromreža Srbije Beograd	1.489.856
Železnice Srbije a.d. Beograd	210.964.887		Javno preduzeće PTT saobraćaja Srbija Beograd	1.243.341
Telekom Srbija a.d. Beograd	136.553.429		Javno preduzeće Srbijašume Beograd	51.326
Javno preduzeće Srbijašume Beograd	58.760.531		JAT Airways a.d. Beograd	(3.680.760)
Javno preduzeće Elektromreža Srbije Beograd	46.862.131		Galenika a.d. Beograd	(5.657.471)
Javno preduzeće PTT saobraćaja Srbija Beograd	24.058.356		Javno preduzeće Putevi Srbije Beograd	(7.851.362)
Javno preduzeće Srbijagas Novi Sad	2.956.388		Javno preduzeće Elektroprivreda Srbije Beograd	(11.747.314)
Galenika a.d. Beograd	0		Železnice Srbije a.d. Beograd	(16.656.917)
JAT Airways a.d. Beograd	0		Javno preduzeće Srbijagas Novi Sad	(37.364.724)
	Ukupno	1.608.496.171		(69.463.750)

Izvor podataka: Agencija za privredne registre

Ne ulazeći dalje u eksplikaciju pojedinačnih rezultata napomenućemo da će u nastavku osnovu za ocenu performansi odabranih javnih i drugih preduzeća u državnom vlasništvu činiti zbirni finansijski izveštaji dobijeni sabiranjem pozicija pojedinačnih i konsolidovanih finansijskih izveštaja tih preduzeća.³ Oni su prikazani u tabelama 2 i 3. Pri tome, za sagledavanje likvidnosti, solventnosti i profitabilnosti ovih preduzeća, biće upotrebljena standardna metodologija finansijske analize: racio analiza u kombinaciji sa analizom neto obrtnog kapitala (NOK) i novčanih tokova.⁴

No, pre nego što pređemo na pomenutu procenu najbitnijih aspekata poslovanja posmatranih državnih preduzeća, ukratko ćemo prokomentarisati ključne pozicije i trendove u zbirnom bilansu stanja u tabeli 2 i zbirnom bilansu uspeha u tabeli 3. Na osnovu podataka u tabeli 2 primećujemo da je ukupna imovina svih obuhvaćenih preduzeća zajedno značajno porasla u periodu od kraja 2009. do kraja 2012. godine (čak 48,79%). Ovaj rast je najvećim delom izazvalo povećanje stalne imovine u iznosu od 52,20%, u okviru koje je vrednost nekretnina, postrojenja, oprema i bioloških sredstva uvećana za 60,97%, uglavnom zahvaljujući sprovedenoj revalorizaciji. Porast obrtne imovine u analiziranom četvorogodišnjem periodu iznosio je 25,76%, čemu su u zna-

čajnoj meri doprineli povećanje ostalih potraživanja za 69,08% i povećanje potraživanja od kupaca za 28,73%. Na strani izvora finansiranja, kapital vlasnika je u ovom periodu uvećan za 52,87%, dok su dugoročne i kratkoročne obaveze porasle za 54,20% i 31,70%, respektivno. U okviru vlasničkog kapitala najveći rast zabeležile su rezerve, čija je vrednost i više nego duplirana. Pri tome, najveći deo rezervi u proteklom periodu činile su revalorizacione rezerve, koje su povećane zbog revalorizacije nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava. Usled dodatnog kreditnog zaduživanja, povećane su i dugoročne i kratkoročne finansijske obaveze, i to za 34,46% i 14%, respektivno. Primećujemo i značajan porast obaveza prema dobavljačima u iznosu od 40,06%. Podaci u tabeli 3 ukazuju na porast prihoda od prodaje u periodu od 2009. do 2012. godine u visini od 17,81%, ali i na znatnije povećanje stavki poslovnih rashoda, usled čega je došlo do smanjenja EBITDA i EBIT za 21,71% i 106,55%, respektivno. Zapažamo i značajan neto gubitak u tri od četiri posmatrane godine, koji je od 2009. do 2012. godine uvećan čak 23 puta. Dublje istraživanje svih ovih trendova biće izvršeno u nastavku analize u okviru ocene likvidnosti, solventnosti i profitabilnosti posmatranih državnih preduzeća.

1. Analiza likvidnosti

Neretko se ističe da kriza likvidnosti ozbiljno potresa domaću ekonomiju i da se u grupi glavnih generatora te nelikvidnosti nalaze mnoga preduzeća u vlasništvu države. Da osnova za takvo mišljenje ima pokazuju i

3 Pojedinačni i konsolidovani finansijski izveštaji preduzeća uključenih u analizu preuzeti su sa internet prezentacije Agencije za privredne registre.

4 Više videti: Malinić, D., Miličević, V., Stevanović, N. (2012) Upravljačko računovodstvo, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, str. 83-188; White, G.I., Sondhi, A.C., Fried, D. (2003) The Analysis and Use of Financial Statements, John Wiley & Sons, Inc., str. 110-163.

Tabela 2. Zbirni bilans stanja (u hiljadama RSD)

Pozicija	31.12.2009. g.	31.12.2010. g.	31.12.2011. g.	31.12.2012. g.
Goodwill	30.528.110	33.587.447	33.827.395	36.717.363
Nematerijalna ulaganja	37.680.807	36.010.674	34.028.584	31.939.910
Nekretnine, postrojenja, oprema i biološka sredstva	1.264.916.226	1.283.991.915	2.203.412.751	2.036.088.720
Dugoročni finansijski plasmani	77.749.434	15.283.972	38.429.213	41.393.891
Odložena poreska sredstva	1.145.917	1.389.348	1.625.772	2.956.381
Stalna imovina	1.412.020.494	1.370.263.356	2.311.323.715	2.149.096.265
Roba	10.356.571	11.641.520	8.517.577	8.454.100
Materijali	32.660.625	36.500.501	38.278.305	36.020.444
Nedovršena proizvodnja	1.224.442	1.467.690	1.151.538	942.481
Gotovi proizvodi	2.451.411	5.611.955	4.940.447	4.148.537
Dati avansi	4.642.262	4.741.174	5.105.030	5.380.623
<i>Zalihe</i>	51.335.311	59.962.840	57.992.897	54.946.185
Potraživanja od kupaca	65.278.954	79.045.542	80.241.773	84.031.790
Ostala potraživanja	27.556.204	32.487.187	37.567.190	46.591.147
Kratkoročni finansijski plasmani	24.384.506	35.134.218	38.034.668	23.854.611
Gotovinski ekvivalenti i gotovina	32.422.910	27.692.177	30.051.377	35.427.704
Ostala obrtna imovina	8.090.789	10.700.177	9.527.153	18.065.814
Obrtna imovina	209.068.674	245.022.141	253.415.058	262.917.251
UKUPNA IMOVINA	1.621.089.168	1.615.285.497	2.564.738.773	2.412.013.516
Gubitak iznad visine kapitala	-	245.283	3.509.711	11.110.380
Akcijski kapital	109.956.902	109.956.902	364.107.810	410.091.919
Otkupljene sopstvene akcije	-	-	-	(16.502.510)
Državni kapital	885.733.370	844.742.626	596.613.204	596.414.991
Ostali osnovni kapital	8.636.406	6.991.998	11.279.384	7.747.026
Rezerve	298.851.306	300.837.392	1.129.245.658	928.434.349
Neraspoređeni dobitak (preneseni gubitak)	(268.917.016)	(294.678.741)	(249.996.131)	(336.818.289)
Akumulirani ostali ukupni rezultat	(163.202)	(167.712)	(790.020)	(829.963)
Manjinski interes	18.090.166	19.619.923	19.052.318	19.958.648
Kapital	1.052.187.932	987.302.388	1.869.512.223	1.608.496.171
Dugoročna rezervisanja	18.205.609	18.665.121	20.806.777	23.832.613
Dugoročni krediti i druge finansijske obaveze	225.115.514	269.115.145	226.695.743	302.699.734
Ostale dugoročne obaveze	17.006.520	14.339.386	10.839.974	11.684.912
Odložene poreske obaveze	30.317.489	29.591.499	94.019.709	109.949.611
Dugoročne obaveze	290.645.132	331.711.151	352.362.203	448.166.870
Kratkoročni krediti i druge finansijske obaveze	101.641.961	110.181.610	134.392.485	115.873.048
Obaveze prema dobavljačima	69.037.055	61.177.107	73.665.482	96.695.624
Ostale kratkoročne obaveze	107.577.088	125.158.524	138.316.091	153.892.183
Kratkoročne obaveze	278.256.104	296.517.241	346.374.058	366.460.855
KAPITAL I OBAVEZE	1.621.089.168	1.615.530.780	2.568.248.484	2.423.123.896

Izvor podataka: Agencija za privredne registre

rezultati sprovedene analize koji su sistematizovani u tabeli 4 i prikazani na grafikonu 1. Određeni problemi na području servisiranja kratkoročnih obaveza i održavanja likvidnosti u ovim preduzećima mogu se prepoznati već na bazi letimičnog pregleda vrednosti statičkih pokazatelja likvidnosti. Tako racio tekuće likvidnosti, koji poredi obrtnu imovinu i kratkoročne obaveze, i brzi racio likvidnosti, koji nije ništa drugo do količnik zbira potraživanja, kratkoročnih finansijskih plasmana, gotovinskih ekvivalenata i gotovine, s jedne, i kratkoročnih obaveza, s druge strane, u svim posmatranim godinama uzimaju vrednosti značajno niže od poželjnih za ove pokazatelje (2 za tekući racio i 1 za brzi racio). Krajem 2012. godine tekući racio posmatranih državnih preduzeća imao je za 64% manju vrednost od poželjne vred-

nosti tog pokazatelja u visini od 2, dok je iznos brzog racia bio za 48% niži od njegove orijentacione normale na nivou od 1.

Pri tome, iznosi ovih pokazatelja krajem 2012. godine bili su daleko ispod njihovih vrednosti za privatne kompanije realnog sektora čije su akcije uvrštene u indeks Beogradske berze BELEX 15 (iznos tekućeg racia bio je za 56% manji, a iznos brzog racia za 44%).⁵ Na slične zaključke navode nas i vrednosti gotovinskog racia koje

⁵ Privatne kompanije iz korpe indeksa BELEX 15 koje su obuhvaćene ovom analizom su: Naftna industrija Srbije a.d. Novi Sad, Imlek a.d. Beograd, Energoprojekt holding a.d. Beograd, Sojaprotein a.d. Bečej, Galenika Fitofarmacija a.d. Zemun, Metalac a.d. Gornji Milanovac, Jedinstvo a.d. Sevojno, Alfa plam a.d. Vranje, Goša montaža a.d. Velika Plana, Veterinarski zavod a.d. Subotica i Tigar a.d. Pirot.

Tabela 3. Zbirni bilans uspeha (u hiljadama RSD)

Pozicija	2009. g.	2010. g.	2011. g.	2012. g.
Prihodi od prodaje	371.145.782	411.120.675	437.888.811	437.260.441
Prihodi od aktiviranja učinaka	6.501.203	7.563.457	8.840.832	7.689.484
Promena vrednosti zaliha učinaka	(1.039.000)	1.780.122	(838.817)	(410.493)
Ostali poslovni prihodi	56.694.725	58.850.265	66.506.508	58.276.398
Poslovni prihodi	433.302.710	479.314.519	512.397.334	502.815.830
Nabavna vrednost prodane robe	45.472.759	67.115.934	74.101.089	73.653.099
Troškovi materijala	55.144.161	68.354.303	79.213.189	84.847.607
Troškovi zarada	99.083.406	103.108.984	113.423.180	119.748.904
Ostali poslovni rashodi	118.999.917	122.456.909	125.635.031	134.848.576
EBITDA	114.602.467	118.278.389	120.024.845	89.717.644
Troškovi amortizacije	76.783.683	76.677.750	96.156.787	92.195.795
EBIT (Poslovni dobitak)	37.818.784	41.600.639	23.868.058	(2.478.151)
Finansijski prihodi	24.343.182	30.268.468	32.753.023	30.255.563
Rashodi kamata	14.512.103	15.018.043	15.520.227	21.502.583
Ostali finansijski rashodi	28.375.284	45.171.471	13.222.997	35.365.873
Ostali prihodi	27.619.738	22.651.624	90.706.256	24.600.755
Ostali rashodi	47.473.445	43.898.322	68.112.749	90.547.638
Dobitak iz redovnog poslovanja	(579.128)	(9.567.105)	50.471.364	(95.037.927)
Dobitak poslovanja koje se obustavlja	(136.260)	(260.660)	(573.982)	(2.258.592)
Dobitak pre oporezivanja	(715.388)	(9.827.765)	49.897.382	(97.296.519)
Porez na dobitak	947.404	1.206.042	4.713.436	(29.408.094)
Dobitak pre manjinskog interesa	(1.662.792)	(11.033.807)	45.183.946	(67.888.425)
Manjinski interes	1.336.158	1.839.366	1.367.260	1.575.325
Neto dobitak	(2.998.950)	(12.873.173)	43.816.686	(69.463.750)
Pozitivne kursne razlike i efekti valutne klauzule ¹	5.159.168	6.449.334	11.581.226	6.928.822
Negativne kursne razlike i efekti valutne klauzule ²	23.174.252	42.463.692	9.916.381	31.431.726
Kursni dobitak	(18.015.084)	(36.014.358)	1.664.845	(24.502.904)

Izvor podataka: Agencija za privredne registre

Tekući racio se u grupi analiziranih državnih preduzeća kretao u rasponu od 0,02 (JP Putevi Srbije) do 2,98 (JP PTT saobraćaja Srbija). Osim JP PTT saobraćaja Srbija, iznos ovog racia iznad orijentacione normale ostvarilo je i JP Elektromreža Srbije (2,20). Vrednosti tekućeg racia veće od njegove zbirne vrednosti (0,72), obračunate na osnovu zbirnog bilansa stanja, zabeležene su još kod JP Elektroprivreda Srbije (0,94), JP Srbijagas (0,82) i Telekom Srbija a.d. (0,80). Slično prethodno navedenom, iznose brzog racia iznad njegove poželjne vrednosti ostvarili su JP PTT saobraćaja Srbija (2,73) i JP Elektromreža Srbije (1,67), a iznose veće od zbirne vrednosti ovog racia još i JP Elektroprivreda Srbije (0,72), Telekom Srbija a.d. (0,58) i JP Srbijagas (0,56). Minimalna vrednost brzog racia na kraju 2012. godine zabeležena je kod JP Putevi Srbije (0,02).

signaliziraju da je krajem 2012. godine tek 10% kratkoročnih obaveza posmatranih državnih preduzeća bilo pokriveno gotovinskim ekvivalentima i gotovinom, kao najlikvidnijom imovinom, što je opet ispod pokriva koje je zabeleženo kod privatnih kompanija, članova BELEX 15 indeksne korpe. Konačno, defanzivni interval pokazuje da bi preduzeća u vlasništvu države novčane poslovne rashode mogla nesmetano da otplaćuju iz postojeće monetarne imovine (brzo pretvorive u gotovinu), kojom su raspolagala krajem 2012. godine, oko pola godine. Moramo primetiti i to da su iznosi svih statičkih

pokazatelja likvidnosti analiziranih državnih preduzeća bili prilično stabilni u posmatranom četvorogodišnjem periodu, što nam govori da od kraja 2009. do kraja 2012. godine nije bilo znakova poboljšanja njihovog, inače narušenog, likvidnosnog položaja.

Slični zaključci slede i iz analiza novčanih tokova. Podatak da je neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti (CFO), koji suštinski opredeljuje likvidnost preduzeća, bio pozitivan u svim posmatranim godinama i da je pri tome beležio rastući trend treba tumačiti sa rezervom iz najmanje dva razloga. Prvo, iako je CFO bio pozitivan nekoliko racia nam govori da on nije bio dovoljno visok. Tako su vrednosti racia pokrića kratkoročnih obaveza neto novčanim tokom iz poslovnih aktivnosti, koji poradi CFO i prosečne kratkoročne obaveze tokom godine, u analiziranom periodu bile duplo manje od poželjne vrednosti ovog pokazatelja sa stanovišta očuvanja likvidnosti od 0,40. Racio pokrića kratkoročnih finansijskih obaveza neto novčanim tokom iz poslovnih aktivnosti pokazuje da je državnim preduzećima u 2012. godini u proseku bilo potrebno čak dve godine da iz viška gotovine koji stvaraju poslovne aktivnosti otplate kratkoročne kredite i ostale kratkoročne kamatonosne dugove.

Takođe, odnos CFO i prosečnog iznosa ukupnog kapitala javnih i drugih državnih preduzeća u 2012. godini bio je znatno lošiji od onog koji su ostvarile privatne

Tabela 4. Pokazatelji likvidnosti posmatranih preduzeća u vlasništvu Republike

Pokazatelji	Javna i druga preduzeća u državnom vlasništvu				BELEX 15 ¹
	2009. g.	2010. g.	2011. g.	2012. g.	2012. g.
Statička analiza likvidnosti					
Racio tekuće likvidnosti	0,75	0,83	0,73	0,72	1,63
Brzi racio likvidnosti	0,54	0,59	0,54	0,52	0,93
Gotovinski racio	0,12	0,09	0,09	0,10	0,17
Defanzivni interval (u danima)	171	177	173	168	146
Analiza novčanih tokova					
Racio pokrića kratkoročnih obaveza NNT ² iz poslovnih aktivnosti	n/a	0,18	0,21	0,17	0,46
Racio pokrića kratkoročnih finansijskih obaveza NNT ² iz poslovnih aktivnosti	n/a	0,49	0,54	0,48	1,85
NNT ² iz poslovnih aktivnosti / Prosečan iznos ukupnog kapitala ³	n/a	3,77%	3,69%	2,84%	19,15%
Pokriće kapitalnih izdataka	0,65	0,75	1,08	0,85	0,86
Analiza poslovnog i gotovinskog ciklusa					
Vreme obrta zaliha (u danima)	n/a	43	42	41	64
Vreme obrta potraživanja od kupaca (u danima)	n/a	56	58	60	57
Poslovni ciklus (u danima)	n/a	99	100	101	122
Vreme obrta dobavljača (u danima)	n/a	169	162	199	82
Gotovinski ciklus (u danima)	n/a	(70)	(62)	(98)	40

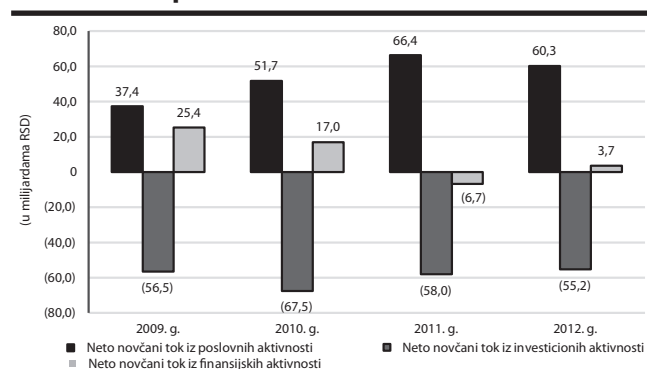
¹ BELEX 15 članovi izuzev finansijskih institucija i Aerodroma Nikola Tesla a.d. Beograd koji je u većinskom državnom vlasništvu

² Neto novčani tok

³ Ukupan kapital je zbir kapitala (vlasnika), dugoročnih finansijskih obaveza i kratkoročnih finansijskih obaveza

Izvor: Proračun autora na bazi podataka Agencije za privredne registre

kompanije iz korpe indeksa BELEX 15, što između ostalog ukazuje i na nedovoljnu efikasnost upotrebe ovog kapitala u javnom sektoru. Konačno, osim u 2011. godini CFO nije bio dovoljan za pokriće kapitalnih izdataka. Ovo je primoravalo državna preduzeća da se dodatno zadužuju i time izlažu dodatnim kako dugoročnim, tako i kratkoročnim finansijskim rizicima, o čemu će nešto više reći biti kasnije u okviru analize solventnosti.

Grafikon 1. Novčani tokovi posmatranih preduzeća u vlasništvu Republike

Izvor: Prikaz autora na bazi podataka Agencije za privredne registre

Drugi razlog za opreznost u tumačenju rastućeg trenda CFO leži u činjenici da ovaj rast nije bio posledica povećanja profitabilnosti poslovnih aktivnosti analiziranih preduzeća, niti brže naplate potraživanja. Zapravo, on je nastao usled značajnog usporavanja tempa isplate dobavljača i ostalih kratkoročnih obaveza, što ni u kom slučaju ne možemo pozitivno okarakterisati, budući da je reč o tendenciji koja nije finansijski održiva u dugom

roku, a pri tome generiše nelikvidnost u privredi. Sve ovo jasno prikazuju priloženi zbirni finansijski izveštaji, ali i analiza poslovnog i gotovinskog ciklusa. Naime, poslovni ciklus posmatranih državnih preduzeća, kao vreme koje u proseku protekne od momenta nabavke materijala od dobavljača, preko proizvodnje i prodaje proizvoda, do momenta naplate potraživanja od kupaca bio je prilično stabilan u periodu od 2010. do 2012. godine i blago je oscilovao oko nivoa od 100 dana. S druge strane, u istom ovom periodu prosečno vreme regulisanja obaveza prema dobavljačima bilo je znatno duže i pri tome se povećalo sa 169 dana, koliko je iznosilo u 2010. godini, na 199 dana, kolika mu je vrednost bila u 2012. godini. Iz ovakvog odnosa poslovnog ciklusa, s jedne, i vremena obrta obaveza prema dobavljačima, s druge strane, proistekao je negativan gotovinski ciklus koji nam govori da se analizirana javna i druga preduzeća u državnom vlasništvu nisu oslanjala na kratkoročne kreditne izvore u finansiranju poslovnog ciklusa. Zapravo, čitav teret finansiranja poslovnog ciklusa bio je prevallen na dobavljače. Oni su isplaćivani neredovno, usled čega ni sami nisu mogli redovno izmirivati obaveze prema svojim dobavljačima, čime su postavljeni temelji za lančano širenje krize likvidnosti privredom.⁶

2. Analiza solventnosti

Kriza likvidnosti može biti uvod u krizu solventnosti, naročito u slučaju u kome su likvidnosni problemi pri-

⁶ Više videti: Malinić, D. „Finansijska (ne)moć javnih preduzeća“, Zbornik radova: Računovodstveno regulatorno okruženje: podsticaj ili ograničenje privrednog rasta, 44. simpozijum Računovodstvo i poslovne finansije u savremenim uslovima poslovanja, Zlatibor, 2013, str. 131-154.

Najveću vrednost racia pokriva kratkoročnih obaveza neto novčanim tokom iz poslovnih aktivnosti u 2012. godini ostvario je Telekom Srbija a.d. (0,62), a najmanju Galenika a.d. (-0,43). Pored Telekom Srbija a.d., iznos ovog pokazatelja iznad poželjnih 0,40 ostvarilo je i JP Elektromreža Srbije (0,42), dok su vrednosti racia iznad zbirnih 0,17 zabeležene još kod JP PTT saobraćaja Srbije (0,35) i JP Elektroprivreda Srbije (0,25).

sutni u dužem vremenskom periodu.⁷ Pokazatelji solventnosti izloženi su u tabeli 5. Već sada možemo primetiti određene znake koji nagoveštavaju i ovu krizu, pri čemu nikako ne smemo dozvoliti da nas površni pregled strukture ukupnog kapitala i strukture izvora finansiranja analizom obuhvaćenih državnih preduzeća zavara. Naime, iako sva racia zaduženosti u tabeli 5 (ukupne obaveze / kapital, dugovi / kapital, dugovi / ukupan kapital, dugovi / ukupna imovina i finansijski leveridž⁸) jasno pokazuju da kapital (vlasnika) dominira ukupnim kapitalom i izvorima finansiranja posmatranih preduzeća, ovaj podatak treba uzeti u obzir sa rezervom prilikom procene dugoročne finansijske sigurnosti tih preduzeća i to iz dva razloga. Prvo, najveći deo imovine ovih preduzeća čini stalna imovina, što se jasno vidi iz zbirnog bilansa stanja u tabeli 2. Njeno učešće u ukupnoj imovini krajem 2012. godine bilo je čak 94,74%. Poznato je da stalna imovina predstavlja najrizičniji deo aktive preduzeća, pa je otuda sa stanovišta očuvanja dugoročne finansijske stabilnosti poželjno da ona bude u celosti finansirana najkvalitetnijim kapitalom, a to je kapital vlasnika.⁹ Uprkos visokom vlasničkom kapitalu analiziranih državnih preduzeća ovaj zahtev nije ispunjen, o čemu svedoče vrednosti racia pokriva stalne imovine koje su bile manje od 1 i negativne vrednosti sopstvenog neto obrtnog kapitala (SNOK) u svim posmatranim godinama (videti pokazatelje SNOK / obrtna imovina i SNOK / zalihe).¹⁰ Pri tome, solventnost ovih preduzeća posebno je bila ugrožena činjenicom da je jedan deo njihove stalne imovine bio finansiran iz kratkoročnih obaveza, što govori o ročnoj neusklađenosti imovine i

7 Isto.

8 Racio finansijskog leveridža predstavlja količnik prosečne imovine i prosečnog kapitala vlasnika.

9 Finansijsko-računovodstvena teorija polazi od stava da je celokupna imovina preduzeća pretvoriva u gotovinu, s tim što je nekim delovima imovine potrebno kraće, a nekim duže vreme za ovu konverziju. Naravno, što je vreme neophodno za konvertovanje imovine u gotovinu duže, veća je i neizvesnost hoće li se ta konverzija u potpunosti ostvariti, te se takva imovina posmatra kao rizičnija. Pošto stalna imovina obuhvata one resurse preduzeća kojima je potrebno duže vreme od jedne godine za konverziju u novac, smatra se da je ona rizičnija od obrtne imovine, čiji period pretvaranja u novac traje kraće od jedne godine. Otuda, poželjno je da stalna imovina bude finansirana iz najkvalitetnijeg kapitala preduzeća, a to je vlasnički kapital, s obzirom na to da on dospeva tek u trenutku likvidacije preduzeća.

10 Racio pokriva stalne imovine je količnik kapitala vlasnika i stalne imovine, dok sopstveni neto obrtni kapital predstavlja razliku između vlasničkog kapitala i stalne imovine.

izvora finansiranja. Ovaj zaključak direktno proizilazi iz negativnih vrednosti neto obrtnog kapitala (NOK)¹¹ u periodu od 2009. do 2012. godine (videti pokazatelje NOK / obrtna imovina i NOK / zalihe).

U krugu posmatranih državnih preduzeća najveća vrednost racia pokriva zaliha NOK-om (NOK / zalihe) krajem 2012. godine zabeležena je kod JP PTT saobraćaja Srbije (13,14). Ona pokazuje da je u tom momentu ovo preduzeće raspolagalo sa pozitivnim NOK-om koji je bio oko 13 puta veći od zaliha, što ukazuje na postojanje dobre usklađenosti strukture imovine sa strukturom izvora finansiranja, a onda i na dobre pretpostavke za održavanje likvidnost i solventnost u tom preduzeću. Visoko pokriva zaliha NOK-om krajem 2012. godine ostvarilo je JP Elektromreža Srbije (9,79). U ostalim državnim preduzećima, koja su bila predmet analize, vrednost ovog pokazatelja bila je negativna, pri čemu su iznosi iznad zbirne vrednosti racia (-1,88) zabeleženi još kod JP Elektroprivreda Srbije (-0,27), JP Srbijagas (-1,11), Galenika a.d. (-1,11), JP Srbijašume (-1,70) i Telekom Srbija a.d. (-1,76). Minimalnu vrednost racia pokriva zaliha NOK-om na kraju 2012. godine ostvarilo je JP Putevi Srbije (-184,38).

Suprotno prethodno konstatovanom, primetno je da su privatne kompanije iz korpe indeksa BELEX 15 krajem 2012. godine iz dugoročnih izvora finansirale celu stalnu imovinu, čitave zalihe i deo potraživanja (NOK / zalihe > 1). Drugi razlog zbog koga ne treba pridavati poseban značaj visokim vrednostima vlasničkog kapitala u proceni solventnosti posmatranih državnih preduzeća tiče se značajnih revalorizacionih rezervi koje su ušle u njegov sastav, a iza kojih ne stoje stvarni novčani prilivi kapitala u ova preduzeća.¹² Naime, u 2011. godini JP Elektroprivreda Srbije, JP Putevi Srbije i Železnice Srbije a.d. izvršili su sveobuhvatnu revalorizaciju nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava kojima su raspolagali i na konto toga primetno podigli vrednost revalorizacionih rezervi i vlasničkog kapitala u svojim knjigama. To je dovelo do značajnog povećanja učešća kapitala vlasnika u izvorima finansiranja analizom obuhvaćenih državnih preduzeća, a posledično i do osetnog smanjenja vrednosti svih racia zaduženosti. Imajući sve to u vidu jasno je onda zašto opadanje vrednosti pokazatelja zaduženosti analiziranih preduzeća u četvorogodišnjem periodu od kraja 2009. do kraja 2012. godine ne smemo tumačiti kao znak smanjenja njihove zaduženosti. Zapravo, u tom periodu zaduženost je povećana budući da su porasle i finansijske i ukupne

11 Neto obrtni kapital predstavlja razliku između dugoročnih izvora finansiranja (zbira vlasničkog kapitala i dugoročnih obaveza) i stalne imovine.

12 Kao što je to već pomenuto, revalorizacione rezerve predstavljaju najznačajniju stavku u okviru pozicije Rezerve u zbirnom bilansu stanja u tabeli 2.

Tabela 5. Pokazatelji solventnosti posmatranih preduzeća u vlasništvu Republike

Pokazatelji	Javna i druga preduzeća u državnom vlasništvu				BELEX 15 ¹
	2009. g.	2010. g.	2011. g.	2012. g.	2012. g.
Racio pokriva stalne imovine	0,75	0,72	0,81	0,74	0,82
SNOK ² / Obrtna imovina	(1,72)	(1,56)	(1,76)	(2,10)	(0,24)
SNOK ² / Zalihe	(7,01)	(6,39)	(7,68)	(10,04)	(0,66)
NOK ³ / Obrtna imovina	(0,33)	(0,21)	(0,37)	(0,39)	0,39
NOK ³ / Zalihe	(1,35)	(0,86)	(1,60)	(1,88)	1,07
Ukupne obaveze / Kapital	0,54	0,64	0,37	0,51	1,14
Dugovi ⁴ / Kapital	0,31	0,38	0,19	0,26	0,37
Dugovi ⁴ / Ukupan kapital ⁵	0,24	0,28	0,16	0,21	0,27
Dugovi ⁴ / Ukupna imovina	0,20	0,23	0,14	0,17	0,17
Racio finansijskog leveridža	n/a	1,59	1,47	1,44	2,23
Pokriće kamata	2,61	2,77	1,54	(0,12)	19,54
Racio pokriva obaveza NNT ⁶ iz poslovnih aktivnosti	n/a	0,09	0,10	0,08	0,22
Racio pokriva finansijskih obaveza NNT ⁶ iz poslovnih aktivnosti	n/a	0,15	0,18	0,15	0,69
Prosečni dugovi ⁴ / NNT ⁶ iz poslovnih aktivnosti (u godinama)	n/a	6,83	5,58	6,47	1,44
Dugovi ⁴ / EBITDA (u godinama)	2,85	3,21	3,01	4,67	0,86

¹ BELEX 15 članovi izuzev finansijskih institucija i Aerodroma Nikola Tesla a.d. Beograd koji je u većinskom državnom vlasništvu

² Sopstveni neto obrtni kapital

³ Neto obrtni kapital

⁴ Dugovi su zbir dugoročnih finansijskih obaveza i kratkoročnih finansijskih obaveza

⁵ Ukupan kapital je zbir kapitala (vlasnika), dugoročnih finansijskih obaveza i kratkoročnih finansijskih obaveza

⁶ Neto novčani tok

obaveze ovih preduzeća, što se lepo vidi iz priloženog zbirnog bilansa stanja u tabeli 2.

Zbog čega je došlo do pomenutog povećanja finansijskih i ukupnih obaveza posmatranih preduzeća? KonTURE odgovora na ovo pitanje već su isctane u okviru prethodno sprovedene analize likvidnosti. Naime, ona je pokazala da rast finansijskih obaveza nije bio izazvan potrebom finansiranja poslovnog ciklusa. Zapravo, ta potreba je prouzrokovala rast poslovnih obaveza i to obaveza prema dobavljačima. Krediti i ostale finansijske obaveze prevashodno su korišćeni za finansiranje kapitalnih izdataka. Već je pokazano da u prethodnom periodu CFO nije bio dovoljan za pokriće kapitalnih izdataka. Ukoliko u obzir uzmemo i činjenicu da se u tome periodu osnovni kapital nije značajno menjao, što se jasno vidi iz priloženog zbirnog bilansa stanja u tabeli 2, brzo ćemo doći do zaključka da su nedostajuća sredstva za finansiranje investicija u nematerijalnu imovinu i nekretnine, postrojenja, opremu i biološka sredstva pribavljena iz kreditnih izvora.¹³ Razumljivo, ovo je povećalo izloženost državnih preduzeća kako kratkoročnim, tako i dugoročnim finansijskim rizicima.

Dodatne razloge za zabrinutost u pogledu sposobnosti posmatranih preduzeća da nesmetano izmiruju svoje dugoročne obaveze bez pomoći države pronalazimo u niskim vrednostima racia pokriva obaveza neto novčanim tokom iz poslovnih aktivnosti u prethodnom periodu. Naime, u 2012. godini vrednost ovog pokazatelja

iznosila je svega 0,08, što je bilo znatno manje od njegove poželjne vrednosti sa stanovišta očuvanja dugoročne finansijske stabilnosti preduzeća u iznosu od 0,20, ali i od njegove vrednosti za privatne kompanije iz korpe indeksa BELEX 15 od 0,22. Ovome treba dodati i ne tako ohrabrujuću informaciju da je državnim preduzećima u 2012. godini bilo potrebno oko 6,5 godina da iz interno stvorene gotovine otplate sve svoje dugove, na šta ukazuju racio pokriva finansijskih obaveza neto novčanim tokom iz poslovnih aktivnosti i njegova recipročna vrednost. Vrednosti ovog pokazatelja za privatne kompanije čije akcije ulaze u sastav indeksa BELEX 15 u 2012. godini bile su znatno povoljnije. Konačno, krajem 2012. godini dugovi javnih i drugih državnih preduzeća bili su 4,67 puta veći od EBITDA, kao aproksimacije CFO, što je iznad raspona poželjnih vrednosti za ovaj odnos koji se kreće od 0 do 4.¹⁴

Prethodne stavove o ugroženoj solventnosti javnih i drugih državnih preduzeća potvrđuju i niske vrednosti racia pokriva kamata, kao i opadajuća profitabilnost ovih preduzeća u posmatranom četvorogodišnjem periodu.¹⁵ Pokriće kamata, kao odnos poslovnog dobitka (EBIT) i rashoda kamata, u svim godinama zabeležilo je osetno niže vrednosti od poželjnih vrednosti koje se kreću u rasponu od 5 do 7. Čak je u 2012. godini vrednost ovog racia bila negativna pošto su analizirana državna predu-

¹³ Osnovni kapital čine akcijski kapital, državni kapital i ostali osnovni kapital u zbirnom bilansu stanja u tabeli 2.

¹⁴ Prihvatljive vrednosti ovog pokazatelja zabeležene su kod JP Srbijašume (0,61), Telekom Srbija a.d. (1,63), JP Elektroprivreda Srbije (2,34), JP PTT saobraćaja Srbija (2,51) i JP Elektromreža Srbije (3,12).

¹⁵ Prema modernim shvatanjima solventnosti profitabilnost je njena primarna determinanta.

zeća ostvarila zbirni poslovni gubitak u iznosu od skoro 2,5 milijardi RSD.

Pokriće kamata se u grupi analiziranih državnih preduzeća u 2012. godini kretalo u rasponu od -8,46 (JAT Airways a.d.) do 5,90 (JP PTT saobraćaja Srbija). Osim JP PTT saobraćaja Srbija, prihvatljivu vrednost ovog racia ostvarilo je i JP Elektromreža Srbije (5,12). Vrednosti racia pokrića kamata veće od njegove zbirne vrednosti (-0,12) zabeležene su još kod JP Srbijašume (0,62) i JP Putevi Srbije (0,28).

U isto vreme poslovni dobitak privatnih kompanija iz korpe indeksa BELEX 15 bio je 19,54 puta veći od njihovih rashoda kamata. Smanjenje pokrića kamata u periodu od 2009. do 2012. godine posledica je dva izrazito nepovoljna trenda po dugoročnu finansijsku sigurnost posmatranih preduzeća: rasta rashoda kamata zbog sve većih dugova ovih preduzeća i opadanja njihove profitabilnosti. O krizi profitabilnosti državnih preduzeća više reći biće u nastavku ove analize.

3. Analiza profitabilnosti

Profitabilnost nije jedina determinanta uspeha javnih preduzeća i njihovih menadžera. Ipak, poznato je i to da je gomilanje gubitaka u dužem vremenskom periodu finansijski neodrživo i da vodi ozbiljnom narušavanju strukture ukupnog kapitala i strukture izvora finansiranja, što u mnogome otežava održavanje likvidnosti i solventnosti preduzeća. Imajući u vidu veličinu i značaj javnih i drugih državnih preduzeća, kao i njihovu poslovnu povezanost sa ostalim privrednim subjektima, jasno je kakve implikacije po ostatak privrede ima takvo finansijski neodgovorno poslovanje.

Pokazatelji (ne)profitabilnosti analizom obuhvaćenih državnih preduzeća prikazani su u tabeli 6. Na osnovu pregleda njihovih vrednosti lako prepoznamo nekoliko alarmantnih pojava i trendova. Prvo, EBITDA marža, kao odnos EBITDA i poslovnih prihoda,¹⁶ imala je silazni trend u posmatranom četvorogodišnjem periodu, uprkos rastu pomenutih prihoda. Ovo nam govori da su u tom periodu nabavna vrednost prodane robe, troškovi materijala, troškovi zarada i ostali poslovni rashodi u zbiru rasli brže od poslovnih prihoda. Pri tome, uočavamo da je EBITDA u 2012. godini bila nedovoljna za pokriće visokih troškova amortizacije, čiji nivo diktira značajna materijalna i nematerijalna stalna imovina državnih preduzeća, pa je te godine zabeležena negativna marža poslovnog dobitka. Da je EBITDA marža posmatranih preduzeća u 2012. godini bila nezadovoljavajuća potvrđuje i činjenica da je ona, uprkos znatno većim

troškovima amortizacije ovih preduzeća, bila osetno niža od EBITDA marže privatnih kompanija iz korpe indeksa BELEX 15. Koji su uzroci nezadovoljavajuće visine EBITDA marže? Neadekvatna cenovna politika javnih i drugih državnih preduzeća koja u sebi ima elemente socijalne politike svakako je jedan od njih. Tome treba dodati i problem nedovoljne kontrole troškova. Troškovima se mora pažljivo i domaćinski upravljati. To se prevashodno odnosi na pojedinačno najkrupnije stavke poslovnih rashoda, kao i na stavke koje su najbrže rasle u prethodnom periodu, pošto u okviru njih postoji najviše prostora za uštede. Reč je o troškovima zarada, troškovima materijala i nabavnoj vrednosti prodane robe.

Dalje, alarmantan je i pad EBIT marže koji je izazvan padom EBITDA marže i rastom troškova amortizacije u 2011. godini usled revalorizacije nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava u pojedinim državnim preduzećima. Negativna vrednost EBIT marže u 2012. godini u punom svetlu odslikava krizu poslovnog rezultata s kojom su se suočila neka od posmatranih preduzeća. Olakšavajuću okolnost u periodu od 2009. do 2012. godine predstavljao je, ipak, visok kvalitet i procenat naplate poslovnog dobitka, kao i činjenica da je u 2012. godini, uprkos poslovnom gubitku, ostvaren neto priliv gotovine i gotovinskih ekvivalenata iz poslovnih aktivnosti, o čemu govori negativna vrednost pokazatelja kvaliteta (poslovnog) dobitka (neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti / EBIT). No, kako je to već pomenuto, ovakav odnos nije finansijski održiv u dugom roku.

Zabrinjavajuć je i silazni trend neto profitne marže, kao i bruto profitne marže, koji upotpunjuje sliku o opadanju profitabilnosti prihoda analiziranih državnih preduzeća.¹⁷ Primetno je da je neto profitna marža bila pozitivna samo u 2011. godini i to zahvaljujući značajnim kursnim dobitcima i visokim ostalim prihodima, u okviru kojih su dominirale tranzitorne stavke poput prihoda od usklađivanja vrednosti nekretnina, postrojenja i opreme JP Elektroprivreda Srbije i prihoda od smanjenja obaveza Železnica Srbije a.d. U ostalim godinama zabeleženi su masivni kursni gubici i još masivniji ostali rashodi, znatno veći od ostalih prihoda, na šta jasno ukazuje priloženi zbirni bilans uspeha u tabeli 3, te je generisana negativna neto profitna marža. Pri tome, struktura ostalih rashoda ponovo je potvrdila činjenicu da su javna preduzeća u prethodnom periodu služila

¹⁶ Misli se na iznos poslovnih prihoda bez promena vrednosti zaliha učinaka.

¹⁷ Bruto profitna marža meri profitabilnost prihoda iz perspektive svih vlasnika i kreditora i utvrđuje se deljenjem zbir dobitka pre manjinskog interesa i rashoda kamata posle poreza, s jedne, i poslovnih prihoda bez promene vrednosti zaliha učinaka, s druge strane. Za razliku od nje, neto profitna marža odslikava profitabilnost prihoda isključivo iz perspektive vlasnika matičnog preduzeća i dobija se deljenjem neto dobitka i poslovnih prihoda bez promene vrednosti zaliha učinaka.

Tabela 6. Pokazatelji profitabilnosti posmatranih preduzeća u vlasništvu Republike

Pokazatelji	Javna i druga preduzeća u državnom vlasništvu				BELEX 15 ¹	
	2009. g.	2010. g.	2011. g.	2012. g.	2012. g.	
EBITDA marža	26,39%	24,77%	23,39%	17,83%	24,70%	
EBIT marža (Marža poslovnog dobitka)	8,71%	8,71%	4,65%	-0,49%	21,73%	
Neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti / EBIT	0,99	1,24	2,78	(24,31)	0,61	
Bruto profitna marža	7,38%	1,22%	11,54%	-10,51%	16,41%	
Neto profitna marža	-0,69%	-2,70%	8,54%	-13,80%	15,25%	
ROTC _{before taxes} (Prinos pre poreza na ukupan kapital ²)	n/a	3,03%	1,33%	-0,12%	31,62%	
ROA _{after taxes} (Prinos posle poreza na ukupnu imovinu)	n/a	0,36%	2,83%	-2,13%	14,81%	
ROE1 _{after taxes} (Prinos posle poreza na kapital vlasnika matičnog preduzeća)	n/a	-1,29%	3,11%	-4,06%	32,07%	
DU PONT analiza	Neto profitna marža	n/a	-2,70%	8,54%	-13,80%	15,25%
	Obrt ukupne imovine	n/a	0,30	0,25	0,20	0,90
	Obrt nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava	n/a	0,37	0,29	0,24	1,80
	Obrt obrtne imovine	n/a	2,10	2,06	1,95	2,09
	Racio finansijskog leveridža	n/a	1,59	1,47	1,44	2,23
	Prosečan kapital / Prosečan kapital vlasnika matičnog preduzeća	n/a	1,02	1,01	1,01	1,05

¹ BELEX 15 članovi izuzev finansijskih institucija i Aerodroma Nikola Tesla a.d. Beograd koji je u većinskom državnom vlasništvu

² Ukupan kapital je zbir kapitala (vlasnika), dugoročnih finansijskih obaveza i kratkoročnih finansijskih obaveza

kao zgodan instrument relevantnim političkim strukturama za vođenje socijalne politike. Tako je u okviru nje značajno mesto pripalo rashodima po osnovu obezvređenja potraživanja od kupaca, rashodima po osnovu isplaćenih naknada zaposlenima u javnim preduzećima na teritoriji Kosova i Metohije i troškovima sponzorstva i donatorstva.

Poseban signal za uzbunu, pored svih do sada pomenutih signala, je i opadanje efikasnosti upravljanja imovinom u analiziranim državnim preduzećima, koje je u posmatranom periodu u kombinaciji sa smanjenjem profitabilnosti prihoda doprinelo osetnom spuštanju stope prinosa pre poreza na ukupan kapital, stope prinosa posle poreza na ukupnu imovinu i stope prinosa posle poreza na kapital (vlasnika matičnog preduzeća).¹⁸ Pri tome, sve tri stope prinosa 2012. godinu završile su sa negativnim predzankom. Dublja analiza pokazuje da je pogoršavanje efikasnosti upravljanja imovinom, o kome svedoči silazni trend racio obrta ukupne imovine, bilo rezultat opadanja kako obrta nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava, tako i obrta obrtne imovine. No, ovde se kao olakšavajuća okolnost mora uzeti u obzir činjenica da je smanjenje iznosa racia obrta nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava u 2011. u odnosu na 2010. godinu jednim delom izazvano i sprovedenom revalorizacijom, o kojoj je već bilo reči. Sve to, ipak, ne menja naš zaključak da je efikasnost upošljavanja ove imovine u državnim preduzećima u prethodnom periodu bila na izrazito niskom nivou, što potvrđuje

¹⁸ Stopa prinosa pre poreza na ukupan kapital definisana je kao količnik EBIT i prosečne vrednosti ukupnog kapitala. Za razliku od nje, stopa prinosa posle poreza na ukupnu imovinu predstavlja količnik zbira dobitka pre manjinskog interesa i rashoda kamata posle poreza, s jedne, i prosečne imovine, s druge strane. Konačno, stopa prinosa posle poreza na kapital vlasnika matičnog preduzeća utvđuje se kao količnik neto dobitka i prosečnog kapitala vlasnika umanjenog za manjinski interes.

četiri i po puta manja vrednost racia obrta nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava u 2012. godini u državnim u odnosu na privatne kompanije iz korpe indeksa BELEX 15.¹⁹ Pad obrta obrtne imovine, s druge strane, uzrokovan je u prvom redu usporavanjem tempa naplate potraživanja od kupaca na koje upućuje postepeno povećanje vremena obrta potraživanja od kupaca u tabeli 4 u okviru analize likvidnosti. Sve ovo jasno ukazuje na neophodnost profesionalizacije uprave javnih i drugih državnih preduzeća i s pravom otvara pitanje kriterijuma na osnovu kojih se biraju menadžeri i zapošljavaju kadrovi u njima.

Iznete stavove u najboljoj meri ilustruje sprovedena Du Pont analiza stope prinosa posle poreza na kapital (vlasnika matičnog preduzeća) iz koje nedvosmisleno proizilazi da je opadanje ove stope u prethodnom periodu bilo posledica smanjenja neto profitne marže, usporevanja obrta i blagog spuštavanja finansijskog leveridža.²⁰ Kako je o neto profitnoj marži i obrtu bilo već dovoljno reči, ostaje nam da nešto kažemo i o finansijskom leve-

¹⁹ Izneti zaključak ostaje na snazi uprkos činjenici da posmatrana državna preduzeća posluju u kapitalno intezivnim privrednim granama, što samo po sebi spušta vrednost racio obrta nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava. Dovoljno ubedljivo potvrđuje ga podatak da je vrednost ovog pokazatelja u 2012. godini za Naftnu industriju Srbije a.d. Novi Sad bila 6,8 puta veća nega za analizirana preduzeća u vlasništvu države i iznosila je 1,61. Pri tome, Naftna industrija Srbije takođe obavlja kapitalno intenzivnu delatnost, a doskora je bila i u državnim rukama.

²⁰ U literaturi je moguće pronaći različite verzije Du Pont analize profitabilnosti. No, najčešće su one u okviru kojih je stopa prinosa na kapital vlasnika (ROE) predstavljena kao proizvod tri komponente: neto profitne marže, obrta ukupne imovine i finansijskog leveridža. Upravo ova ideja nalazi se u osnovi Du Pont analize čiji su rezultati sistematizovani u tabeli 6, s tim što je u njoj u obzir uzeta i četvrta komponenta: količnik prosečnog kapitala svih vlasnika i prosečnog kapitala vlasnika matičnog preduzeća. Ova komponenta je uključena u analizu zbog specifičnosti definicije stope prinosa posle poreza na kapital vlasnika matičnog preduzeća, prema kojoj je ta stopa količnik neto dobitka i prosečnog kapitala vlasnika matičnog preduzeća.

ridžu. Pomenuto spuštanje racia finansijskog leveridža u posmatranim preduzećima, ipak, ne treba tumačiti kao znak smanjenja njihove izloženosti finansijskim rizicima, na šta je već ukazano u analizi solventnosti. To potvrđuje i analiza efekta finansijskog leveridža koja je prikazana u tabeli 7.

U 2012. godini stopa prinosa posle poreza na ukupnu imovinu posmatranih državnih preduzeća zabeležila je vrednosti u rasponu od -22,35% (JP Srbijagas) do 23,98% (JP PTT saobraćaja Srbija). Pored JP PTT saobraćaja Srbija, pozitivne vrednosti ove stope ostvarili su još Telekom Srbija a.d. (6,61%), JP Elektromreža Srbije (2,73%) i JP Srbijašume (0,13%). Negativne vrednosti stope, koje su bile veće od njenog zbirnog iznosa (-2,13%), generisali su JP Elektroprivreda Srbije (-0,92%) i JP Putevi Srbije (-1,31%). Značajne gubitke imovine, pa samim tim i izrazito negativne vrednosti ovog pokazatelja, pored JP Srbijagas, zabeležili su i JAT Airways a.d. (-20,59%), Galenika a.d. (-19,41%) i Železnice Srbije a.d. (-5,32%). S druge strane, maksimalna vrednost stope prinosa posle poreza na kapital (vlasnika matičnog preduzeća) u grupi posmatranih državnih preduzeća zabeležena je kod JP PTT saobraćaja Srbija (35,08%), a minimalna u preduzeću Galenika a.d. (-506,95%). Pored JP PTT saobraćaja Srbija, pozitivne vrednosti ovog pokazatelja ostvarili su još Telekom Srbija a.d. (8,28%), JP Elektromreža Srbije (3,16%) i JP Srbijašume (0,09%). Negativne vrednosti stope generisali su JP Elektroprivreda Srbije (-1,31%), JP Putevi Srbije (-2,32%), Železnice Srbije a.d. (-8,11%), ali i Galenika a.d., JP Srbijagas (-229,93%) i JAT Airways a.d. (pokazatelj nije definisan zbog nulte vrednosti prosečnog vlasničkog kapitala preduzeća u 2012. godini) koji su zabeležili gubitke iznad visine vlasničkog kapitala. Distribucija vrednosti stope prinosa pre poreza na ukupan kapital u 2012. godini blisko je korespondirala upravo predstavljenim distribucijama stope prinosa posle poreza na ukupnu imovinu i stope prinosa posle poreza na kapital (vlasnika matičnog preduzeća).

Negativan efekat finansijskog leveridža koji su javna i druga državna preduzeća ostvarila u 2010., 2011. i 2012. godini samo upotpunjuje impresije o narušenoj profitabilnosti i solventnosti ovih preduzeća.²¹ Stope prinosa uz koje je plasiran kapital pribavljen iz pozajmljenih izvora nisu bile dovoljno visoke da pokriju troškove tog kapitala u proteklom periodu. Ovaj zaključak izveden je iz razlike između stope prinosa posle poreza na ukupan kapital i stope rashoda kamata posle poreza.²² Naime, stopa prinosa posle poreza na ukupan kapital bila

je niža od stope rashoda kamata posle poreza u svim posmatranim godinama (npr. u 2012. godini: -2,49% < 3,85%), što je imalo negativan uticaj na stopu prinosa posle poreza na kapital svih vlasnika, spuštajući prinos vlasnika na nivo ispod prinosa na ukupan kapital (npr. u 2012. godini: -3,92% < -2,49%).²³ Sasvim suprotni odnosi između ovih stopa i pozitivan efekat finansijskog leveridža zabeleženi su u 2012. godini kod privatnih kompanija čije akcije ulaze u sastav indeksa BELEX 15. Ove kompanije su profitabilno uložile kapital pribavljen putem kreditnog zaduživanja, zahvaljujući čemu su uspele da podignu profitabilnost vlasničkog kapitala iznad profitabilnosti ukupnog kapitala (30,84% > 23,87%).

Zaključak

Najvažniji zaključci sprovedene analize su sledeći. Naime, ona jasno pokazuje da su finansijska pozicija i performanse najbitnijih javnih i drugih preduzeća u državnom vlasništvu ozbiljno ugroženi i da se ova preduzeća, zbirno posmatrano, suočavaju sa krizom likvidnosti, krizom solventnosti i krizom profitabilnosti. Naravno, likvidnost, solventnost i profitabilnost se razlikuju od preduzeća do preduzeća, ali generalna ocena je da je opšta finansijska kondicija svih preduzeća zajedno loša. Imajući u vidu pomenute specifičnosti finansijskog i prinosa polazaja pojedinačnih preduzeća, u predstojećem periodu potrebno je sprovesti detaljan skrining poslovanja svakog preduzeća ponaosob, kako bi se u svakom konkretnom slučaju utvrdile odgovarajuće mere za poboljšanje performansi. No, već sada je moguće identifikovati nekoliko opštih mera koje bi zasigurno delovale u pravcu stabilizacije finansijskog položaja i poboljšanja profitabilnosti državnih preduzeća: profesionalizacija menadžmenta, ograničavanje zloupotrebe političkog uticaja na poslovanje, korigovanje cenovne politike u slučajevima u kojima je to moguće, pooštavanje kontrole troškova poslovanja, a pogotovo troškova zarada i troškova materijala, insistiranje na javnim nabavkama, podizanje efikasnosti naplate potraživanja i sl. Uz sve ovo opravdano se postavlja i jedno važno pitanje: Da li država i dalje treba da bude (jedini) vlasnik baš svih preduzeća koja trenutno poseduje? Na to pitanje nadovezuju se i mnoga druga podjednako kompleksna pitanja koja zahtevaju odgovor i čekaju rekonstruisanu Vladu.

21 Pojedinačno posmatrano, pozitivan efekat finansijskog leveridža u 2012. godini zabeležili su samo JP PTT saobraćaja Srbija, JP Elektromreža Srbije i Telekom Srbija a.d.

22 Stopa prinosa pre poreza na ukupan kapital predstavlja količnik zbira dobitka pre manjinskog interesa i rashoda kamata posle poreza, s jedne, i prosečne vrednosti ukupnog kapitala, s druge strane, dok je stopa rashoda kamata posle poreza definisana kao odnos rashoda kamata posle poreza i prosečnih dugova. Ponovo ćemo naglasiti da ukupan kapital čine kapital vlasnika i dugovi, tj. kratkoročne i dugoročne finansijske obaveze.

23 Stopa prinosa posle poreza na kapital svih vlasnika je količnik dobitka pre manjinskog interesa i prosečnog kapitala vlasnika.

Tabela 7. Analiza efekta finansijskog leveridža u posmatranim državnim preduzećima

Pokazatelji	Javna i druga preduzeća u državnom vlasništvu				BELEX 15 ¹
	2009. g.	2010. g.	2011. g.	2012. g.	2012. g.
ROTC _{after taxes} (Prinos posle poreza na ukupan kapital ²)	n/a	0,42%	3,30%	-2,49%	23,87%
- Stopa rashoda kamata posle poreza	n/a	4,78%	3,80%	3,85%	5,59%
Razlika	n/a	-4,35%	-0,50%	-6,34%	18,29%
x Prosečni dugovi ³ / Prosečan kapital	n/a	0,35	0,26	0,23	0,38
Proizvod	n/a	-1,51%	-0,13%	-1,43%	6,97%
+ ROTC _{after taxes} (Prinos posle poreza na ukupan kapital ²)	n/a	0,42%	3,30%	-2,49%	23,87%
Zbir	n/a	-1,08%	3,17%	-3,92%	30,84%
ROE2 _{after taxes} (Prinos posle poreza na kapital svih vlasnika)	n/a	-1,08%	3,17%	-3,92%	30,84%
Efekat finansijskog leveridža	n/a	Negativan	Negativan	Negativan	pozitivan

¹ BELEX 15 članovi izuzev finansijskih institucija i Aerodroma Nikola Tesla a.d. Beograd koji je u većinskom državnom vlasništvu

² Ukupan kapital je zbir kapitala (vlasnika), dugoročnih finansijskih obaveza i kratkoročnih finansijskih obaveza

³ Dugovi su zbir dugoročnih finansijskih obaveza i kratkoročnih finansijskih obaveza

Literatura

<http://www.apr.gov.rs>

1. Malinić, D. „Finansijska (ne)moć javnih preduzeća“, Zbornik radova: Računovodstveno regulatorno okruženje: podsticaj ili ograničenje privrednog rasta, 44. simpozijum Računovodstvo i poslovne finansije u savremenim uslovima poslovanja, Zlatibor, 2013, str. 131-154.

2. Malinić, D., Milićević, V., Stevanović, N. (2012) Upravljačko računovodstvo, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu

3. White, G.I., Sondhi, A.C., Fried, D. (2003) The Analysis and Use of Financial Statements, John Wiley & Sons, Inc.

4. Zakon o javnim preduzećima, „Službeni glasnik RS“, br. 119/2012.

Osvrt 3. Ekstremna nezaposlenost mladih u Srbiji i EU: posledice i moguća rešenja

Jelena Žarković Rakić

Stopa nezaposlenosti za mlade (15-24 godine) u Srbiji dostigla je brojku od 50% još pre dve godine. Od početka ekonomske krize pogoršanje prilika na tržištu rada za ovu starosnu grupu primetno je i u zemljama Evropske unije (EU), gde jedna od pet osoba ispod 25 godina nema posao, dok je stanje na jugu Evrope još teže. Na Grafiku su prikazane evropske zemlje u kojima je situacija posebno zabrinjavajuća.

Kada privrede prolaze kroz težak period, kakva je trenutna ekonomska kriza, mladi prvi gube posao s obzirom da još nemaju dovoljno radnog iskustva i veština koje su poslodavcu nezamenjive. Tako je 2008. godine stopa nezaposlenosti mladih u EU-27 bila dvostruko veća u odnosu na stopu nezaposlenosti celokupne populacije, ali je ekonomska kriza pogodila mlade više nego bilo koju drugu starosnu grupu. Od početka 2009. jaz između stope nezaposlenosti mladih i celokupne populacije se konstantno povećavao tako da je na kraju 2012. stopa nezaposlenosti mladih bila 2,6 puta veća u odnosu na stopu za ukupnu populaciju.

Veliki broj nezaposlenih mladih ljudi stvara značajne troškove na individualnom i društvenom nivou. Za državu to znači smanjenje prihoda po osnovu poreza na dohodak, veće budžetske izdatke za naknade poput one za nezaposlenost, ali iznad svega neiskorišćen potencijal radne snage. Tako na primer, jedno istraživanje za Veliku Britaniju¹ procenjuje da se gubici u produktivnosti, kao rezultat nezaposlenosti mladih ljudi, na dnevnom nivou mogu meriti iznosom od deset miliona funti.

Istraživanja radena uglavnom za razvijene zemlje pokazuju da na individualnom planu dugi periodi nezaposlenosti ostavljaju negativan uticaj na buduća primanja pojedinca (takozvani “ožiljak na zaradama”). Široko citiran rad za Veliku Britaniju² pokazuje da mladi ljudi, koji na

¹ McNally, S. and Telha, S. The Cost of Exclusion: Counting the cost of youth disadvantage in the UK (2007). Centre for Economic Performance, London School of Economics, Prince's Trust, <http://www.princestrust.org.uk/PDF/Princes%20Trust%20Research%20Cost%20of%20Exclusion%20apr07.pdf>
² Gregg, P. and Tominey, E. (2005) "The wage scar from male youth unemployment". Labour Economics, 12(4), pp. 487-509.