UDK 005.334:334.72
DOI: 10.7251/FIN1501007M

ORIGINALNI NAUČNI RAD

Dejan Malinić*

Relevantnost pozicionih rizika u kreiranju strategije razvoja – slučaj javnih preduzeća

The relevance of positional risks in creating development strategy: the case of public enterprises

Rezime

U mnogim zemljama širom sveta, javna preduzeća imaju veliki ekonomski i politički značaj. Država je često prisutna u infrastrukturnim sektorima od strategijskog značaja za razvoj nacionalne ekonomije. Preduzeća u državnom vlasništvu često imaju značajno učešće u GDP i ukupnom broju zaposlenih. Ne treba zanemariti ni uticaj ovih preduzeća na poslovanje i performanse drugih, nedržavnih preduzeća. Međutim, u brojnim istraživačkim studijama je dokazano da država svoju vlasničku funkciju ne obavlja na najbolji način i da su preduzeća sa državnim vlasništvom manje uspešna od privatnih preduzeća. Ista situacija je i u Srbiji. Neadekvatno upravljanje, nedovoljna transparentnost njihovog poslovanja i izostanak kvalitetnog sistema monitoringa uslovljavaju neracionalno trošenje resursa i velike gubitke. Srpska javna preduzeća su, kroz davanje državnih garancija za uzete kredite, postala jedan od generatora javnog duga. Značajne subvencije, neposredno iz budžeta ili posredno, preko neplaćanja računa drugim javnim preduzećima, pokriće gubitaka i otpis dugova u značajnoj meri opterećuju državni budžet. Otuda, sređivanje stanja u javnim preduzećima nije stvar izbora, već urgentna potreba.

Finansijske dubioze u javnim preduzećima u Srbiji su toliko velike da bi njihovo ignorisanje moglo da ugrozi reformske procese i realizaciju strategije razvoja srpske privrede ili barem da rezultati ne budu na nivou očekivanih. Kvantifikovanje nasleđenih finansijskih rizika je najvećim delom predmet naše pažnje u ovom radu. U prvom i drugom delu rada akcenat je stavljen na specifičnosti javnih preduzeća i značaj koji ona imaju u pojedinim nacionalnim ekonomijama. U trećem delu rada bavimo se dimenzioniranjem poslovnih i finansijskih rizika, sa osnovnom namerom da skrenemo pažnju na veličinu problema ne samo u javnim preduzećima, već i njihov negativni uticaj na poslovanje cele privrede. U četvrtom delu u središtu pažnje su problemi niskog kvaliteta korporativnog upravljanja, potreba korenitih promena u odnosu države prema javnim preduzećima i pravci unapređenja korporativnog upravljanja. Konačno, u poslednjem delu rada skrećemo pažnju na moguće manipulacije u finansijskim izveštajima, posledice koje iz toga mogu da proizađu i nedovoljnu brigu države za kvalitet finansijskog izveštavanja u celini.

Ključne reči: *javna preduzeća, korporativno upravljanje, performanse, poslovni rizici, finansijski rizici, likvidnost, solventnost, profitabilnost, skriveni gubici.*

Abstract

Public enterprises have considerable economic and political importance in many countries around the world. The state is largely involved in infrastructure sectors of strategic importance for the development of the national economy. State-owned enterprises often significantly contribute to GDP and total employment. Also, we should not overlook their effect on the operating and financial performance of companies that do not belong to the public sector. However, a number of research studies have shown that the state does not perform its ownership function in an effective manner and that state-owned enterprises are usually less successful than private companies. The same holds true for Serbian public enterprises. Inadequate management, lack of transparency in their operations and absence of an efficient monitoring system lead to irrational use of resources and huge losses. Serbian public enterprises have become one of the generators of public debt, mainly due to the policy of government guaranties for their loans. Substantial subsidies coming directly from the budget or indirectly through unpaid obligations toward other public enterprises, coverage of their losses and write-offs of their debt place a heavy burden on the state budget. Therefore, reform of public enterprises is not a matter of choice, but an urgent need.

* Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu

The financial problems of public enterprises in Serbia are so deeply embedded that their ignorance could undermine the reform processes and implementation of the strategy for economic development of Serbia or its results might fall below expectations. In this paper we put special emphasis on the quantification of inherited risks. In the first and second part we point out particular characteristics of public enterprises and their key role in some national economies. In the third part of the paper we deal with dimensioning of operating and financial risks with the aim of shedding some light on the scope of the problem, not only from the perspective of public enterprises, but also considering a negative impact of these risks on the performance of the overall economy. In the fourth part the focus is on the problems of poor quality of corporate governance, need for fundamental changes in the state's attitude toward public enterprises, and means of enhancing corporate governance. Finally, in the last part of the paper we draw attention to potential manipulations in financial statements and their consequences as well as to a lack of the government's commitment to raising the quality of financial reporting in general.

Key words: *public enterprises, corporate governance, performance, operational risks, financial risks, liquidity, solvency, profitability, hidden losses.*

UVOD

Razgraničenje između javnog i privatnog sektora je prilično kompleksno. Kriterijumi za razgraničenje su višestruki i vremenom su se menjali. To je imalo za posledicu da su se i granice između ovih sektora menjale. Privatni sektor se primarno bavi komercijalnim aktivnostima, dok je država dominantno usmerena na uspostavljanje pravnog sistema, proizvodnju pojedinih dobara i usluga od javnog interesa, regulisanje privrednih aktivnosti, obezbeđenje finansiranja dobara i usluga za potrebe obrazovanja, zdravstva, nacionalne odbrane, kulture, socijalnog osiguranja itd. Međutim, i država se bavi nekim komercijalnim aktivnostima na sličan način kao i privatni sektor (proizvodnja električne energije, izgradnja putne infrastrukture, pružanje poštanskih usluga i sl.). S druge strane, privatni sektor kroz proces privatizacije sve više ulazi na područja koja su nekada dominantno pripadala javnom sektoru.

Često se javna preduzeća poistovećuju sa preduzećima koja su u vlasništvu države (*state-owned enterprise – SOE*), što nije sasvim tačno. Nekada su javna preduzeća bila dominantno u vlasništvu države. U mnogim zemljama učešće države u vlasništvu u mnogim preduzećima je i dalje 100%. Međutim, činjenica je da su mnoga velika preduzeća delimično ili potpuno privatizovana i da se struktura vlasništva značajno menja. Tako, na primer, na stotine velikih SOE kompanija u Kini imaju diferencirano vlasništvo i sada posluju kao javno listirane kompanije (Mako i Zhang, 2004). Reforme u Kini sprovedene u periodu 1995–2000. smanjile su veličinu državnog sektora. Učešće države u broju industrijskih preduzeća se smanjilo sa 39,2% u 1998. na 4,5% u 2010. godini, učešće u ukupnoj industrijskoj imovini je palo sa 68,8% na 42,4%, a učešće zaposlenih sa 60,5% na 19,4%. U Rusiji, učešće SOE u industrijskoj proizvodnji je smanjeno sa 9,9% u 1994. na 6,7% u 2004. godini, pri čemu je država zadržala vlasništvo u strategijski važnim sektorima (mašinskoj industriji, istraživanju i eksploataciji prirodnih resursa, radiodifuziji itd.) (World Bank Group, 2014).

Javna preduzeća mogu biti osnovana u formi društava kapitala od strane države, zakonom ili odlukom vlade (železnice, promet naftom i prirodnim gasom, pošte i sl.), društava kapitala osnovanih odlukama teritorijalnih jedinica (komunalne delatnosti), zaključivanjem ugovora o koncesiji, kada koncesionar dobija pravo korišćenja, uz obavezu zaštite javnog interesa i plaćanje naknade (putna infrastruktura, eksploatacija ruda i sl.), osnivanjem mešovitih društava kapitala, tzv. javno-privatnih partnerstava itd. (Vasiljević, 2012). Pored ovoga, obavljanje delatnosti od javnog interesa nadležni državni organi mogu poveriti i drugim društvima kapitala i preduzetnicima. U nekim zemljama, javna preduzeća dominantno imaju formu akcionarskih društava (Bugarska, Čile, Peru i Singapur), dok u nekim drugim zemljama javna preduzeća mogu da budu organizovana u različitim pravnim formama) (World Bank, 2006. str. 7). Ponekad javna preduzeća koja su 100% u vlasništvu države mogu imati u svom vlasništvu druga javna preduzeća koja su organizovana kao akcionarska društva ili društva sa ograničenom odgovornošću.

Pravni okvir može varirati u zavisnosti od ciljeva države, modela privatizacije, potrebe da se zadrži određeni nivo kontrole i sl. U tom smislu, država može ostati jedini vlasnik, zadržati većinsko učešće u vlasništvu (eng. *majority ownership*) ili zadržati samo manjinsko učešće u vlasništvu (eng. *minority ownership*). Brojni varijeteti pravnih formi i različito učešće države u vlasništvu takvih preduzeća mogu zamagliti pravu predstavu o veličini javnih preduzeća. Međutim, širi varijetet pravnih formi pruža državi veću fleksibilnost u vođenju politike vlasništva u javnim preduzećima, realizaciji kontrolne funkcije i u traganju za načinima podizanja njihove efikasnosti.

Imajući prethodno u vidu, ne iznenađuje činjenica da se preduzeća od javnog značaja u literaturi različito nazivaju: javna preduzeća *(public enterprises),* preduzeća u državnom vlasništvu (*state-owned enterprises)* sa varijacijama potpunog i delimičnog vlasništva *(full and partly state-owned enterprises),* državne korporacije *(statutory corporations),* državne kompanije sa ograničenom odgovornošću *(government limited companies)* i sl. U našem radu koristimo naziv "javna preduzeća", koji je široko prihvaćen u srpskoj poslovnoj praksi.

Činjenica je da javna preduzeća mogu imati veliki ekonomski i politički značaj. Država je prisutna u potencijalno profitabilnim infrastrukturnim sektorima od strategijskog značaja za razvoj nacionalne ekonomije. S druge strane, državna preduzeća su često neuspešna ili barem manje uspešna od privatnih. Pokriće postojećih i potencijalno novih gubitaka u krajnjoj liniji se pokriva iz budžeta. Razne subvencije ne rešavaju dugoročno probleme sa kojima se suočavaju ova preduzeća, ali zato značajno opterećuju budžet. Poseban problem je uticaj javnih preduzeća na visinu javnog duga (preko aktiviranja državnih garancija za kredite javnih preduzeća). Najavljeno sređivanje stanja u javnim preduzećima, između ostalog, podrazumeva uzimanje u obzir postojećih, nasleđenih finansijskih rizika. Njihovo eventualno ignorisanje može biti razlog da rezultati na ovom području izostanu ili ne budu na nivou očekivanih. Kvantifikovanje tih rizika je najvećim delom predmet naše pažnje u ovom radu.

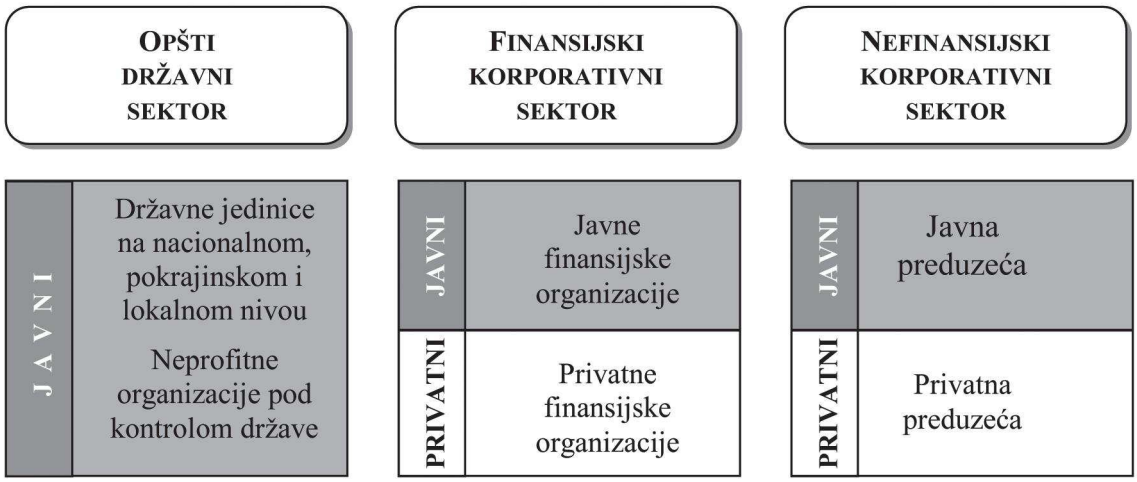
1. SPECIFIČNOSTI JAVNIH PREDUZEĆA

Generalno, preduzeća predstavljaju poslovne entitete koji se osnivaju zbog proizvodnje određenih proizvoda i usluga, u cilju stvaranja prinosa svojim vlasnicima. Javna preduzeća koja se bave komercijalnim delatnostima bi se mogla definisati na sličan način. Ukoliko su ona organizovana kao akcionarska preduzeća *(joint stock companies),* javna preduzeća moraju imati odgovornost za performanse prema

akcionarima, dok ako su potpunosti u vlasništvu države, ona moraju imati odgovornost prema javnosti. U OECD smernicama za korporativno upravljanje državnim preduzećima (OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises) državna preduzeća "predstavljanju preduzeća u kojima država ima značajnu kontrolu, kroz potpuno, većinsko ili značajno manjinsko" (OECD, 2005. str. 10), odnosno "bilo koji korporativni entitet posedovan od strane države i tretiran kao preduzeće u skladu sa nacionalnim zakonodavstvom treba posmatrati kao državno preduzeće (ovo uključuje akcionarska preduzeća, društva sa ograničenom odgovornošću i komanditna društva)" (OECD, 2014. str. 4). Prema Zakonu o javnim preduzećima, isto se definiše kao "preduzeće koje obavlja delatnost od opšteg interesa, a koje osniva Republika Srbija, autonomna pokrajina ili jedinica lokalne samouprave".[1]

Javna preduzeća su sastavni deo javnog sektora. Javnom sektoru pripadaju sve one aktivnosti i svi entiteti koji se finansiraju iz javnih prihoda, ali i svi drugi ekonomski entiteti koji su u vlasništvu ili su pod kontrolom države. Imajući ovo u vidu, strukturu javnog sektora i mesto javnih preduzeća u njemu mogli bismo predstaviti kao na slici 1.

Slika 1. Razgraničenje između javnog i privatnog sektora



U nadležnosti opšteg državnog sektora je pravosudni sistem, fondovi i direkcije, obezbeđenje javnog reda, nacionalne bezbednosti, zdravstvene zaštite, socijalnog osiguranja, obrazovanja, zaštite životne sredine, kao i pružanje drugih javnih usluga. Ovom delu javnog sektora mogu pripadati i neke netržišne i neprofitne organizacije koje država kontroliše. Javni sektor obuhvata i javna preduzeća i institucije koji mogu pripadati finansijskom (razvojne banke, fondovi za razvoj itd.) i nefinansijskom sektoru (javna preduzeća pod kontrolom države, pokrajinskih i lokalnih organa vlasti, kao što su železnica, državne aviokompanije, pošta, prenos električne energije, transport gasa, komunalne usluge i dr.). Očigledno, u okviru finansijskog i nefinansijskog sektora mogu poslovati i javna i privatna preduzeća.

Da bi neko preduzeće bilo javno, nije neophodno da država bude jedini vlasnik. Dovoljno je da poseduje moć kontrole. Pritom, kontrola se definiše kao sposobnost uticaja na opštu poslovnu politiku preduzeća, odnosno na ključne finansijske i poslovne politike koje su povezane sa strategijskim ciljevima preduzeća. Najvažniji faktori na osnovu kojih se procenjuje mogućnost kontrole su (Pitzer i Dupuis, 2006, str. 8–10): posedovanje većinskog paketa glasačkih prava (neposredno ili posredno preko drugih javnih entiteta), kontrola borda direktora ili drugih upravljačkih organa (određena je mogućnošću njihovog postavljanja i smenjivanja, pri čemu i postojanje prava veta na postavljanje može biti posmatrano kao forma kontrole), kontrola postavljanja ili smenjivanja ključnih izvršnih direktora u kompaniji (ovo može biti odlučujuće u uslovima kada je kontrola borda direktora slaba), kontrola ključnih komiteta (ukoliko takvi komiteti imaju važnu ulogu u postavljanju ključnih poslovnih i finansijskih politika u preduzeću), posedovanje zlatne akcije (ova praksa je naročito prisutna u privatizovanim kompanijama kada država zadržava neka prava u cilju zaštite javnog interesa, pri čemu ostaje otvoreno pitanje da li je to dovoljno da se utiče na opštu poslovnu politiku preduzeća), mogućnost kontrole od strane regulatornih tela (relevantno je samo onda kada postoji toliko čvrsta kontrola koja efikasno određuje kako entitet ostvaruje svoje poslovne aktivnosti), kontrola preko dominantnog kupca (ako je ukupna prodaja preduzeća usmerena prema jednom ili grupi kupaca koji pripadaju javnom sektoru), kontrola nametnuta neposrednim pozajmljivanjem sredstava ili davanjem garancija od strane države (kontrola u ovom smislu može postojati samo ako je država spremna za ovakve aranžmane). Kontrola pritom može biti određena samo jednim utičućim faktorom ili istovremenim dejstvom više faktora. Otuda je nekada problem razgraničenja jednostavan, dok u drugim situacijama on može biti prilično složen i zahtevati prosuđivanje.

Javna preduzeća koja se bave komercijalnim delatnostima u poslovnom smislu funkcionišu na sličan način kao i privatne kompanije. Međutim, pored sličnosti, javna preduzeća imaju niz specifičnosti u odnosu na privatna preduzeća (Malinić, 2013). Zarad boljeg razumevanja problema koji se vezuju za poslovanje javnih preduzeća, najvažnije navodimo u nastavku.

Prvo, javna preduzeća često imaju strategijski značaj za razvoj nacionalne ekonomije. Ona se često osnivaju u tzv. infrastrukturnim sektorima, kao što su energetika (proizvodnja i prenos energije), saobraćaj (putna, železnička, vazdušna i plovna infrastruktura) i telekomunikacije. Budući da su ove kompanije velike i finansijski snažne, one imaju važnu ulogu u unapređenju poslovanja u celoj privredi, povećanju bruto domaćeg proizvoda, ali i u unapređenjima

[1] Delatnosti od opšteg interesa (čl. 2. Zakona o javnim preduzećima) jesu one koje su zakonom određene u oblastima: proizvodnje, prenosa i distribucije električne energije; proizvodnje i prerade uglja; istraživanja, proizvodnje, prerade, transporta i distribucije nafte i prirodnog i tečnog gasa; prometa naftom i naftnim derivatima; železničkog, poštanskog i vazdušnog saobraćaja; telekomunikacija; izdavanja službenog glasila Republike Srbije; informisanja; izdavanja udžbenika; korišćenja, upravljanja, zaštite i unapređenja dobara od opšteg interesa (vode, putevi, mineralne sirovine, šume, plovne reke, jezera, obale, banje, divljač), kao i komunalne delatnosti. Videti: Zakon o javnim preduzećima, "Službeni glasnik Republike Srbije" br. 119/2012.

na područjima pružanja zdravstvenih usluga, podizanja energetske efikasnosti, podizanja efikasnosti državne uprave i sl.

Drugo, javna preduzeća često zahtevaju velika investiciona ulaganja. Takvi su primeri proizvodnja električne energije u energetskom sektoru, ulaganja u razvoj širokopojasne mreže u sektoru telekomunikacija, ulaganja u putnu i železničku infrastrukturu, ulaganja u proizvodnju i transport gasa i sl. To otvara veoma ozbiljne probleme njihovog finansiranja i održivog rasta.

Treće, nisu retke situacije kada javna preduzeća imaju monopolsku poziciju. Pri tome, ne mislimo samo na prirodne monopole. Preduzeća koja se bave pružanjem komunalnih usluga takođe mogu imati monopolsku poziciju. Monopolska pozicija otvara veoma ozbiljna pitanja vezana za efikasnost takvih preduzeća, problem formiranja cena usluga, kvalitet upravljanja, česta subvencionisanja i sl. Ne treba gubiti iz vida da finansijski snažna javna preduzeća mogu ugrožavati konkurentnost na pojedinim tržišnim segmentima.

Četvrto, činjenica da su javna preduzeća pod kontrolom vladajućih političkih struktura doprinosi da se menadžment preduzeća najčešće nalazi u prilično lagodnoj poziciji usled nedostatka adekvatne kontrole. Iako su takva preduzeća često neefikasna, budući da su društveno neophodna, ona i u slučaju gubitaka i nelikvidnosti ne završavaju u stečaju, već se pokriće gubitka i njihovo saniranje vrši iz budžeta.

Peto, jedan deo javnih preduzeća je pod posebnim regulatornim režimom. Posebna regulatorna tela osnivaju se naročito u oblastima telekomunikacija, energetike, vazdušnog saobraćaja i sl. Ona, između ostalog, imaju za cilj da obezbede funkcionisanje preduzeća pod njihovom nadležnošću na društveno koristan način (u pogledu kvaliteta usluga, cena, efikasnosti i sl.). To znači da treba da štite potrošače od mogućih posledica monopolskog ponašanja, ali i da omoguće takvim preduzećima da stvaraju razuman profit kako bi se očuvala njihova atraktivnost za investitore i obezbedio održiv rast.

Šesto, po nalogu države javna preduzeća mogu pružati usluge po cenama koje su ispod tržišnih. Dobar primer je cena električne energije. Državne finansijske institucije (fondovi za razvoj, državne banke) mogu odobravati kredite privredi po kamatnim stopama koje su niže od tržišnih. Uz sve ovo javna preduzeća su izložena pritiscima dodatnog zapošljavanja. Sve ovo nepovoljno utiče na njihove performanse.

Sedmo, javnim preduzećima se često prigovara nedovoljna transparentnost poslovanja. Insistiranje na transparentnosti podrazumeva konzistentan način finansijskog izveštavanja, ne samo o performansama pojedinačnih preduzeća, već i o performansama javnog sektora u celini, objektivno izveštavanje o rizicima, izveštavanje o transakcijama sa povezanim licima, javnim nabavkama i sl. Zbog njihovog značaja, ova preduzeća su ponekad dvostruki obveznici revizije: obveznici nezavisne eksterne revizije, prema Zakonu o reviziji, i, zbog njihovog javnog karaktera, obveznici državne revizije.

U nastojanjima da se reši problem neefikasnosti javnih preduzeća, ali i da se zadrži potrebni nivo kontrole, država u procesima privatizacije postaje suvlasnik. To zahteva prihvatanje novog režima korporativnog upravljanja koji podrazumeva uređen sistem odnosa između ključnih stejkholdera, veću kompetentnost i odgovornost menadžmenta, tvrda budžetska ograničenja i poštovanje finansijske discipline. Kroz javno-privatna partnerstva, disperziju vlasništva i organizovanje u formi akcionarskih društava, mnoge nekada državne kompanije sada dobijaju značajnu ulogu na tržištima kapitala širom sveta. Mnoge kompanije iz Kine, Rusije, Brazila i Indije se pojavljuju kao veliki investitori na međunarodnom tržištu.

2. VELIČINA I STRUKTURA JAVNIH PREDUZEĆA

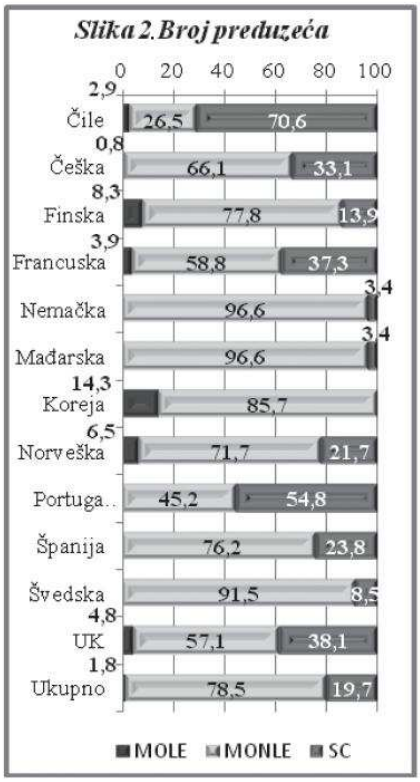
Uprkos ekstenzivnom procesu privatizacije javnih preduzeća, mora se istaći da ona i dalje imaju važnu ulogu u nacionalnim ekonomijama širom sveta. Politički i ekonomski razlozi utiču da država ostaje ako ne jedini, a ono ključni vlasnik brojnih preduzeća koja se bave komercijalnim delatnostima. Uobičajeno, postojanje takvih preduzeća se uvek vezuje za širi javni interes, odnosno za proizvodnju proizvoda i usluga odgovarajućeg kvaliteta po prihvatljivim cenama. Rešavanje problema prirodnih monopola jedan je od razloga njihovog postojanja. Primeri za to su izgradnja vodovodne mreže, izgradnja železničkih pruga, prenos električne energije, transport prirodnog gasa i sl. Reč je o poslovima koji inicijalno zahtevaju velika ulaganja, ali su nakon toga troškovi relativno mali (Stiglic, 2004). Podsticanje razvoja nacionalne ekonomije takođe može biti razlog postojanja velikih državnih infrastrukturnih preduzeća.

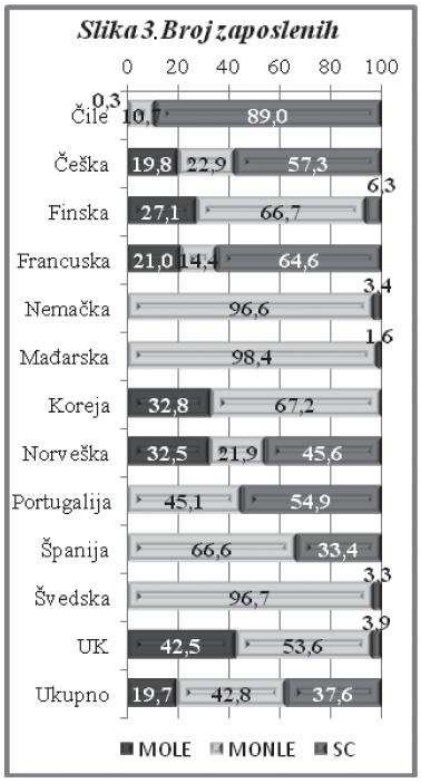
Politički razlozi zadržavanja državnog vlasništva su takođe veoma važni. Prihvatljivost takvih razloga je različita. Ukoliko su motivi zadržavanja državnog vlasništva u nekim kompanijama vezani za očuvanje strategijskih nacionalnih interesa (kontrola prirodnih resursa, zadržavanje strategijski važnih kompanija za razvoj ekonomije, regionalni razvoj i sl.), onda se takvi napori mogu razumeti. Međutim, ako su napori u pravcu zadržavanja vlasničke kontrole nad velikim materijalnim resursima zarad obezbeđenja interesa političkih partija na vlasti, onda su opstrukcije u procesu potpune ili delimične privatizacije nekih javnih preduzeća neprihvatljive.

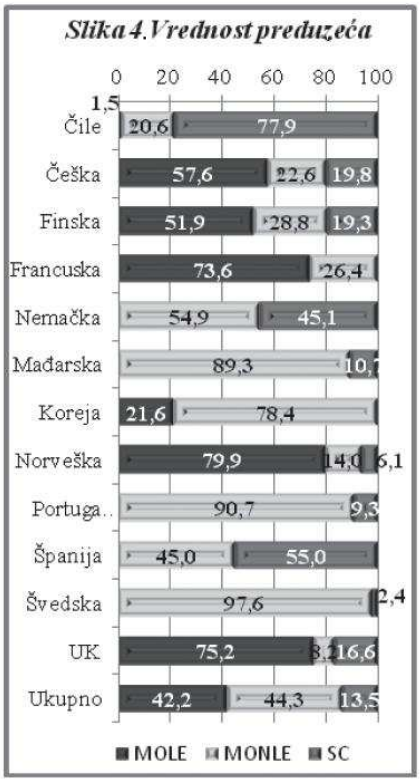
Jedan broj velikih SOE u zemljama u razvoju sada imaju status listiranih preduzeća i postaju važni ekonomski igrači na tržištima u nastajanju (Kina, Indija, Rusija). Neke zemlje osnivaju nove SOE da bi razvile industrije od strategijskog značaja i povećale njihovu konkurentnost u globalnoj ekonomiji. Primera radi, Rusija je stvorila holding kompanije u državnom vlasništvu i državne korporacije, kao što su, United Shipbuilding Corporation i Joint Stock United Aircraft Corporation (World Bank Group, 2014). Sličnih primera ima i u drugim zemljama.

U cilju sticanja predstave o veličini i značaju SOE u svetu navodimo rezultate istraživanja koja su vršena u okviru OECD-a (Christiansen, 2011). Rezultati istraživanja su zasnovani na informacijama dobijenim upitnikom na koji je odgovorilo 27 zemalja OECD-a (Australija, Austrija, Belgija, Kanada, Čile, Češka, Danska, Estonija, Finska, Francuska, Nemačka, Grčka, Mađarska, Italija, Izrael, Koreja, Meksiko, Novi Zeland, Holandija, Norveška, Poljska, Portugalija, Slovenija, Španija, Švedska, Švajcarska i Velika Britanija). Pri tome, analizom nisu obuhvaćena sva javna preduzeća, već samo ona koja kontroliše Vlada, odnosno Ministarstvo finansija ili Ministarstvo ekonomije, i to: listirana preduzeća u većinskom vlasništvu *(majority owned listed entities – MOLE),* listirana preduzeća u većinskom vlasništvu *(majority owned non-listed entities – MONLE)* i državne korporacije *(statutory corporations – SC).*

Analiza je pokazala da pomenute OECD zemlje u SOE sektoru imaju 2.085 preduzeća, zapošljavaju preko 4,3 miliona ljudi i imaju procenjenu vrednost kapitala preko 1,3 triliona US$. Budući da analiza nije obuhvatila USA, Japan i Tursku, procenjuje se da je, uključujući i ove zemlje, broj zaposlenih veći od 6 miliona ljudi i da je vrednost SOE veća od 1,9 triliona US$. Na slikama 2, 3. i 4. predstavljeni su broj SOE, broj zaposlenih i vrednost kapitala za 12 od ukupno 27 zemalja obuhvaćenih pomenutom analizom.







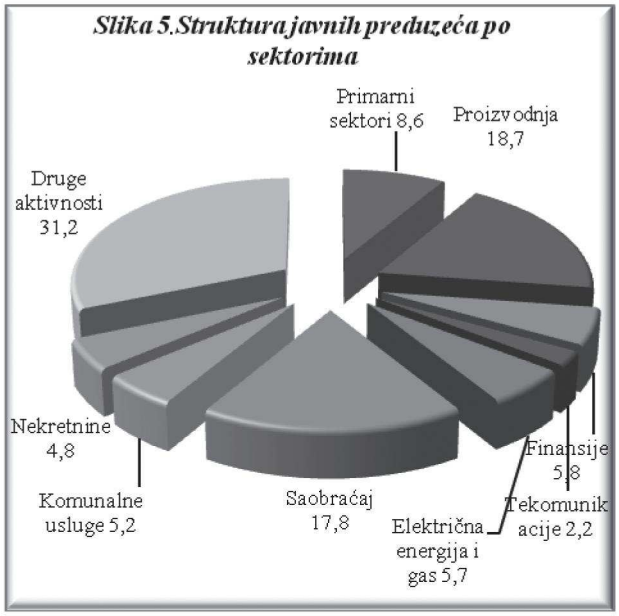
Izvor: Christiansen, H., p. 7–8. Sopstveni izbor zemalja i grafički prikaz.

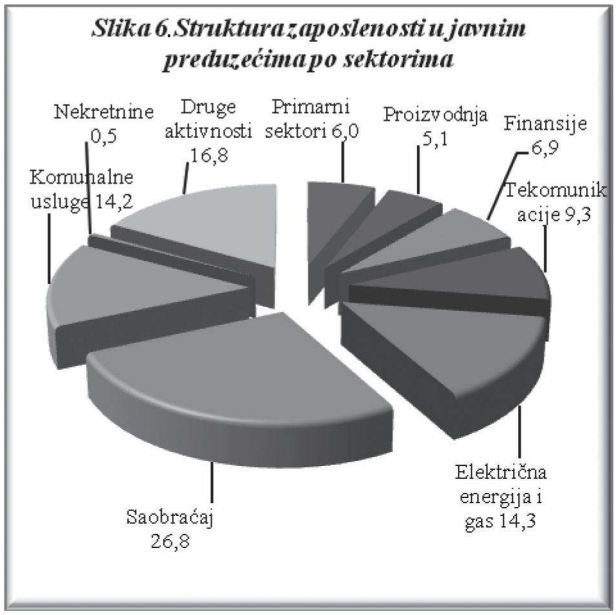
Iako kvalitet informacija nije na najvišem nivou, budući da sve zemlje nisu dostavile potpune informacije, na osnovu rezultata možemo istaći nekoliko zaključaka. *Prvo,* uprkos značajnom stepenu privatizacije javnih preduzeća, država ostaje prisutna u komercijalnim delatnostima u značajnoj meri. *Drugo,* u nemalom broju preduzeća, država je jedini vlasnik. Međutim, interesantno je da u relativno velikom broju preduzeća država ima značajno (većinsko ili značajno manjinsko) učešće u kapitalu. Pri tome, može se praviti razlika između preduzeća koja se listiraju na tržištu kapitala i onih koja se ne listiraju. Iako je broj kompanija koje se listiraju mali (oko 2%) i u odnosu na druge SOE zapošljavaju najmanje ljudi (svih 27 analiziranih zemalja ima 48 listiranih preduzeća, koje zapošljavaju oko 20% ljudi od ukupnog broja zaposlenih u SOE sektoru), njihova tržišna vrednost iznosi skoro 520 biliona US$, što čini oko 30% SOE sektora. *Treće,* sve analizirane zemlje 100% vlasništva imaju u samo 20% preduzeća, ali je situacija između zemalja značajno različita. U Čileu država ima 100% vlasništva u 70,6% preduzeća, u Portugaliji 54,8%, UK 38,1%, u Francuskoj 37,3%, dok je u mnogim zemljama taj broj niži od 10% (Nemačka, Mađarska, Švedska). *Četvrto,* u sedam od 27 zemalja (26%) nije bilo moguće doći do informacija o vrednosti kapitala preduzeća koja su 100% u vlasništvu države, što govori o nedostatku transparentnosti poslovanja takvih preduzeća.

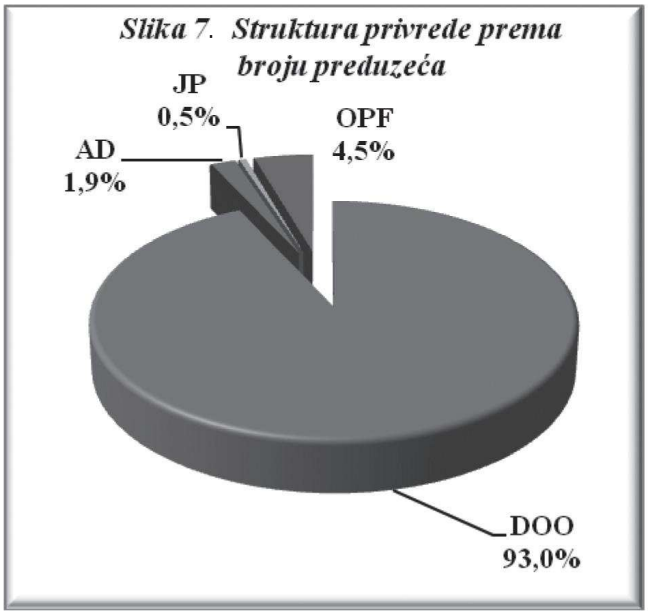
Pored listiranih preduzeća u kojima država ima većinsko učešće, postoje i listirana preduzeća u kojima država ima manjinsko učešće. Tako, primera radi, u pomenutim zemljama postoje 54 kompanije u kojima država ima učešće između 10% i 50%. Kompanije u delimičnom vlasništvu države *(partly state-owned companies – PSOEs)* zapošljavaju oko 2,6 miliona ljudi i imaju tržišnu vrednost od 767 biliona US$. U Francuskoj, na primer, devet kompanija (uključujući, između ostalih, Air France KLM, EADS, France Telecom and Renault) zapošljava oko 925.000 ljudi i ima tržišnu kapitalizaciju od 244 biliona US$. Tri nemačke PSOE (Deutsche Telekom, Deutsche Post i Commerzbank) zapošljavaju oko 757.000 ljudi i imaju tržišnu kapitalizaciju od 77 biliona US$, dok italijanski PSOE sektor zapošljava oko 224.000 ljudi i ima tržišnu kapitalizaciju preko 156 biliona US$ (Christiansen, 2011).

Razlozi zbog kojih država pristaje na manjinsko učešće mogu biti različiti. Najčešće se navode: nedovršena privatizacija, sprečavanje prinudne prodaje *(squeeze-out),* onemogućavanje neprijateljskog preuzimanja, kao i obezbeđenje većine i dominantnog uticaja sporazumom sa drugim akcionarima (Christiansen, 2011).

Izvesno je da u gotovo svim zemljama preduzeća sa državnim vlasništvom posluju u najvažnijim sektorima: proizvodnja, energetika, prirodni resursi, saobraćaj, bankarstvo i druge finansijske usluge (slike 5. i 6). Pri tome, najveću vrednost imaju kompanije u infrastrukturnim sektorima (saobraćaj, telekomunikacije, električna energija i gas), oko polovine ukupne vrednosti SOE sektora. U njima je zaposleno oko polovine od ukupnog broja radnika u SOE sektoru iako čine samo oko 25% od ukupnog broja preduzeća u celom SOE sektoru.





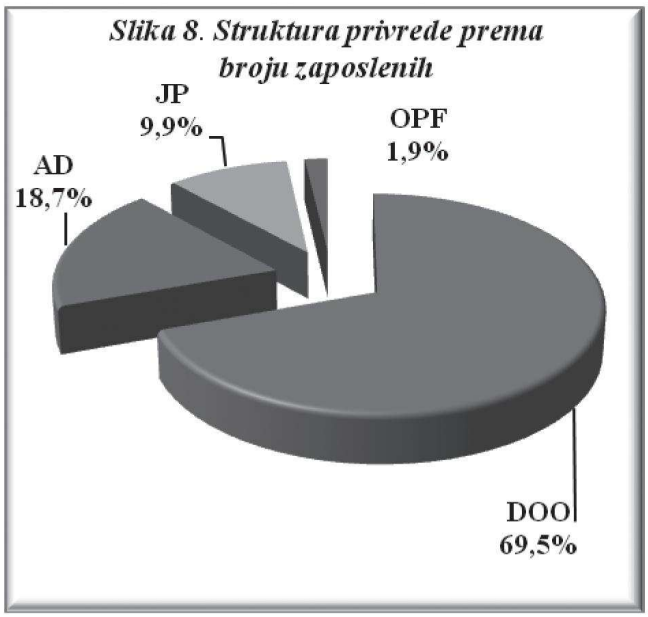


Izvor: Christiansen, H., p. 11–13. Sopstveni grafički prikaz.

Da bismo stekli potpuniju predstavu o veličini SOE, dodajmo još nekoliko primera. U Kini centralna vlada kontroliše 17.000 SOE, a lokalne vlasti preko 150.000. Oko 1.200 listiranih kineskih SOE proizvodi oko 18% GDP-a, dok je njihova tržišna kapitalizacija oko 40% GDP-a. U Indiji postoji oko 240 SOE koja proizvode 95 procenata od ukupne proizvodnje uglja, 66 procenata prerade ulja, 83 procenta prirodnog gasa, 32 procenta čelika, 35 procenata aluminijuma, i 27 procenata azotnih đubriva. Indijske železnice zapošljavaju 1,6 miliona ljudi. Oko 75% ukupne bankarske aktive u Indiji je u vlasništvu državnih preduzeća. U Rusiji, preduzeća kontrolisana od strane federalne vlade proizvode 20% ukupnih industrijskih autputa, dok federalna vlada kontroliše 20% bankarskog sektora (World Bank, 2006, str. 2).

Posle svega, nameće se pitanje kakva je situacija sa javnim preduzećima u Srbiji? Naša analiza obuhvata sva ona preduzeća koja su osnovana kao javna preduzeća i koja kao takva svoje finansijske izveštaje dostavljaju Agenciji za privredne registre. Međutim, moramo reći da se u ovom skupu ne nalaze preduzeća koja su u celini ili delimično u vlasništvu države, ali koja imaju drugačiju pravnu formu. Otuda su izvan analize ostale kompanije kao što su Železnice Srbije, Aerodrom "Nikola Tesla", Telekom Srbija, Koridori Srbije i dr.

Da bismo bolje razumeli finansijsku poziciju javnih preduzeća i njihov značaj u privredi Srbije, neophodno je da prvo sagledamo učešće broja javnih preduzeća u ukupnom broju preduzeća, kao i učešće broja zaposlenih u ukupnom broju zaposlenih u Srbiji. Relativni značaj ovih veličina ćemo procenjivati u odnosu na druge pravne forme. U analizu ćemo, pored javnih preduzeća (JP), uključiti društva sa ograničenom odgovornošću (DOO) i akcionarska društva (AD), dok ćemo sve ostale pravne forme (ortačka preduzeća, komanditna društva, društvena preduzeća, zadruge, poslovna udruženja, ogranci stranih pravnih lica i ostale pravne forma) grupisati u segment koji ćemo dalje nazivati ostale pravne forme (OPF). Na grafikonima 7. i 8. prikazana je struktura privrede prema broju preduzeća i prema broju zaposlenih po pojedinim pravnim formama u 2013. godini. Napominjemo da se u segmentima koji se odnose na akcionarska društva i društva sa ograničenom odgovornošću nalaze i neka preduzeća u kojima je država neposredno ili posredno jedini ili delimični vlasnik.



U Srbiji je u 2013. godini postojalo 510 javnih preduzeća koja su u državnom vlasništvu i koja svoje finansijske izveštaje sastavljaju u skladu sa Zakonom o računovodstvu. Sa stanovišta broja preduzeća dominiraju društva sa ograničenom odgovornošću koja čine čak 93% od ukupnog broja preduzeća. S druge strane, učešće javnih preduzeća je veoma malo i iznosi oko 0,5% od ukupno 94.362 preduzeća u Srbiji. Iako je učešće javnih preduzeća u celom analiziranom periodu od 2007. do 2013. stabilno (u proseku oko 0,54%), to ne znači da se njihov broj ne menja. Primera radi, njihov broj je u 2013. godini (510) veći u odnosu na 2010. godinu (450) za 13,3%.

Broj zaposlenih u javnim preduzećima (9,91% od ukupno 991.030 u svim preduzećima) nije srazmeran broju javnih preduzeća. Posmatrajući sedmogodišnji period za koji se analiza vrši, učešće broja zaposlenih je u odnosu na učešće broja javnih preduzeća u privredi veće za više od 19 puta. Najveće učešće u strukturi zaposlenih u 2013. godini imaju društva sa ograničenom odgovornošću (60,5%) i akcionarska društva (18,7%). Preostalih 1,9% otpada na ostale pravne forme.

Za potrebe detaljnijeg finansijskog pozicioniranja velikih, srednjih i malih preduzeća, odabrali smo nekoliko važnih bilansnih pozici-

ja, kao što su: poslovna imovina, neto kapital, kumulirani gubici, poslovni prihodi, finansijski rashodi, neto dobici i neto gubici. Učešća pojedinih pravnih formi u ukupnim performansama privrede prikazana su u tabeli 1.

Tabela 1. Pozicioniranje javnih preduzeća

	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	Prosek
1. Učešće u ukupnoj imovini								
DOO	51,92	55,96	58,75	59,50	61,69	63,06	63,78	57,50
AD	25,77	23,93	22,25	22,30	21,78	20,68	19,97	23,15
JP	19,45	17,52	16,86	16,02	14,57	14,20	14,34	16,86
OPF	2,86	2,59	2,15	2,18	1,96	2,06	1,91	2,49
Privreda	7.498,1	8.614,0	9.117,2	9.648,5	11.230,1	12.073,8	12.289,7	9.580,0
2. Učešće u neto kapitalu								
DOO	44,58	47,47	50,87	50,92	56,50	59,27	61,31	51,18
AD	24,05	22,19	20,03	20,93	19,50	17,51	15,97	20,75
JP	30,52	30,09	29,26	28,07	24,31	23,52	23,00	27,81
OPF	0,85	0,26	(0,17)	0,08	(0,31)	(0,30)	(0,28)	0,26
Privreda	3.531,0	3.562,9	3.501,9	3.385,6	4.452,4	4.486,1	4.485,0	3.801,6
3. Učešće u kumuliranim gubicima								
DOO	40,90	43,45	44,41	48,55	50,72	50,46	50,44	45,16
AD	29,04	29,62	31,10	28,47	34,70	34,20	34,55	31,73
JP	20,12	18,08	17,45	16,57	8,57	9,71	10,41	15,51
OPF	9,94	8,85	7,04	6,40	6,01	5,63	4,60	7,60
Privreda	1.100,9	1.374,3	1.649,9	1.947,9	2.233,1	2.507,1	2.856,7	1.823,2
4. Učešće u poslovnim prihodima								
DOO	66,75	69,82	72,12	72,39	73,70	75,60	76,77	71,28
AD	24,61	22,08	19,34	19,05	18,15	16,82	15,30	20,22
JP	6,40	6,13	6,71	6,61	6,03	5,54	5,91	6,31
OPF	2,24	1,97	1,83	1,95	2,13	2,04	2,02	2,19
Privreda	5.323,9	6.209,0	5.889,0	6.638,0	7.445,1	8.188,5	8.268,4	6.546,4
5. Učešće u poslovnim rashodima								
DOO	48,99	55,72	59,42	60,83	65,59	63,86	64,20	57,64
AD	37,51	33,99	30,55	27,12	28,26	26,36	25,48	31,22
JP	8,86	7,68	7,41	9,77	4,47	7,29	8,74	7,93
OPF	4,63	2,61	2,62	2,28	1,68	2,49	1,58	3,21
Privreda	201,9	476,8	419,2	525,0	420,2	561,4	333,3	389,4
6. Učešće u neto dobitku								
DOO	70,33	74,51	73,93	69,85	69,17	70,84	71,35	70,99
AD	25,32	21,16	20,92	24,84	27,28	25,82	24,72	24,45
JP	2,96	2,79	4,09	3,51	1,99	1,63	1,99	2,87
OPF	1,39	1,54	1,06	1,80	1,55	1,71	1,94	1,69
Privreda	328,9	300,0	282,9	316,5	458,6	433,2	446,0	356,6
7. Učešće u neto gubitku								
DOO	64,37	51,45	52,76	64,94	61,54	56,45	53,19	55,74
AD	21,03	30,05	37,22	23,39	30,90	28,14	32,40	29,95
JP	9,39	10,74	4,91	8,49	4,48	11,80	12,69	9,17
OPF	5,21	7,75	5,11	3,19	3,07	3,61	1,72	5,14
Privreda	279,0	343,5	385,1	406,2	373,7	520,2	469,2	369,8

Napomena: Sve vrednosti su iskazane u milijardama RSD.

Informacije sadržane u tabeli 1. omogućavaju sticanje šire predstave o značaju javnih preduzeća. U tom smislu, prikazani pregled upućuje na nekoliko važnih zaključaka.

Prvo, finansijski indikatori upućuju na zaključak da dominantna pozicija pripada preduzećima koja imaju pravnu formu društava sa ograničenom odgovornošću. Njihovo učešće u poslovnoj imovini u proseku za ceo analizirani period je 57,5%, neto kapitalu 51,2%, poslovnim prihodima 71,3% i neto dobicima 71%. Međutim, ne treba izgubiti iz vida da ova preduzeća imaju najveće učešće u finansijskim rashodima od 57,6%, kumuliranim gubicima 45,16% i neto gubicima 55,7%. Imajući u vidu da je reč o preduzećima koja po broju dominiraju u odnosu na druge pravne forme (u 2007. godini ih je bilo 75.473 ili nešto više od 86%, a u 2013. čak 87.760 ili 93%) i da su ona tokom celog analiziranog perioda u proseku zapošljavala nešto više od 650.000 radnika (više od 60% zaposlenih u privredi), realno bi bilo da su njihove performanse mnogo bolje nego što stvarno jesu. Međutim, dublja analiza ovog problema nadilazi zahteve našeg rada.

Drugo, slična situacija je i sa akcionarskim društvima. Ona su skoro po svim finansijskim indikatorima ispod društava sa ograničenom odgovornošću, a iznad javnih preduzeća. Međutim, generalno treba imati u vidu da akcionarska preduzeća u tržišno razvijenim privredama, iako po broju ne dominiraju, imaju najbolje performanse, stvaraju najveće prihode, angažuju veliki iznos kapitala i kreiraju respektibilnu vrednost za vlasnike. U srpskoj privredi ona stvaraju gubitke (gotovo jedna trećina kumuliranih gubitaka otpada na njih), imaju oko 20% ukupne poslovne imovine i svega 16% neto kapitala.

Treće, javna preduzeća su na prvi pogled po svim ovde analiziranim parametrima iza društava sa ograničenom odgovornošću i akcionarskih društava. U proseku, 16,9% ukupne poslovne imovine otpada na javna preduzeća i 27,8% neto kapitala. Međutim, ako se prisetimo da postoji samo oko 500 javnih preduzeća (0,5% od ukupnog broja), onda možemo zaključiti da su javna preduzeća mnogo značajnija nego što to možemo videti na osnovu njihovog broja. Nasuprot ovakvoj finansijskoj snazi, javna preduzeća stvaraju skromne prihode, u proseku 6,3% od ukupnih poslovnih prihoda, i još skromnije neto dobitke, u proseku 2,9% od ukupnih neto dobitaka. Još je nepovoljnija situacija ako imamo u vidu da tako mali broj javnih preduzeća učestvuje u stvaranju ukupnih kumuliranih gubitaka u proseku sa 15,5% i neto gubitaka u proseku sa 9,2%.

Četvrto, ukoliko posmatramo promene u strukturi finansijskih performansi u 2013. godini u odnosu na 2007. godinu (kada bilansi nisu bili opterećeni efektima ekonomske krize), možemo steći predstavu o stepenu njihovog oporavka od posledica krize. Nažalost, zaključujemo da se njihovo učešće u poslovnoj imovini, neto kapitalu, poslovnim prihodima i neto dobicima smanjilo, dok se povećalo njihovo učešće u neto gubicima.

Za shvatanje težine problema u javnim preduzećima, neophodno je da kvantifikujemo stepen izloženosti javnih preduzeća pojedinim vrstama rizika. Dalja analiza javnih preduzeća biće zasnovana na zbirnim zvaničnim finansijskim izveštajima za period 2007–2013. godine. Još jednom ističemo da su u analizu uključena sva preduzeća koja su Agenciji za privredne registre dostavila svoje finansijske izveštaje kao javna preduzeća, dok su sva preduzeća koja su u celini ili delimično u državnom vlasništvu, a imaju drugačiju pravnu formu, ostala izvan analize. Skraćeni zbirni finansijski izveštaji, bilans stanja i bilans uspeha mogu se pronaći na adresi http://w3.ekof.bg.ac.rs/dejan_malinic/.

3. DIMENZIONIRANJE POSLOVNIH I FINANSIJSKIH RIZIKA

Proučavanje performansi preduzeća ili grupe preduzeća i pratećih rizika je važno barem iz dva razloga. Prvo, procenom performansi ocenjujemo sposobnost kreiranja vrednosti za vlasnike i druge stejkholdere, potencijalnu ugroženost kontinuiteta preduzeća, kao i kvalitet upravljanja poverenom imovinom. Drugo, procena postojećih rizika je još važnija zbog činjenice da prisutni nasleđeni rizici veoma opterećuju buduća ostvarenja i rast ne samo pojedinačnih preduzeća, već i privrede kao celine. Često ignorisanje nasleđenih rizika jedan je važnih razloga zašto realizacija donetih strategija nije dovoljno uspešna. Pri tome, finansijski izveštaji predstavljaju važan izvor informacija za proučavanje rizika likvidnosti, solventnosti, profitabilnosti, kreditnog rizika, rizika od stečaja, rizika od manipulacija u finansijskim izveštajima i sl., te se u daljoj analizi oslanjamo na informacije koje su u njima sadržane.

3.1. Analiza rizika likvidnosti

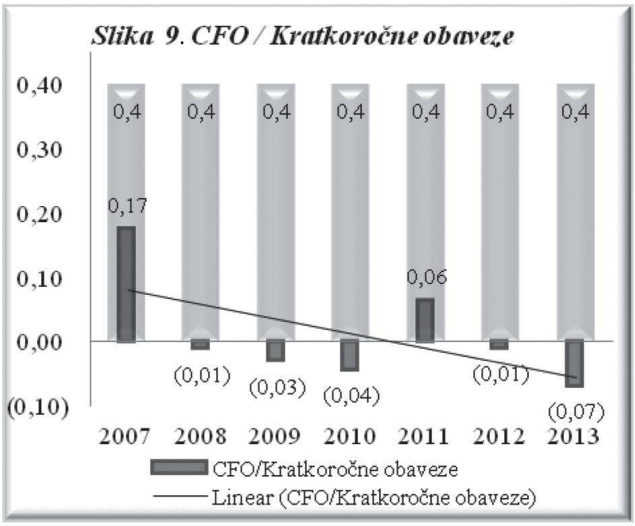
Likvidnost se često ističe kao najveći i najurgentniji problem srpske privrede. To je jednim delom posledica nerazumevanja činjenice da je nelikvidnost posledica drugih ozbiljnih finansijsko-strukturnih poremećaja (Malinić, 2013a). U traganju za uzrocima, javna preduzeća se prepoznaju kao jedan od ključnih generatora nesposobnosti plaćanja dospelih obaveza. Postavlja se pitanje da li ima osnova za takve stavove. S tim u vezi, pokušaćemo da kvantifikujemo postojeće rizike po osnovu nelikvidnosti. Rezultati analize finansijskih izveštaja javnih preduzeća koji mogu služiti za procenu nekih od navedenih rizika sistematizovani su u tabeli 2.

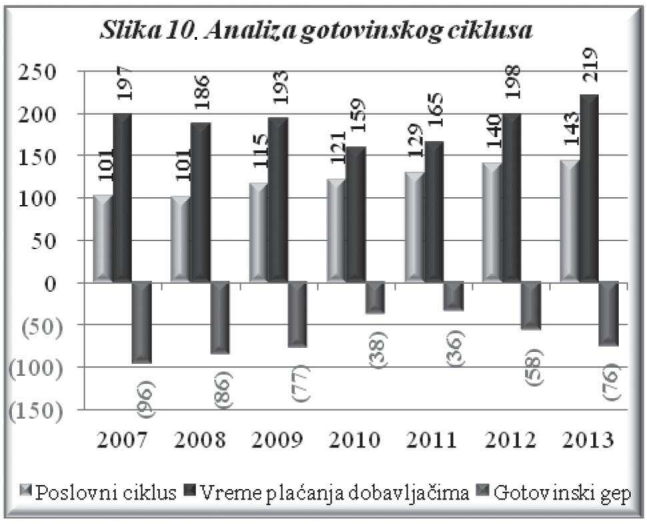
Tabela 2. Indikatori likvidnosti javnih preduzeća

INDIKATORI	Javna preduzeća							JP (prosek)	Privreda (prosek)
	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.		
LIKVIDNOST									
1. Racio tekuće likvidnosti	0,63	0,63	0,65	0,65	0,66	0,60	0,56	0,62	0,97
2. Racio redukovane likvidnosti	0,49	0,51	0,53	0,52	0,55	0,49	0,45	0,51	0,60
3. Racio novčane likvidnosti	0,19	0,19	0,20	0,19	0,20	0,15	0,14	0,18	0,18
4. Defenzivni interval	42,49	46,92	55,80	57,11	60,60	57,40	53,53	53,41	37,97
5. CFO / kratkoročne obaveze	0,17	(0,01)	(0,03)	(0,04)	0,06	(0,01)	(0,07)	0,01	0,00
6. Vreme obrta zaliha	30,8	28,4	29,6	33,8	35,6	34,2	35,3	32,5	76,9
7. Vreme obrta potraživanja	70,4	72,3	85,8	87,3	93,7	106,1	108,2	89,1	89,9
8. Vreme obrta dobavljača	197,3	186,4	192,7	158,9	165,1	197,9	219,4	188,2	148,4
9. Gotovinski ciklus	(96,0)	(85,6)	(77,2)	(37,8)	(35,9)	(57,7)	(75,9)	(66,6)	18,4

Tradicionalni indikatori likvidnosti (racio tekuće i racio redukovane likvidnosti), koji se u Srbiji najčešće koriste, imaju vrednosti koje su daleko ispod uobičajenih (za racio tekuće 2 i za racio redukovane likvidnosti 1). U poslednjoj analiziranoj godini, vrednost racija tekuće likvidnosti je manja za 72% u odnosu na njegovu poželjnu vrednost, dok je vrednost racija redukovane likvidnosti manja za 55%. Racio novčane likvidnosti pokazuje da je samo 14% tekućih obaveza u 2013. godini pokriveno gotovinom i gotovinskim ekvivalentima. Konačno, defanzivni interval otkriva da bi iz likvidne imovine poslovni rashodi mogli da budu finansirani tek oko 53 dana u proseku za ceo analizirani period. Ovakav nesklad između likvidne imovine i tekućih poslovnih obaveza nagoveštava zašto ova preduzeća imaju probleme sa izmirivanjem dospelih obaveza.

Mnogo pouzdaniju meru likvidnosti predstavlja odnos između novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti *(cash flow from operations – CFO)* i prosečnih kratkoročnih obaveza, koji upućuje na mogućnost preduzeća da iz interno generisanih novčanih tokova servisira dospele tekuće obaveze. Rezultati kretanja ovog indikatora su predstavljeni na grafikonu 9. Širi svetliji stubići označavaju prag likvidnosti, dok uži tamniji stubići unutar njih označavaju vrednosti koje ostvaruju javna preduzeća. Javna preduzeća ne samo da nisu blizu dostizanja ovog važnog testa likvidnosti, već ona iskazuju u pet od sedam analiziranih godina negativne novčane tokove iz poslovnih aktivnosti, što je za preduzeća koja posluju u privatnom sektoru prilično siguran put ka stečaju. Prosečna vrednost ovog indikatora za ceo analizirani period je 0,01, što je 40 puta manje od uobičajene normale koja iznosi 0,4. Uz to, jednako zabrinjava negativan trend ovog indikatora. Empirijska istraživanja koja su dovodila u vezu kretanje ovog indikatora sa stečajem preduzeća su pokazala da su preduzeća koja su nekoliko godina uzastopno imala ove vrednosti ispod 0,4 čak u 90% završila u stečaju (Casey i Batczak, 1984).





Posle svega, opravdano se nameće pitanje kako uopšte mogu da funkcionišu ovakva preduzeća? Analiza gotovinskog ciklusa, prikazana na grafikonu 10, daje jasan odgovor na ovo pitanje. Poznato je da preduzeća, u cilju obezbeđenja normalnog funkcionisanja, treba da obezbede finansiranje poslovnog ciklusa, koji obuhvata vreme od nabavke materijala, preko proizvodnje proizvoda i njegove prodaje, pa sve do naplate potraživanja. Jednim delom to se čini iz tzv. spontanih izvora finansiranja (gde dobavljačima pripada najvažnija uloga). Razlika između poslovnog ciklusa i spontanih izvora finansiranja predstavlja tzv. gotovinski gep, za čije finansiranje treba obezbediti dodatne izvore, što se najčešće čini pribavljanjem kratkoročnih kreditnih izvora (Boer, 1999). U normalnim privredama, gde se finansijska disciplina ne dovodi u pitanje, uobičajeno je da smanjenje gotovinskog gepa predstavlja posledicu veće efikasnosti u okviru poslovnog ciklusa (smanjenje držanja zaliha i ubrzanje naplate potraživanja). Međutim, u javnim preduzećima gotovinski gep ne postoji. Poslovni ciklus, koji obuhvata vreme držanja zaliha i vreme naplate potraživanja, u proseku iznosi 122 dana i manji je od prosečnog vremena plaćanja obaveza dobavljačima za oko 67 dana. Pri tome, trendovi su nepovoljni. Poslovni ciklus se u kontinuitetu povećava, što govori o neefikasnom upravljanju imovinom javnih preduzeća, dok se u isto vreme povećava vreme plaćanja obaveza dobavljačima, što govori o zloupotrebi dobavljača u procesu finansiranja aktivnosti javnih preduzeća.

Ukoliko kretanja prethodnih indikatora poredimo sa prosečnim vrednostima za privredu, onda vidimo da, koliko god su performanse privrede loše, one su bolje u odnosu na uporedive performanse javnih preduzeća. Ovo nam omogućava da zaključimo da je problem nelikvidnosti veoma prisutan u javnim preduzećima i da javna preduzeća jesu jedan od generatora nelikvidnosti cele privrede. Pri tome, veliki teret finansiranja poslovnog ciklusa je prevaljen na dobavljače. Problem se dalje produbljuje usled činjenice da dobavljači ne mogu izmirivati obaveze prema njihovim dobavljačima, čime problem nelikvidnosti poprima efekat spirale. Na taj način u nelikvidnost se uvlače i zdravi delovi privrede (Malinić, Denčić-Mihajlov i Ljubenović, 2013). Budući da odlaganje obaveza prema dobavljačima nije dugoročno održivi novčani tok (Wild, 2004), problem nelikvidnosti se samo odgađa i biva kompleksniji za rešavanje.

3.2. Analiza rizika solventnosti

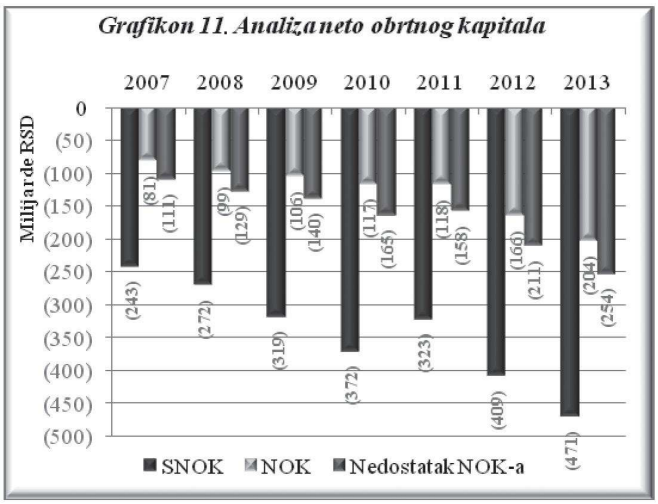
Rizici solventnosti vezuju se za nemogućnost plaćanja kamata i vraćanja dugova o rokovima dospeća. Krizu solventnosti nagoveštavaju loša finansijska struktura, pad profitabilnosti, nemogućnost stvaranja dovoljnih pozitivnih novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti i rast troškova kapitala. Indikatori solventnosti zajedno sa indikatorima profitabilnosti, sistematizovani u tabeli 3, pružaju dovoljno mogućnosti za sticanje predstave o dugoročnim rizicima po osnovu solventnosti kojima su izložena javna preduzeća.

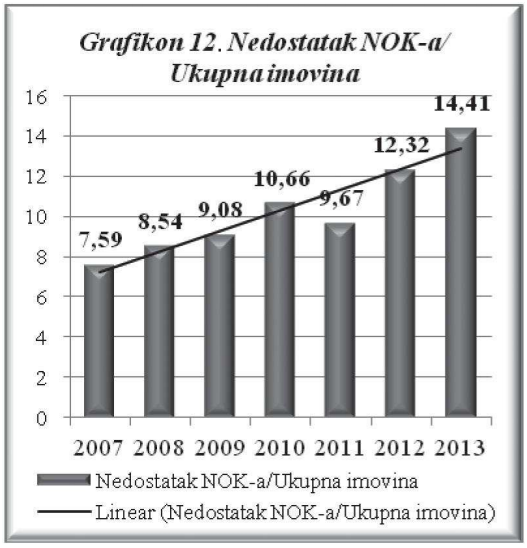
Tabela 3. Indikatori solventnosti javnih preduzeća

INDIKATORI	Javna preduzeća							JP (prosek)	Privreda (prosek)
	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.		
SOLVENTNOST									
1. Racio pokrića stalne imovine	0,82	0,80	0,76	0,72	0,77	0,72	0,69	0,75	0,66
2. Racio pokrića realne imovine	0,91	0,90	0,89	0,87	0,89	0,85	0,83	0,88	0,77
3. Racio zaduženosti	0,35	0,41	0,50	0,63	0,51	0,62	0,71	0,53	1,55
4. Nedostajući NOK / ukupna imovina	7,59	8,54	9,08	10,66	9,67	12,32	14,41	10,33	16,29
5. Racio pokrića kamata zaradom	0,05	0,14	0,69	0,47	0,53	(0,41)	(0,81)	0,09	0,92
6. Racio pokrića kamata CFO	1,98	(0,07)	(0,26)	(0,27)	1,17	(0,08)	(1,03)	0,21	0,11
7. Racio pokrića obaveza CFO	0,10	(0,01)	(0,02)	(0,02)	0,04	(0,01)	(0,04)	0,01	0,00
8. Racio pokrića kapitalnih ulaganja	28,17	(4,41)	(16,06)	(25,70)	21,72	(3,63)	(30,83)	(4,39)	(0,55)

Specifičnost finansijske strukture javnih preduzeća nosi sa sobom rizik izvlačenja pogrešnih zaključaka o njihovoj dugoročnoj sigurnosti. Moramo imati u vidu da su javna preduzeća kapitalno intenzivna, što znači da raspolažu velikim iznosom fiksne imovine. U celom analiziranom periodu, učešće fiksne imovine u ukupnoj imovini javnih preduzeća je u proseku čak 87,1%, dok je na nivou privrede ovo učešće značajno manje i iznosi 60,2%. Budući da je fiksna imovina najrizičniji deo imovine, razumni su zahtevi da ona najvećim delom bude finansirana sopstvenim kapitalom, kao najkvalitetnijim izvorom finansiranja. Eventualna upotreba kratkoročnih izvora u finansiranju fiksne imovine je visoko rizična.

Drugačija struktura imovine nalaže opreznost pri poređenju indikatora javnih preduzeća sa indikatorima na nivou privrede čiji se obračun zasniva samo na bilansu stanja (Glišić, 2013). Na prvi pogled, naša analiza upućuje na zaključak da su javna preduzeća u pogledu solventnosti u značajno boljem položaju u odnosu na prosečne veličine za privredu u celini. Kretanje racija pokrića stalne imovine, racija pokrića realne imovine, stepena zaduženosti i nedostajućeg neto obrtnog kapitala (NOK) omogućavaju da se stekne takav utisak. Međutim, nešto dublja analiza otkriva nekoliko bitnih stvari. *Prvo,* vrednosti racija pokrića fiksne imovine i pokrića realne imovine (iako više u odnosu na prosek u privredi) ispod su vrednosti koje su odraz finansijske stabilnosti preduzeća (ispod 1). *Drugo,* u celom analiziranom periodu dugoročni kapital je manji od fiksne imovine, što znači da se deo fiksne imovine finansira iz kratkoročnih izvora. Ovo povećava izloženost javnih preduzeća finansijskim rizicima. *Treće,* negativan neto obrtni kapital se u kontinuitetu povećava (grafikon 11), što ugrožava ne samo rast već i opstanak preduzeća. Primera radi, nedostajući NOK je u 2013. godini veći od 2 milijarde evra. U toj godini, učešće nedostajućeg neto obrtnog kapitala u ukupnoj imovini je 14,4% (grafikon 12), što je mera neusklađenosti ročne strukture imovine sa ročnom strukturom izvora finansiranja. *Četvrto,* kapital javnih preduzeća jeste visok, što je posledica visokog učešća fiksne imovine u aktivi, ali on nije dovoljan. Njegovo učešće u ukupnom neto kapitalu i obavezama je u proseku oko 65,6%, što je nedovoljno ako imamo u vidu da je prosečno učešće fiksne imovine u ukupnoj imovini pomenutih 87,1%. Međutim, specifična struktura imovine i izvora finansiranja javnih preduzeća dovodi do toga da je racio zaduženosti mnogo povoljniji u odnosu na prosek u privredi. Ovo je svakako dobro, ali nije dovoljno da bismo izveli zaključak da je finansijska pozicija javnih preduzeća bolja od drugih. Dodatno moramo imati u vidu da je struktura kapitala javnih preduzeća pomalo diskutabilna, s obzirom na relativno visoko učešće revalorizacionih rezervi u kapitalu. *Peto,* posebno zabrinjava činjenica da svi do sada pomenuti indikatori solventnosti imaju izražen negativan trend, uključujući i racio zaduženosti, čija je vrednost u 2013. godini od 0,71 duplo veća u odnosu na 2007. godini, kada je iznosio 0,35.





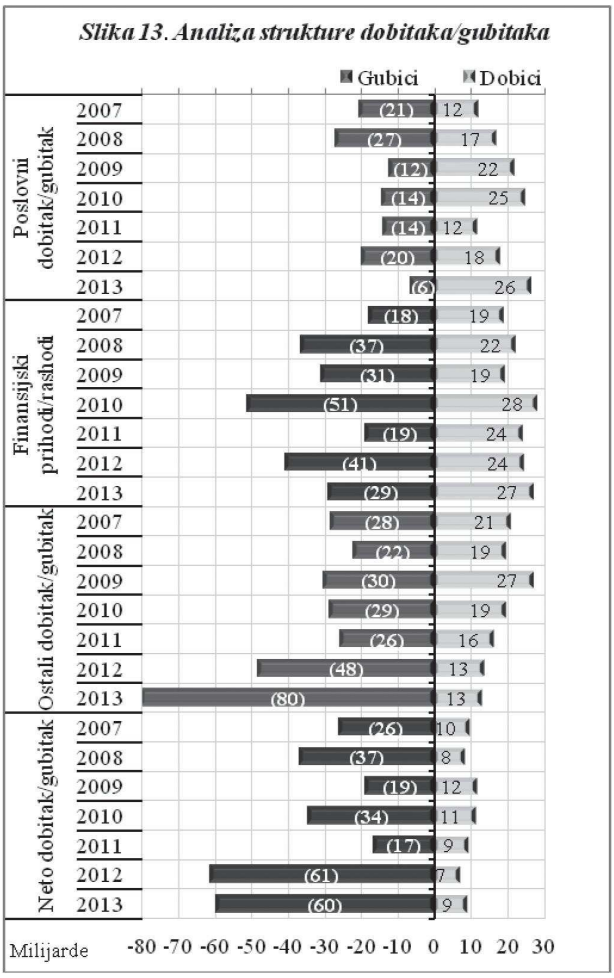
Prethodni nagoveštaji ozbiljne izloženosti javnih preduzeća rizicima solventnosti potpuno su potvrđeni uvođenjem u analizu indikatora koji uzimaju u obzir profitabilnost i novčane tokove. Pomenimo samo kratko ključne rezultate. Odnos između dobitka pre kamata i poreza (EBIT) i finansijskih rashoda se uobičajeno koristi kao mera izloženosti rizicima po osnovu solventnosti. Prosečna vrednost ovog indikatora za javna preduzeća je 0,09 i za 10,2 puta je manja u odnosu na prosek privrede. Pri tome, u 2012. i 2013. godini vrednosti su negativne i iznose –0,41 i –0,81. Da ilustrujemo koliko je ova situacija ozbiljna, navešćemo da neki autori ističu da dobra ostvarenja podrazumevaju vrednosti između 5 i 7 (Malinić, Milićević i Stevanović, 2013), dok vrednosti ispod 2 označavaju izuzetno rizičnu situaciju (Stickney, Brown i Wahlen, 2007). Na slične zaključke upućuje i racio pokrića kamata novčanim tokom iz poslovnih aktivnosti, koji je u pet od sedam analiziranih godina negativan (poželjne vrednosti su veće od 0,2). Njegova pozitivna vrednost u 2011. godini delovala je na prvi pogled ohrabrujuće, ali nešto detaljnija analiza porekla ovog pozitivnog novčanog toka pokazuje da je on posledica neplaćanja obaveza dobavljačima (povećale su se za 16,1 milijardu RSD u odnosu na prethodnu godinu) i povećanja obaveza po osnovu PDV-a i AVR (oko 7 milijardi RSD). Uz sve ovo, finansijski rashodi su bili najniži posmatrano od 2008. do 2013. godine.

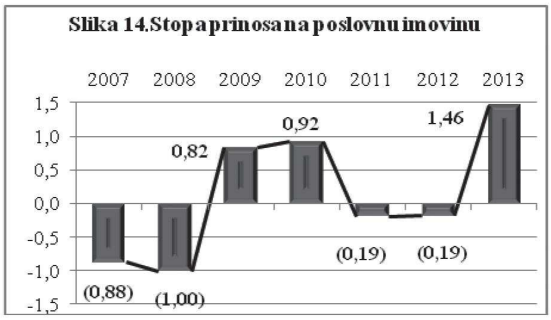
Prisustvo ozbiljnih rizika po osnovu solventnosti potvrđuje kretanje racija CFO/ prosečne obaveze, koji upućuje na sposobnost preduzeća da vraća dugove iz interno generisanih novčanih tokova. Ranije pominjana empirijska istraživanja su pokazala da najveći broj kompanija koje imaju vrednost ovog racija ispod 0,2 u periodu od pet godina završi u stečaju (Casey, 1984). U javnim preduzećima, u pet od sedam analiziranih godina vrednosti su negativne i daleko udaljene od poželjne vrednosti od 0,2. Generalno posmatrano, zaključak je da javna preduzeća imaju ogromne probleme u vraćanju preuzetih dugova. To znači dve stvari. Prvo, aktivirane garancije koje je država dala za pojedine kredite direktno utiču na javni dug i budžet i, drugo, javna preduzeća moraju dalje da se zadužuju. Međutim, nisu samo dugovi problem. Problem je i finansiranje novih kapitalnih ulaganja, za održavanje postojećih kapaciteta ili za njihovo proširenje. Analiza racija pokrića kapitalnih ulaganja pokazuje da investicije nije moguće finansirati iz interno stvorenih izvora, budući da je novčani tok iz poslovnih aktivnosti negativan (čak i onaj pozitivan iz 2011. godine, videli smo, nije dugoročno održiv). To opet upućuje na dodatno zaduživanje. Problem je u tome što finansiranje rasta samo iz zaduživanja nije dugoročno održivo. To nas konačno vodi na problem profitabilnosti preduzeća.

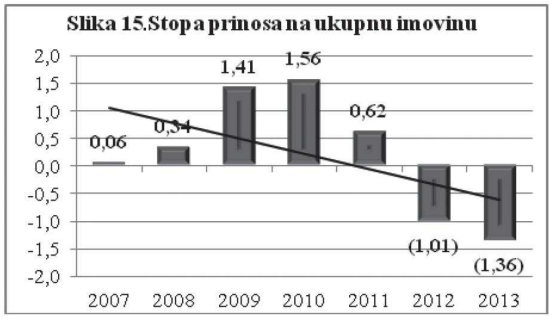
3.3. Profitabilnost javnih preduzeća

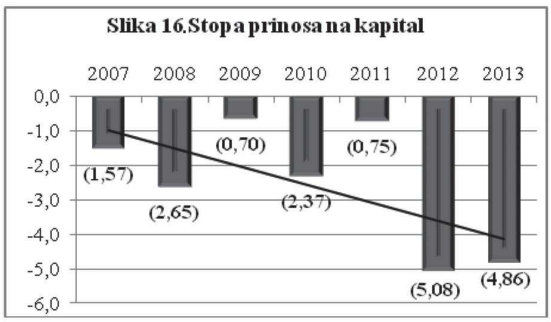
Profitabilnost je preduslov opstanka i održivog rasta preduzeća. Samo profitabilna preduzeća mogu obezbediti povećanje bogatstva vlasnika i nacionalne ekonomije, stabilne stope rasta, veću zaposlenost, sigurnost investitorima, povoljnije uslove zaduživanja i niže troškove kapitala. S druge strane, neprofitabilnost je povezana sa problemima kao što su nelikvidnost, nesolventnost, povećani rizik od stečaja, smanjenje zaposlenosti i sl. Zbog svega ovoga, profitabilnost je dobra mera kvaliteta upravljanja.

Brojne empirijske studije su pokazale da država nije dobar vlasnik. Otuda je problem profitabilnosti javnih preduzeća veoma osetljivo pitanje za njihove menadžere, ali i veoma atraktivno područje za finansijske analitičare. Analiza visine i strukture neto dobitaka i gubitaka i kretanje odgovarajućih stopa prinosa (prikazani na grafikonima 13, 14, 15. i 16) predstavljaju uobičajene instrumente za procenu profitabilnosti javnih preduzeća.









Činjenica je da tokom celog analiziranog perioda javna preduzeća iskazuju neto gubitke. Za sagledavanje uzroka gubitaka poslužiće nam grafikon 13, na kome su predstavljeni dobici i gubici na različitim područjima aktivnosti. Najviše zabrinjava iskazivanje gubitaka u poslovnoj sferi aktivnosti, gde se iskazuju rezultati osnovne delatnosti *(core business).* U četiri od sedam analiziranih godina, javna preduzeća iskazuju neto poslovne gubitke (zbir poslovnih dobitaka je veći od zbira poslovnih gubitaka). Uz to, u godinama kada postoji neto poslovni dobitak, stope neto poslovnog dobitka su veoma skromne (videti tabelu 4), tako da je prosečna stopa poslovnog dobitka za ceo analizirani period tek 0,33%. U odnosu na veoma skromnu prosečnu stopu poslovnog dobitka na nivou privrede za isti period, koja je iznosila 3,78%, ona je manja za 11,5 puta. Posebno zabrinjava činjenica da u tri poslovne godine (2007, 2009. i 2011) postoji osetno zaostajanje rasta poslovnog dobitka za rastom poslovnih prihoda, što je više nego očigledan dokaz neefikasnosti javnih preduzeća. Zakonitost ponašanja fiksnih troškova podrazumeva da sa rastom prihoda poslovni dobici rastu brže.

Tabela 4. Indikatori profitabilnosti javnih preduzeća

INDIKATORI	Javna preduzeća							JP	Privreda
	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	(prosek)	(prosek)
PROFITABILNOST									
1. Obrt fiksne aktive	0,27	0,29	0,29	0,33	0,33	0,32	0,33	0,31	1,19
2. Obrt obrtne imovine	2,60	2,52	2,21	2,11	1,98	1,89	1,92	2,18	1,81
3 Obrt ukupne imovine	0,24	0,26	0,26	0,28	0,28	0,27	0,28	0,27	0,72
4. Stopa EBIT	0,24	1,31	5,45	5,46	2,20	(3,74)	(4,85)	0,87	5,48
5. Stopa prinosa na ukupnu imovinu (3x4)	**0,06**	**0,34**	**1,41**	**1,56**	**0,62**	**(1,01)**	**(1,36)**	**0,23**	**3,92**
1. Poslovni prihodi	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2. Stopa poslovnih rashoda	102,56	102,77	97,71	97,63	100,51	100,52	95,97	99,67	96,22
3. Stopa poslovnog dobitka	(2,56)	(2,77)	2,29	2,37	(0,51)	(0,52)	4,03	0,33	3,78
4. Obrt poslovne imovine	0,35	0,36	0,36	0,39	0,38	0,36	0,36	0,36	0,85
5. Stopa prinosa na poslovnu imovinu (3x4)	**(0,88)**	**(1,00)**	**0,82**	**0,92**	**(0,19)**	**(0,19)**	**1,46**	**0,12**	**3,21**
1. Leveridž	1,34	1,38	1,45	1,56	1,56	1,57	1,67	1,50	2,50
2. Obrt ukupne imovine	0,24	0,26	0,26	0,28	0,28	0,27	0,28	0,27	0,72
3. Stopa EBIT	0,24	1,31	5,45	5,46	2,20	(3,74)	(4,85)	0,87	5,48
4. Teret duga	(19,89)	(5,73)	(0,34)	(0,98)	(0,77)	3,20	2,14	(3,20)	(0,08)
5. Stopa prinosa na kapital (1x2x3x4)	**(1,57)**	**(2,65)**	**(0,70)**	**(2,37)**	**(0,75)**	**(5,08)**	**(4,86)**	**(1,12)**	**(0,80)**

Problemi očigledno postoje i u delu koji se odnosi na korišćenje tuđih kreditnih izvora finansiranja i plasiranje sopstvenih sredstava. Finansijski prihodi su manji od finansijskih rashoda u svim godinama, sem u 2007. i 2011. godini. Mogli bismo reći da situacija nije mnogo nepovoljna i u 2013. u odnosu na ostale godine, kada javna preduzeća iskazuju manje finansijske prihode od finansijskih rashoda za oko 2,2 milijarde dinara. Ovakav zaključak je posledica činjenice da je u ovoj godini došlo do rasta dugoročnih i kratkoročnih kredita za 46,1 milijardu dinara i da su, uprkos tome, finansijski rashodi smanjeni u odnosu na prethodnu 2012. godinu za 11,8 milijardi dinara. U svim drugim godinama (2008, 2009, 2010. i 2012), javna preduzeća su iskazala ozbiljne gubitke u ovom delu bilansa uspeha. Razloge za ovo treba tražiti u povećanju zaduživanja, ali posebno ih treba tražiti u kretanju kursa dinara. Naime, baš u 2007, 2011. i 2013. kurs dinara je bio stabilan i samo u tim godinama je stopa finansijskih rashoda bila ispod 10% (9,91, 6,29 i 8,93, respektivno). Očigledno, povremeno smanjenje finansijskih rashoda nije posledica razduživanja javnih preduzeća. Najveći gubici u ovom delu bilansa iskazani su u onim godinama kada je postojao značajniji pad vrednosti dinara (Malinić i Milićević, *The Financial and Structural Capabilities of Key Infrastructure Sectors in Serbia,* 2012).

Veoma interesantna su i kretanja ostalog rezultata, koji je u svim analiziranim godinama negativan. U ovom delu bilansa u 2013. godini javna preduzeća su iskazala dobitke od 12,8 milijardi dinara, dok su gubici bili čak 80,2 milijarde dinara. Zabrinjava činjenica da se u ovom delu nalaze rashodi po osnovu rashodovanja nekretnina postrojenja i opreme, rashodi po osnovu obezvređenja imovine, rashodi po osnovu direktnih otpisa potraživanja i slične stavke. Sve ovo upućuje na značajan uticaj računovodstvenih politika na performanse preduzeća. Uprkos tome što imaju tranzitorni karakter, oni se iz godine godinu ponavljaju i stalno rastu. U 2012. godinu su bili veći za 86% u odnosu na 2011, a u 2013. za 66% u odnosu na 2012. godinu.

Kretanja visine stopa prinosa na poslovnu imovinu (Return on Operating Assets – ROOA), ukupnu imovinu (Return on Assets – ROA) i kapital (Return on Equity – ROE) i njihovih dekomponovanih elemenata (grafikoni 14, 15. i 16. i tabela 4) čine još očiglednijim posledice, ali i uzroke nezavidnog stanja javnih preduzeća. Sve pomenute stope prinosa su opterećene niskim obrtom imovine, čije su vrednosti određene visokom kapitalnom intenzivnošću i neefikasnim upravljanjem imovinom. Pri tome, prosečni obrt ukupne imovine u javnim preduzećima je 2,7 puta manji od proseka u privredi, a obrt poslovne imovine 2,4 puta. Nizak obrt u kombinaciji sa veoma niskim profitnim maržama (često negativnim), koje uz to imaju silazni trend, rezultiraju neprihvatljivo niskim stopama prinosa (često negativnim) koje značajno zaostaju za uporedivim stopama prinosa (takođe veoma niskim) na nivou privrede.

Kako u svemu ovome prolazi država kao vlasnik? To se može jednostavno videti preko ROE, koja meri profitabilnost vlasničkog (u ovom slučaju državnog) kapitala. Vidimo (tabela 4) da su u svakoj godini vrednosti ROE manje od nule. To znači da prinos koji se ostvari na pozajmljeni kapital nije dovoljan da pokrije troškove tog kapitala. Ta negativna razlika se preliva na ROE, koja postaje manja od ROA. Efekat finansijskog leveridža, kao mere finansijskih rizika, otuda je negativan u svim analiziranim godinama (ROE je manja od ROA).

Državi, uglavnom u javnim preduzećima, ostaju gubici i dugovi. Prisetimo se da u privatnim kompanijama vlasnici trpe najveći rizik i zbog toga očekuju najviše prinose.

Kada je reč o profitabilnosti, generalno možemo zaključiti da su javna preduzeća neprofitabilna i da na to utiču neefikasnost upravljanja imovinom (niski koeficijenti obrta), nizak nivo profitabilnosti prihoda (niske marže dobitaka), rastući stepen zaduženosti i visoko opterećenje finansijskim rashodima. Razloga za ovo ima više. *Prvo,* prihodi koje ostvaruju javna preduzeća nisu dovoljni da pri postojećim uslovima ona budu profitabilna. Ovo može da bude posledica tehničko-tehnološke zastarelosti imovine koja ne može da stvori veće prihode, nedovoljnog obima aktivnosti i neadekvatne politike cena koja je često u funkciji očuvanja socijalnog mira. *Drugo,* kada postoje ograničenja na strani prihoda, što u javnim preduzećima jeste slučaj, onda se menadžment okreće troškovima i kroz efikasno upravljanje troškovima nastoji da obezbedi bolje rezultate. Nažalost, prvenstveno zbog nedostatka kvalitetnog upravljanja i loše kontrole, u javnim preduzećima se gotovo ne primenjuju savremene upravljačke tehnike koje mogu da dovedu do poboljšanja performansi. *Treće,* poseban problem predstavlja naplata inače nedovoljnih prihoda. Nedovoljna naplata potraživanja ugrožava novčane tokove, što može utucati na manje ili veće odstupanje poslovnog dobitka od novčanog toka iz poslovnih aktivnosti. Otpis nenaplativih potraživanja jeste priznavanje gubitaka, dok njihovo zadržavanje u bilansima znači postojanje skrivenih gubitaka. *Četvrto,* nizak nivo korporativnog i poslovnog upravljanja jedan je od ključnih uzroka za ovakve performanse javnih preduzeća.

4. KVALITET KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA

Detektovani postojeći finansijski rizici veoma zabrinjavaju. Oni dugoročno neće biti rešeni davanjem subvencija za preživljavanje javnih preduzeća, niti preuzimanjem njihovih obaveza od strane države kako bi se obezbedio njihov novi početak. Mogli bismo reći da su dugogodišnji visoki upravljački rizici doveli do ogromnih finansijskih dubioza u javnim preduzećima. Odnos države prema javnim preduzećima mora biti korenito promenjen. Prvi korak je stvaranje uslova za podizanje kvaliteta korporativnog upravljanja u javnim preduzećima.

Zbivanja na području korporativnog upravljanja mogu redukovati ili povećati postojeće rizike. Brojne studije pokazuju da su u mnogim zemljama (Kini, Indiji, Maleziji i dr.) u poslednjoj dekadi finansijske performanse javnih preduzeća podignute na viši nivo, zahvaljujući različitim merama poslovnog i finansijskog restrukturiranja, disperziji vlasništva, uključivanju na tržište kapitala i stvaranju konkurentskih uslova privređivanja. Otuda se i povećavao doprinos ovih preduzeća državnom budžetu (World Bank Group, 2014).

Korporativno upravljanje predstavlja skup odnosa između menadžmenta, vlasnika i drugih interesnih grupa koji utiče na način funkcionisanja preduzeća, odnos prema ciljevima i načinima njihovog ostvarenja. Korporativno upravljanje određuje način ponašanja menadžmenta u odnosu na finansijske performanse, efikasnost, rast, finansijsku strukturu, zaposlenost, odnos prema investitorima i sl., te kao takvo predstavlja bitnu determinantu vrednosti preduzeća. Iz perspektive normativnog okvira korporativno upravljanje podrazumeva ponašanje u skladu sa pravilima koja su određena postojećim pravnim sistemom, pravosudnim sistemom, kao i regulativom koja određuje funkcionisanje finansijskih tržišta i tržišta rada (Claessens i Yurtoglu, 2012). Otuda se kao bitne pretpostavke kvalitetnog korporativnog upravljanja nameću obezbeđenje stabilne zakonske regulative i jačanje internih i eksternih mehanizama kontrole.

Nezavisno od toga što su problemi korporativnog upravljanja generalno slični u mnogim preduzećima, moramo imati u vidu da ipak postoje razlike u zavisnosti od toga da li su preduzeća u državnom ili privatnom vlasništvu. Pri tome, situacija može donekle biti različita i u zavisnosti od toga da li se država nalazi u poziciji jedinog, većinskog ili manjinskog vlasnika. Specifičnost javnih preduzeća uslovljava i neke specifičnosti na području korporativnog upravljanja. Pri tome, možemo prepoznati nekoliko ključnih problema.

- Postojanje informacione asimetrije. Informaciona asimetrija u javnim preduzećima postoji između borda direktora i državnih institucija koje ih kontrolišu, izvršnih direktora i borda direktora i između internih i eksternih članova borda direktora, pri čemu su prvi uvek u informaciono superiornijoj poziciji u odnosu na druge.
- Način postavljanja borda direktora. Činjenica je da se preko članova borda neposredno utiče na to šta i kako će bord da radi. Budući da je sastav borda javnih preduzeća veoma često pod uticajem političkih vlasti, može se pretpostaviti da se on formira prema želji šta treba da radi, što nije uvek u skladu sa opštim interesima (Adams, Hermalin i Weisbach, 2010).
- Nekompetentnost članova borda direktora. Kompetentnost je često u drugom planu u odnosu na njihovu političku podobnost, što je direktno u suprotnosti sa principima korporativnog upravljanja OECD-a gde se ističe: „Odbori direktora preduzeća u državnom vlasništvu treba da imaju neophodna ovlašćenja, kompetentnost i objektivnost za obavljanje njihovih funkcija strateškog vođenja i nadgledanja menadžmenta. Oni moraju postupati sa integritetom i biti odgovorni za svoje postupke (OECD, 2005)".
- Konfliktnost ciljeva. Dominantnost političkih nad ekonomskim ciljevima dovodi do konfliktnosti u određivanju prioriteta. U tom smislu, relativizovanje značaja cilja ostvarenja razumnog prinosa na kapital i davanje na značaju političkim ciljevima povećava agencijske troškove, smanjuje vrednost preduzeća i smanjuje njegovu konkurentnost u tržišnoj ekonomiji.

Brojna empirijska istraživanja potvrđuju vezu između političke povezanosti borda direktora i performansi javnih preduzeća. Agrawal i Knoeber dokazuju da je prisustvo eksternih članova borda direktora negativno povezano sa vrednošću preduzeća (Agrawal i C. R. Knoeber, 2001). Menozzi, Gutiérrez Urtiaga i Vannoni dokazuju da u bordu direktora italijanskih SOE dominiraju političari, da prisustvo takvih direktora dovodi do povećanja broja zaposlenih (pri čemu je povećanje broja zaposlenih veće ako su odbori direktora brojniji i ako je broj političara u bordu veći), kao i da postoji značajna negativna povezanost između sastava borda direktora (procentualno učešće političara u bordu) i performansi italijanskih preduzeća u državnom vlasništvu (Menozzi, Gutiérrez Urtiaga i Vannoni, 2011). Interesantno je istaći da je M. Facio došao do zaključka (na uzorku od oko 20.202 preduzeća iz 47 zemalja) da se vrednost preduzeća povećava posle ulaska u politiku nekog iz top menadžmenta (direktor, predsednik, potpredsednik ili veliki akcionar koji kontroliše najmanje 10% akcija) (Faccio, 2006). Poredeći preduzeća koja imaju političke veze (kada neko od prethodno pomenutih lica postane član parlamenta ili ministar ili kada postoji tesna povezanost sa najznačajnijim političarima ili partijama) i preduzeća koja nisu povezana sa političarima, isti autor dolazi do zaključka da preduzeća sa političkim vezama imaju veću tržišnu snagu, plaćaju manje poreze, iskazuju manju ROA i manju tržišnu vrednost. Razlike između ovih

preduzeća su veće kada je povezanost ostvarena preko ministara nego preko poslanika, kao i kada preduzeća posluju u zemljama sa višim nivoom korupcije (Faccio, 2010).

Ne treba posebno dokazivati da menadžment javnih preduzeća ima mnogo lagodniju poziciju u odnosu na menadžment privatnih preduzeća. Ovakva pozicija je posledica njihove povezanosti sa političkim vlastima koja ih delegira, neadekvatne kontrole i nedovoljne konkurencije. Pored ovoga, ne smemo zaboraviti da su javna preduzeća manje izložena eksternim kontrolnim mehanizmima nego privatna preduzeća. Za razliku od privatnih preduzeća, javna preduzeća nisu izložena rizicima od neprijateljskog preuzimanja, koja, između ostalog, rezultiraju smenom menadžmenta. Ovo neposredno utiče na manjak inicijative najviših menadžera da maksimiraju vrednost preduzeća. Uz ovo, nemogućnost odlaska u stečaj najvećeg broja javnih preduzeća i pokriće gubitaka od strane države impliciraju meka budžetska ograničenja *(soft budget constraint),* što smanjuje napore usmerene na povećanje prihoda i smanjenje troškova. Odsustvo važnih eksternih kontrolnih mehanizama nameće primat nedovoljno efikasnih internih kontrolnih mehanizama od strane različitih političkih autoriteta koji nisu imuni na praksu stavljanja javnih preduzeća u funkciju ostvarenja političkih ciljeva.

Nedvosmisleno je jasno da odlučni pomaci na području unapređenja korporativnog upravljanja javnim preduzećima u Srbiji moraju da budu napravljeni. Polazeći od sopstvenih grešaka i neodrživih rešenja u prethodnim periodima, kao i od pozitivnih iskustava drugih zemalja koje su reformisale javna preduzeća, država mora da stvori okvir koji će omogućiti da se po osnovu vlasničkih prava počnu ostvarivati opšte, a ne parcijalne koristi. Ključni elementi za reformu korporativnog upravljanja mogli bi da budu (Menozzi, Gutiérrez Urtiaga i Vannoni, 2011):

– razvijanje zdravog pravnog i regulatornog okvira za upravljanje javnim preduzećima (stvaranje kvalitetnih, stabilnih i međusobno konzistentnih zakona i razvijanje i prihvatanje kodeksa ponašanja koji odražava dobru poslovnu praksu u javnim preduzećima);

– unapređenje uloge države kao vlasnika (povećanje odgovornosti, odvajanje vlasničke uloge države od njene regulatorne uloge, ograničenje državnih intervencija i sl.);

– uspostavljanje sistema odgovornosti zasnovanog na monitoringu performansi preduzeća (definisanje ovlašćenja, ciljeva i strategije, definisanje ključnih finansijskih i nefinansijskih indikatora performansi, merenje i poređenje performansi sa ciljnim vrednostima i sl.);

– jačanje finansijske i fiskalne discipline javnih preduzeća (smanjenje preferencijalnog pristupa javnih preduzeća javnim finansijama, upravljanje fiskalnim rizikom i sl.);

– profesionalizacija borda direktora javnih preduzeća (transparentno nominovanje borda direktora, povećanje odgovornosti za realizaciju ciljeva, uređivanje evaluacije i nagrađivanja borda direktora, obezbeđenje obuke za direktore i sl.);

– povećanje transparentnosti i obelodanjivanja (primena standarda izveštavanja za privatni sektor, jačanja kontrolnih mehanizama, primena nezavisne eksterne revizije i sl.);

– obezbeđenje sigurnosti investitora u preduzećima sa mešovitim vlasništvom (obezbeđenje jednakog tretmana svih akcionara, obezbeđenje učešća manjinskih akcionara u skupštini, zaštita od zloupotreba transakcija sa povezanim licima);

– stvaranje podrške i kapaciteta za implementaciju (iskrena posvećenost reformama, stvaranje institucionalnih kapaciteta za upravljanje procesima, obelodanjivanje stvarnih performansi preduzeća, disciplinovanje javnih preduzeća njihovim izvođenjem na tržište kapitala, objavljivanje rezultata reformskih procesa, stvaranje podrške u javnosti i sl.).

Naravno, reformisanje javnih preduzeća podrazumeva širok spektar mera koji nadilazi unapređenje korporativnog upravljanja. Paralelno sa unapređenjem korporativnog upravljanja moraju se odvijati procesi restrukturisanja, privatizacije, stvaranja javno-privatnih partnerstava, uklanjanje barijera za izlazak javnih preduzeća na tržište kapitala i dr. Rešavanje ključnih problema u funkcionisanju javnih preduzeća moglo bi da donese značajne koristi, kako za sama preduzeća i njihove zaposlene, tako i za državu i širu društvenu zajednicu.

Popravljanje poslovnih performansi javnih preduzeća je tesno povezano sa podizanjem kvaliteta korporativnog upravljanja. Povećanje profitabilnosti i jačanje finansijske strukture javnih preduzeća znači povećanje brige o zaštiti imovine preduzeća, njenoj produktivnoj upotrebi, efikasnoj internoj alokaciji resursa, načinu finansiranja, neophodnosti izmirenja obaveza prema poveriocima, i sl. Profitabilnost je najbolja zaštita od stvaranja finansijskih dubioza. Povećanje odgovornosti menadžmenta javnih preduzeća treba da ih primora da se bave upravljanjem prihodima, troškovima i rezultatom. To podrazumeva široku primenu savremenih upravljačko-računovodstvenih tehnika koje mogu da pomognu u procesu unapređenja poslovnih performansi javnih preduzeća. Veći dobici povećavali bi mogućnosti finansiranja kapitalnih projekata iz interno generisanih izvora, čime bi se smanjila potreba za dodatnim zaduživanjem. *Povećanje transparentnosti* rezultata poslovanja takođe dolazi sa povećanjem kvaliteta korporativnog upravljanja. Transparentnost ograničava ponašanje koje nije u skladu sa opštim interesima smanjujući prostor za pogrešno prikazivanje rezultata i koruptivno delovanje. Transparentnost smanjuje rizik zloupotrebe i podiže sigurnost vlasnika. U isto vreme, transparentnost čini vidljivim koliko je država efikasna u vršenju svoje vlasničke funkcije, u kojoj meri se javna preduzeća oslanjaju na pomoć države, u kojoj meri postoji poslovanje sa povezanim licima i sl. *Smanjenje budžetskog deficita i fiskalnih rizika* je od posebnog značaja. Stvaranje profitabilnih javnih preduzeća može voditi rasterećenju budžeta. Ostvarivanje dobitka otvara mogućnost da on jednim delom završi u budžetu. Litvanska Vlada je, radeći na podizanju kvaliteta korporativnog upravljanja najznačajnijih SOE, procenila da bi dividenda koja bi bila ostvarena po osnovu podizanja kvaliteta korporativnog upravljanja mogla da iznosi oko 1% GDP-a, što bi pomoglo značajnom smanjenju budžetskog deficita. Popravljanje profitabilnosti javnih preduzeća u Srbiji bi smanjilo zahteve za subvencijama i smanjilo fiskalni rizik (World Bank Group, 2014). Naravno, pitanje podele dobitka na deo koji bi bio podeljen vlasnicima i deo koji bi bio zadržan u preduzeću je veoma delikatno i nadilazi okvire ovog rada. Svemu ovome treba dodati da bi podizanje kvaliteta korporativnog upravljanja značilo i *bolju pripremu preduzeća u državnom vlasništvu za privatizaciju, javno-privatna partnerstva i njihov izlazak na tržište kapitala.*

Značajne koristi mogu se postići i u preduzećima u kojima je država većinski ili značajni manjinski akcionar. Otvaranje takvih preduzeća i njihov izlazak na tržište kapitala omogućio bi *pristup alternativnim izvorima finansiranja.* Širenje lepeze izvora finansiranja smanjuje troškove finansiranja. Izlazak velikih, finansijski snažnih preduzeća doprineo bi *razvoju tržišta kapitala.* Plitkim tržištima kapitala, kakvo je srpsko tržište, dobrodošle su kvalitetne hartije od vrednosti koje bi mogle povećati njegovu aktivnost. Konačno, prisustvo na tržištu kapitala moglo bi da *poveća vrednost preduzeća i njegovu atraktivnost za investitore.*

5. RIZICI MANIPULACIJA U FINANSIJSKIM IZVEŠTAJIMA JAVNIH PREDUZEĆA

Ozbiljni reformski zahvati zahtevaju čiste finansijske izveštaje. Nažalost, brojni su slučajevi u praksi kada je izuzetno visok informacioni kapacitet finansijskih izveštaja dramatično narušen, prvenstveno zahvaljujući menadžmentu preduzeća. Kontaminirani bilansi onemogućavaju ispravnu procenu rizika, dovode u zabludu državu kao vlasnika, onemogućavaju kvalitetno odlučivanje, povećavaju rizik od donošenja pogrešnih politika i strategija i obeshrabruju potencijalne investitore. U tom smislu, javna preduzeća predstavljaju posebno atraktivno istraživačko područje.

Iako ima i drugačijih stavova, generalno se smatra da su finansijski izveštaji javnih preduzeća lošijeg kvaliteta u odnosu na privatne kompanije, naročito one koje kotiraju na tržištu kapitala. Chaney, Faccio i Parsley na uzorku od preko 4.500 preduzeća iz 19 zemalja dokazuju da je kvalitet finansijskih izveštaja lošiji u preduzećima koja se odlikuju dobrim političkim vezama u odnosu na ona koja nemaju takvu povezanost (Chaney, Faccio i Parsley, 2011). Ključni razlozi su: prikrivanje koristi koje su stečene zahvaljujući "političkoj" poziciji, manji zahtevi u pogledu transparentnosti izveštavanja u odnosu na preduzeća koja se nalaze na tržištu kapitala, što je u skladu sa *"demand hypothesis"* (Givoly, Hayan i Katz, 2010, str. 222), velika nebriga menadžmenta budući da ih politička zaštićenost čuva od penalizovanja za nizak nivo kvaliteta finansijskog izveštavanja. Svemu ovome treba dodati da javna preduzeća, po pravilu, ne trpe posledice povećanja troškova duga koji nastaju kao posledica nekvalitetnog izveštavanja kao što je to slučaj sa drugim preduzećima. Nasuprot ovakvim i sličnim konvencionalnim stavovima, mogu se pronaći i istraživanja da je kvalitet finansijskog izveštavanja veći u državnim preduzećima (Wang i Yung, 2011). Kao ključni argument se navodi činjenica da zaštitnička uloga države prema javnim preduzećima smanjuje pritisak na menadžere da manipulišu informacijama u finansijskim izveštajima.

Nezavisno od prethodne argumentacije, izvesno je da motivi za manipulacije u finansijskim izveštajima javnih preduzeća postoje. Najvažniji su: želja menadžmenta da sačuva pozicije prikrivanjem stvarnih performansi kada izostaju očekivani rezultati, namera da se ostvare bonusi, izbegavanje pritiska javnosti zbog loših rezultata, prikrivanje neopravdanih rashoda, priprema za privatizaciju ili inicijalnu javnu ponudu i sl. Otuda i potreba da se potencijalnim rizicima od mogućih manipulacija pristupi sa dužnom pažnjom (Malinić, 2014).

Potcenjivanje ili precenjivanje imovine, obaveza, dobitaka i gubitaka izobličava informacije u finansijskim izveštajima, čineći ih nepouzdanom osnovom za odlučivanje. Posebnu opasnost predstavljaju skriveni gubici, koji nastaju precenjivanjem imovine i potcenjivanjem obaveza, što dovodi do precenjivanja dobitaka i potcenjivanja gubitaka. Budući da se na ovaj način precenjeni dobici i potcenjeni gubici uvek iskazuju na račun rezultata budućih perioda, njihovo objektiviziranje nanosi štete svim stejkholderima, a naročito vlasnicima koji podnose velike gubitke. Iako su latentne rezerve, kao suštinska izveštajna suprotnost skrivenim gubicima, manje opasne, njihovo prisustvo u finansijskim izveštajima nije uvek dobro. Ovde ne mislimo na razumne latentne rezerve koje nastaju kao odraz dobre poslovne prakse, već na prekomerne latentne rezerve. Budući da ovde govorimo uglavnom o javnim preduzećima koja nisu na tržištu kapitala i gde je država jedini vlasnik, ona neće trpeti rizike od neprijateljskog preuzimanja i potcenjene vrednosti kapitala. Međutim, sa formiranjem latentnih rezervi jedan deo ostvarenog dobitka se ostavlja u stranu i čini nedostupnim za podelu, čime država ostaje uskraćena za prihode po tom osnovu. Poseban problem je što skriveni gubici i latentne rezerve nisu vidljive u finansijskim izveštajima i za prosečnog čitaoca ovih izveštaja nisu dokučive.

Postoji li problem skrivenih gubitaka u javnim preduzećima u Srbiji? Odgovor na ovo pitanje zahteva jednu znatno širu analizu koja bi se pre zasnivala na pojedinačnim finansijskim izveštajima nego na zbirnim koji su predmet naše analize. Budući da za takvu analizu ovde nema prostora, možemo barem nagovestiti potencijalne rizike vezane za kvalitet finansijskih izveštaja javnih preduzeća. U tu svrhu poslužićemo se nekim karakterističnim indikatorima koji se mogu koristiti za procenu manipulacija u finansijskim izveštajima. Njihov pregled dat je u tabeli 5.

Tabela 5. Procena rizika manipulacija u finansijskim izveštajima

	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
1. Kvalitet poslovnog dobitka	(0,25)	4,09	(1,13)	(0,76)	(0,11)	0,68	(0,66)
2. Indeks kvaliteta imovine	1,17	1,25	1,71	1,06	1,33	0,81	1,00
3. Stopa rasta potraživanja	0,98	1,31	1,17	1,10	1,09	1,19	1,02
4. Učešće potraživanja u prihodima	19,09	22,46	25,21	24,98	26,68	31,49	29,75
5. Ukupan prinos na poslovnu imovinu	(1,65)	(1,28)	0,49	0,10	(1,03)	(2,93)	(3,54)
• Održivi poslovni dobitak	(0,88)	(1,00)	0,82	0,92	(0,19)	(0,19)	1,46
• Tranzitorni prinos	(0,77)	(0,28)	(0,33)	(0,82)	(0,83)	(2,74)	(4,99)
6. Stopa rasta revalorizacionih rezervi	1,57	1,11	1,00	0,99	2,75	1,06	0,45

Dobijeni rezultati upućuju na nekoliko zaključaka. *Prvo,* kvalitet dobitka, kao odnos između poslovnog dobitka i novčanih tokova iz poslovanja varira iz godine u godinu, što upućuje na premetanje dobitaka iz perioda u period i niži kvalitet dobitka. Podrazumeva se da u pojedinačnim preduzećima kvalitet može da bude bolji ili lošiji u odnosu na iskazane rezultate. *Drugo,* kvalitet imovine u prvih pet godina se smanjuje, budući da raste učešće nematerijalne u ukupnoj imovini. Ovakav zaključak je važan zbog činjenice da se mnoge manipulacije vezuju upravo za ovu vrstu imovine i kapitalizaciju pojedinih kategorija rashoda u okviru ove imovine. Ipak, treba imati u vidu da je učešće nematerijalne imovine u ukupnoj imovini relativno malo, tako da prostor za manipulacije postoji ali nije prevelik. *Treće,* postoji veoma visok rizik koji se vezuje za potraživanja. Stopa rasta potraživanja pokazuje da ovaj deo imovine raste značajno brže u odnosu na prodaju, što ukazuje na probleme u naplati i rizike da jedan deo predstavlja potencijalne skrivene gubitke. U celom analiziranom periodu (2007–2013) potraživanja su porasla 2,23 puta, a poslovni prihodi 1,43 puta. Dodatno, učešće potraživanja u prodaji

preko 15% upozorava na opasnosti od skrivenih gubitaka. U slučaju javnih preduzeća učešće potraživanja je u svakoj godini veće od 15% i u kontinuitetu se povećava (izuzev u 2013). *Četvrto,* veće učešće tranzitornih dobitaka (gubitaka), koje smo ovde izjednačili sa ostalim dobicima i gubicima, ukazuje i na veće informacione rizike. Ostali prihodi i rashodi nastaju prodajom nekretnina, postrojenja, opreme, zaliha materijala i sl., usklađivanjem vrednosti imovine i dr. S druge strane, ostali rashodi nastaju rashodovanjem imovine, otpisivanjem potraživanja, obezvređivanjem imovine i sl., te otuda imaju tranzitorni karakter. U javnim preduzećima postoje neto tranzitorni gubici i oni su u celom analiziranom periodu veći od iskazanih neto poslovnih dobitaka 8,92 puta. Primera radi, od ukupnih neto gubitaka u javnim preduzećima u periodu 2007–2013. čak 71,9% otpada na neto ostale gubitke. Kada razložimo ukupni prinos na poslovnu imovinu (održivi i tranzitorni), vidimo da je učešće tranzitornog prinosa u ukupnom prinosu veoma visoko, kao i da je volatilnost tranzitornog prinosa takođe visoka. To zahteva posebnu opreznost i upućuje na moguće greške u klasifikaciji pojedinih prihoda i rashoda, ali i na preispitivanje pojedinih računovodstvenih politika povezanih sa stavkama koje se nalaze u okviru ostalih prihoda i rashoda. *Peto,* posebnu pažnju privlače revalorizacione rezerve. One u kontinuitetu rastu do 2012. godine, do kada su se povećale za 265 milijardi dinara, da bi u 2013. godini naglo pale za 212 milijardi dinara. U isto vreme, rezerve su se povećale za 263 milijarde dinara. Ako znamo kako se i jedne i druge rezerve formiraju, kakva im je namena, kao i mogućnosti raspolaganja, onda su ovakva kretanja upozoravajuća. U okviru kapitala javnih preduzeća jedino revalorizacione rezerve značajnije rastu i stvaraju privid da po osnovu rasta sopstvenih izvora postoje neki realni prilivi. Ovakvo stanje stvara pogrešnu predstavu o kretanju zaduženosti javnih preduzeća.

Imajući sve prethodno u vidu, moramo istaći da rizici manipulacija u finansijskim izveštajima postoje i da oni nisu mali. Međutim, preciznije kvantifikovanje ovih rizika može se vršiti samo na pojedinačnim preduzećima. Utisak je da se ovakvim rizicima ne pridaje dovoljno pažnje, baš kao što se ne vodi dovoljno računa o kvalitetu finansijskog izveštavanja uopšte.

ZAKLJUČAK

Uprkos prisutnim procesima privatizacije, javna preduzeća i dalje igraju važnu ulogu u nacionalnim ekonomijama širom sveta. U brojnim istraživačkim studijama je potvrđeno da su državna preduzeća manje efikasna od privatnih, ali takođe treba imati u vidu činjenicu da su mnoge zemlje uspele značajno da unaprede poslovanje takvih preduzeća. U Srbiji danas unapređenje performansi javnih preduzeća predstavlja prioritetni ekonomski i, verujemo, politički cilj.

Dugogodišnje odgađanje rešavanja nagomilanih problema u javnim preduzećima uticalo je da su vremenom problemi postajali veći, a njihovo rešavanje sve kompleksnije. Sređivanje stanja u javnim preduzećima više nije stvar izbora, već urgentna potreba bez mogućnosti odgađanja. Na makronivou, javna preduzeća su, kroz davanje državnih garancija za uzete kredite, postala jedan od generatora javnog duga. Pokriće velikih gubitaka je direktno ili indirektno opterećivalo u značajnoj meri državni budžet. Ista situacija je i sa značajnim subvencijama koje su išle prema javnim preduzećima neposredno iz budžeta ili posredno, preko neplaćanja računa, drugim javnim preduzećima. Zbog svega ovoga popravljanje stanja u javnim preduzećima je postalo jedan od preduslova ozdravljenja javnih finansija.

U procesu rešavanja problema u javnim preduzećima, između ostalog, mora se voditi računa o nasleđenim rizicima. Finansijske dubioze su toliko velike da mogu ugroziti napore koji se čine na području rešavanja problema u javnim preduzećima. Problem nelikvidnosti je toliko izražen da je prevazišao okvire javnih preduzeća i postao jedan od ključnih generatora nelikvidnosti cele srpske privrede. Dug od 349,4, poslovne obaveze od 356,5, gubitak od 297,3 i nedostajući neto obrtni kapital od 254 milijardi dinara predstavljaju ogromno opterećenje. Zajedno sa ovim, negativni novčani tokovi iz poslovnih aktivnosti onemogućavaju finansiranje novih kapitalnih ulaganja za održanje i proširenje kapaciteta iz interno generisanih izvora, dok je finansiranje isključivo iz dugova neodrživo. Kontinuirani gubici, negativne stope prinosa na kapital i negativan finansijski leveridž dodatno obelodanjuju sumornu sliku o performansama javnih preduzeća. Situacija može da bude još nepovoljnija ako imamo u vidu nivo rizika vezan za kvalitet informacija u finansijskim izveštajima.

Imajući u vidu značaj javnih preduzeća i njihove ogromne finansijske probleme, finansijske performanse javnih preduzeća moraju da budu podignute na viši nivo. To zahteva širok spektar pažljivo odabranih mera, kao što su: potpuna ili delimična privatizacija sa različitom disperzijom vlasništva, stvaranje javno-privatnih partnerstava, poslovno i finansijsko restrukturisanje, uključivanje nekih preduzeća na tržište kapitala i dr. Ključni korak moraju da budu korenite promene u odnosu države prema javnim preduzećima (prema svim, a ne samo prema velikim) koje će omogućiti unapređenje korporativnog upravljanja. To zahteva povećanje odgovornosti države kao vlasnika, podvajanje vlasničke uloge države od njene regulatorne uloge, monitoring performansi javnih preduzeća od strane kompetentnog vlasničkog tela, profesionalizaciju menadžmenta, jačanje finansijske i fiskalne discipline, povećanje transparentnosti i obezbeđenje sigurnosti investitora u preduzećima sa mešovitim vlasništvom. Tek u takvim okolnostima se može očekivati popravljanje poslovnih performansi javnih preduzeća.

Veliki teret nenaplaćenih potraživanja, opterećenost vidljivim i skrivenim gubicima, depresirane cene, visoka zaduženost, nelikvidnost, višak zaposlenih i slični problemi na različite načine opterećuju pojedinačna javna preduzeća. Zato rešenja za pojedinačna javna preduzeća moraju da budu raznovrsna i pažljivo birana. Strategija "uhvatite velike i pustite male" *(grasp the large and let-go the small)* može dati rezultate u kratkom roku, ali nije dovoljna. Neophodne su korenite i sveobuhvatne promene načina razmišljanja i ponašanja u javnim preduzećima nezavisno od veličine i nezavisno od toga da li je osnivač država, pokrajina ili lokalna zajednica.

IZVORI

1. Adams, R. B., Hermalin, B. E., Weisbach, M. S. (2010). The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey, *Journal of Economic Literature,* 48 (1).
2. Agrawal, A. and C. R. Knoeber (2001). Do some outside directors play a political role? *Journal of Law and Economics,* 44.
3. Boer, G. (1999). Managing the Cash Gap, J*ournal of Accountancy,* October.
4. Casey, C., Bartczak, N. (1984). Cash Flow – Its Not the Bottom Line, *Harvard Business Review,* July–August.
5. Chaney, P., Faccio, M., Parsley, D. (2011). The Quality of Accounting Information in Politically Connected Firms, *Journal of Accounting and Economics,* Volume 51, Issues 1–2, February.

6. Christiansen, H. (2011). *The Size and Composition of the SOE Sector in OECD Countries,* OECD Corporate Governance Working Papers, No. 5, OECD Publishing.
7. Claessens, S., and Yurtoglu, B. (2012). Corporate Governance and Development – An Update, Global *Corporate Governance Forum, International Finance Corporation,* Washington.
8. Faccio, M. (2010). Differences between politically connected and non-connected firms: a cross country analysis, *Financial Management,* 39 (3).
9. Faccio, M. (2006). Politically connected firms, T*he American Economic Review,* 96(1).
10. Givoly, D., Hayan, C., Katz, S. (2010). Does Public Ownership of Equity Improve Earnings Quality? *The Accounting Review,* Vol. 85. No. 1.
11. Glišić, M. (2013). Finansijske performanse preduzeća u vlasništvu Repulike Srbije, *Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji,* Fondacija za razvoj ekonomske nauke, br. 33.
12. Mako, W., Zhang, C. (2004). State Equity Ownership and Management in China: Issues and Lessons from International Experience, *Paper presented at the Policy Dialogue on Corporate Governance in China,* Shanghai.
13. Malinić, D. (2014). Merenje kvaliteta finansijskih izveštaja, Zbornik radova: *Računovodstvo i menadžment privatnog i javnog sektora,* Savez računovođa i revizora Srbije, Zlatibor.
14. Malinić, D. (2013a). Insufficiency of Serbian Economy's Operating Performances: Manifestations, Causes and Main Guidelines of Recovery, *Ekonomika preduzeća, Journal of the Serbian Association of Economists,* January–February.
15. Malinić, D. (2013). Finansijska (ne)moć javnih preduzeća, *Zbornik radova Računovodstveno regulatorno okruženje: podsticaj ili ograničenje privrednog rasta,* Savez računovođa i revizora Srbije, Zlatibor.
16. Malinić, D., Denčić Mihajlov, K., Ljubenović, E. (2013), The Determinants of Capital Structure in Emerging Capital Markets: *Evidence from Serbia, European Research Studies,* Volume XV, Issue 2.
17. Malinić, D., Milićević, V. (2012). *The Financial and Structural Capabilities of Key Infrastructure Sectors in Serbia, Economic Annals,* Volume LVII, No. 195. October–December.
18. Malinić, D., Milićević, V., Stevanović, V. (2013). *Upravljačko računovodstvo,* Ekonomski fakultet, Beograd.
19. Menozzi, A., Gutiérrez Urtiaga, M., Vannoni, D. (2011). Board composition, political connections, and performance in state-owned enterprises, *Industrial and Corporate Change,* Volume 21, Number 3, September.
20. OECD (2005). *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-owned Enterprises,* OECD Publishing.
21. OECD (2014). *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-owned Enterprises,* Draft for publc comment, OECD Publishing.
22. Pitzer, J., Dupuis, J. P. (2006). The General Government and Public Sectors, *Fifth meting of the Task Force on Harmonization of Public Sector Accounting (TFHPSA) Chaired by the International Monetary Fund and Hosted by the OECD,* Paris.
23. Stickney, C., Brown, P., Wahlen, J. (2007). *Financial Reporting, Financial Statement Analysis, and Valuation – A Startegic Perspective,* Thomson, Mason, 2007.
24. Stiglic, J. (2004). *Ekonomija javnog sektora,* Ekonomski fakultet, Beograd.
25. Vasiljević, M. (2012). *Kompanijsko pravo – Pravo privrednih društava,* Pravni fakultet, Beograd.
26. Wang, L., Yung, K. (2011). Do State Enterprise Manage Earnings More then Privately Owned Firms? The Case of China, *Journl of Business Finance & Accounting,* 38 (8).
27. Wild, J., Subramanyam, K., Hasley, R. (2004). *Financial Statement Analysis,* Mc Graw – Hill, Irwin, New York.
28. World Bank Group (2014). *Corporate Governance of State-Owned Enterprises: A Toolkit,* World Bank.
29. World Bank (2006) *Held by the Visible Hand, The Challenge of SOE Corporate Governance for Emerging Markets,* The World Bank, Corporate Governance.
30. Zakon o javnim preduzećima, "Službeni glasnik Republike Srbije" br. 119/2012.