

## POGLAVLJE 7

---

### FINANSIJSKO STRUKTURNE PROMENE PRIVREDE SRBIJE I ZAŠTITA POVERILACA U PERIODU FINANSIJSKE KRIZE

---

Slavica Stevanović<sup>1</sup>

#### **Apstrakt**

*Ukorenjena finansijska neravnoteža je opšta karakteristika srpske privrede. Strukturna neuravnoteženost sredstava i njihovih izvora finansiranja praćena kontinuiranim kumuliranjem gubitaka, pogoršanjem likvidnosti i povećanjem zaduženosti oslikavaju finansijski položaj privrede u celini. Cilj rada je analiza finansijske strukture srpske privrede, uz poseban osvrt na identifikovanje privrednih segmenata u kojima su interesi poverilaca ugroženi. Narušena finansijska sigurnost se ogleda i u negativnom neto obrtnom kapitalu, tako da su stanje i razvoj finansijske strukture tokom petogodišnjeg perioda analizirani pomoću neto obrtnog kapitala. Dugogodišnje odlaganje rešavanja problema preduzeća sa izrazitom finansijskom neravnotežom, neodgovarajući zakonski okviri i neadekvatna primena zakona, osim što narušavaju finansijsku strukturu privrede u celini, ugrožavaju interese vlasnika kapitala i poverilaca pojedinih grupa preduzeća. Stoga su u posebnom delu rada analizirani faktori i segmenti preduzeća koji kvare sliku finansijske strukture srpske privrede.*

**Ključne reči:** *finansijsko-strukturne promene, privreda Srbije, neto obrtni kapital*

#### **UVOD**

Krizni period privrede Srbije započinje još početkom devedesetih godina prethodnog veka. Ozbiljna ograničenja rasta privredne aktivnosti od tog perioda, koja se odnose na ratna dešavanja, problematičnu međunarodnu poziciju, dug proces tranzicije, finansijske teškoće, praćena su padom konkurentnosti privrede i slabljenjem internih kapaciteta pojedinačnih privrednih subjekata. Svaka krizna

---

<sup>1</sup> Mr Slavica Stevanović, istraživač saradnik, Institut ekonomskih nauka, Beograd, e-mail: [slavica.stevanovic@ien.bg.ac.rs](mailto:slavica.stevanovic@ien.bg.ac.rs)

situacija po pravilu, za posledicu ima narušavanje finansijske strukture preduzeća, a samim tim i privrede u celini. Nagomilani finansijsko-strukturni problemi privrede postaju još naglašeniji nakon najnovije svetske ekonomske krize. U privredi sa nerazvijenim tržištem kapitala koja je u procesu strukturnih reformi, postizanje finansijsko-strukturne stabilnosti je veliki izazov, a izlazak iz krize veoma kompleksan.

Predmet analize u radu jeste finansijska struktura privrede Srbije i promene koje su zabeležene tokom petogodišnjeg perioda finansijske krize. Analiza je zasnovana na zvaničnim informacijama o strukturi imovine, obaveza, kapitala i finansijskom rezultatu društava koja čine privredu Srbije u periodu 2009-2013. godina. Izvor podataka su makroekonomska saopštenja Agencije za privredne registre Republike Srbije o poslovanju privrede Srbije u posmatranim godinama. Promene u strukturi imovine, obaveza i kapitala su praćene za privredu u celini, ali i sa aspekta sektorske strukture i po određenim segmentima. U prvom delu rada je prikazan razvoj finansijske strukture tokom petogodišnjeg perioda. Analiza finansijske nesigurnosti je sprovedena pomoću neto obrtnog kapitala i determinanti koje ga određuju. U drugom delu rada su analizirani sektori, određeni privredni segmenti i regulatorni faktori koji kvare finansijsku strukturu srpske privrede i narušavaju interese poverilaca.

### **DETERMINANTE FINANSIJSKE (NE)SIGURNOSTI PRIVREDE SRBIJE**

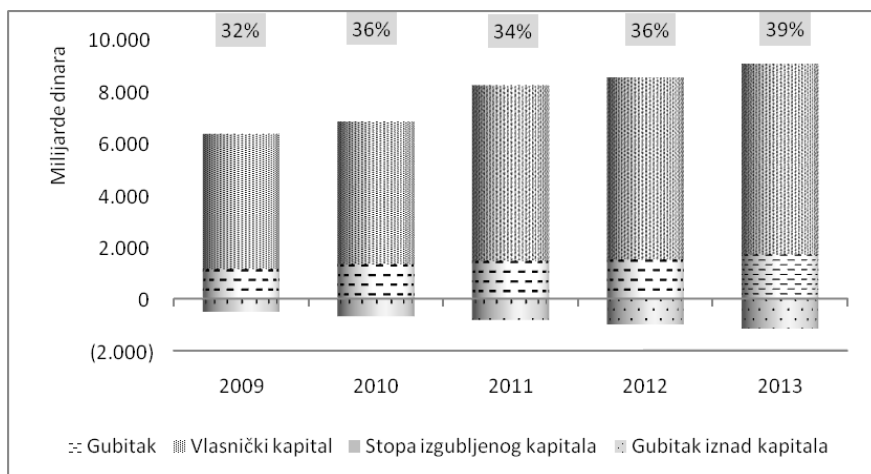
Položaj dugoročne finansijske sigurnosti je prvenstveno određen strukturom imovine i izvora finansiranja, stepenom zaduženosti, prinosnom snagom i investicionim mogućnostima privrede i njenih delova. Za analizu dugoročnog rizika ulaganja su najviše zainteresovani postojeći i potencijalni investitori vlasničkog kapitala, ali i dugoročni poverioci, pre svega davaoci dugoročnih kredita. Vrednost i struktura imovine je od velikog značaja za investitore i poverioce jer raspoloživa imovina predstavlja generator koji stvara dobitke ili gubitke. Iako sigurnost potraživanja poverilaca zavisi i od raspoloživog vlasničkog kapitala i stepena zaduženosti, merilo primarne sigurnosti jeste prinosna snaga dužnika.

***Kumulirani gubici*** - Veliki finansijsko-strukturni problem privrede Srbije leži pre svega u kumuliranim gubicima. Preduzeće koje konzistentno proizvodi gubitke, ne smatra se sposobnim za opstanak, a veći broj takvih preduzeća narušava sliku zarađivačke sposobnosti i finansijske strukture čitave privrede. Kada se posmatra poslovanje privrede Srbije, u četiri od pet poslovnih godina neto gubici dela privrede prevazilaze visinu neto dobitaka preduzeća koja uspešno posluju.

Pozitivan neto finansijski rezultat je zabeležen u 2011. godini, ali ne zahvaljujući unapređenju poslovanja već zahvaljujući rastu vrednosti dinara na dan bilansa i usled toga smanjenju negativnih kursnih razlika u odnosu na prethodnu godinu (Malinić i Milićević, 2012). Struktura gubitaka privrede Srbije i njihova dinamika tokom perioda 2009-2013. godina, prikazana je na grafikonu 1.

Negativan neto finansijski rezultat zabeležen u posmatranom periodu utiče na kumuliranje i rast gubitka koji topi vlasnički kapital. Vlasnički kapital je na grafikonu prikazan bez umanjjenja za gubitak do visine kapitala. Porast vlasničkog kapitala od 41% je praćen rastom gubitka za 49% u odnosu na početak posmatranog perioda, tako da je neto vlasnički kapital u 2013. godini veći za 39% u odnosu na 2009. godinu.

Grafikon 1. Struktura gubitka kapitala privrede Srbije



Izvor: Obračun autora prema podacima Agencije za privredne registre

Iz godine u godinu je sve veći broj privrednih društva koja su izgubila sopstveni kapital u celini, a iznos gubitka čak i prelazi visinu vlasničkog kapitala. Gubitak do visine kapitala raste sa 1.444.917 miliona dinara u 2009. na 1.704.139 miliona dinara u 2013. godini. Gubitka iznad kapitala je u posmatranom periodu više nego dupliran i u 2013. godini iznosi 1.152.572 miliona dinara. Rezultat rasta kumuliranih gubitaka jeste rastuća stopa izgubljenog kapitala na nivou privrede koja u 2013. godini iznosi rekordnih 39%.

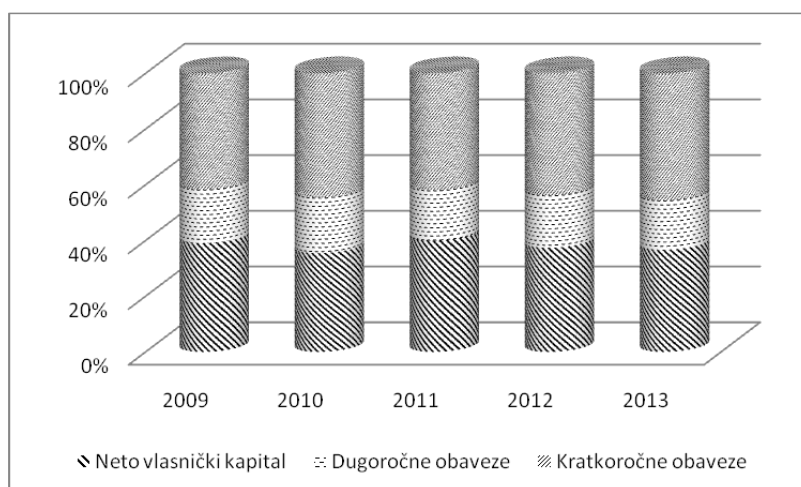
Ranija istraživanja i analize rentabiliteta privrede koja se odnose na period sankcija od 1992. do 1996. godine pokazuju da je privreda u celini poslovala sa

gubitkom. Iako su postojala očekivanja da bi tendencija gomilanja gubitaka trebalo da bude usporena i zaustavljena, gubici su se povećavali (Ranković i Ilić, 1997).

**Likvidnost i zaduženost** - Povećanje gubitaka kao siguran znak kvarenja finansijske strukture privrede, po pravilu je praćeno pogoršanjem likvidnosti i povećanjem zaduženosti. Tokom čitavog kriznog perioda nelikvidnost otežava poslovanje srpske privrede, što uz nedostatak sopstvenih izvora za finansiranje poslovanja ima za posledicu dodatno zaduživanje, naročito iz kratkoročnih izvora. Sagledavanjem kratkoročnih rizika ulaganja na osnovu pokazatelja likvidnosti, može se zaključiti da je odnos obrtne imovine i kratkoročnih obaveza u čitavom posmatranom period ispod jedan. Pokazatelj tekuće likvidnosti se kreće u rasponu od 0,96 do 0,91 koliko je zabeleženo u 2013. godini i na osnovu visine i trenda predstavlja lošu pretpostavku za sposobnost izmirenja dospelih obaveza.

Visok stepen dugoročne finansijske nesigurnosti se može zapaziti i na osnovu analize pokazatelja zaduženosti. Vrednosti pokazatelja daleko iznad jedan u posmatranom periodu rezultat su visokog stepena učešća pozajmljenih izvora finansiranja u strukturi kapitala u odnosu na sopstvene izvore. Ukoliko se u analizu stepena zaduženosti uključi vrednost neto vlasničkog kapitala dodatno umanjena za iznos gubitka iznad kapitala, vrednosti pokazatelja će u svim godinama biti preko 1,5 a u 2013. godini čak 1,72. Promena strukture izvora finansiranja privrede Srbije tokom perioda 2009-2013. godina je prikazana na grafikonu 2.

*Grafikon 2. Struktura izvora finansiranja privrede Srbije*



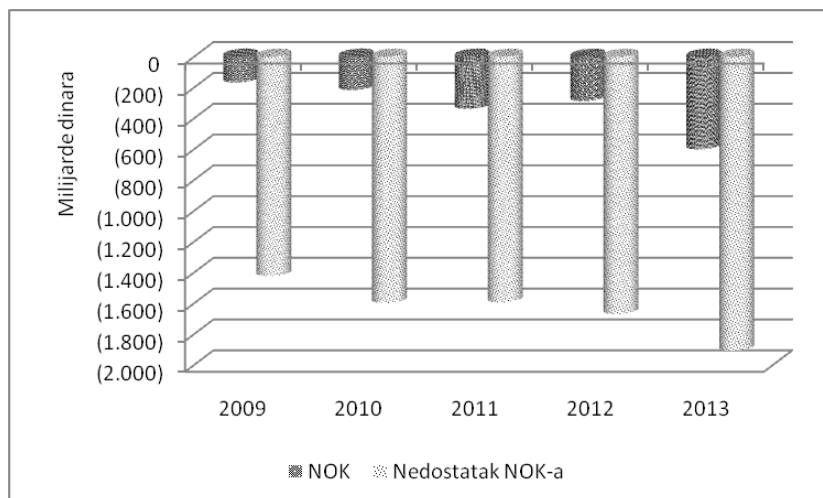
*Izvor: Obračun autora prema podacima Agencije za privredne registre*

Učešće neto vrednosti vlasničkog kapitala u ukupnom kapitalu sa skoro 39% koliko je iznosilo 2009. godine, pada na nepunih 37% na kraju posmatranog perioda. Učešće ukupnih obaveza u izvorima finansiranja je u porastu sa oko 61% u 2009. na preko 63% u 2013. godini. Brži rast učešća je zabeležen kada su u pitanju kratkoročne obaveze koje u 2013. godini učestvuju u ukupnim izvorima finansiranja već sa 45%, dok je njihovo učešće u 2009. iznosilo 41,7%. Učešće dugoročnog pozajmljenog kapitala u ukupnom kapitalu privrede opada tokom vremena sa oko 19% na preko 17%.

**Neto obrtni kapital (NOK)** - Pravac promena finansijsko-strukturne sigurnosti privrede pokazuje i analiza neto obrtnog kapitala i njegovih determinanti. Svojevrsnu maržu sigurnosti za svoja ulaganja, dugoročni poverioci prepoznaju u neto obrtnom kapitalu. Neto obrtni kapital ima izuzetno važnu ulogu za ocenu sposobnosti održavanja dugoročne finansijske sigurnosti preduzeća jer pokazuje da li je i u kojoj meri dugoročni kapital dovoljan da pokrije ne samo stalnu imovinu, nego i zalihe koje traže dugoročno finansiranje.

Finansijski položaj i jaz između potrebnog i raspoloživog dugoročnog kapitala u periodu 2009-2013. godina, prikazan je na grafikonu 3.

*Grafikon 3. Neto obrtni kapital privrede Srbije*



*Izvor: Obračun autora prema podacima Agencije za privredne registre*

Analiza NOK privrede Srbije u posmatranom petogodišnjem periodu pokazuje nedostatak dugoročnog kapitala za pokriće stalne imovine. Iz sopstvenih izvora je

u 2013. godini pokriveno oko 61% ulaganja u stalnu imovinu, što je za 4 procentna poena manje u odnosu na početnu godinu analize. Uporedo sa rastućim sopstvenim kapitalom i blažim rastom stalne imovine, u posmatranom petogodišnjem periodu je zabeležen visok rast gubitka iznad kapitala koji topi sopstvene izvore finansiranja. Gubitak iznad kapitala koji je za celu privredu u 2009. godini iznosio 504.964 miliona dinara, povećan je na 1.152.572 miliona dinara u 2013. godini, što za rezultat ima sve veći nedostatak sopstvenih izvora za finansiranje dugoročno vezane imovine. Negativan sopstveni NOK sa negativnim trendom tokom petogodišnjeg perioda pokazuje da je ovakvo pokriće stalne imovine iz sopstvenih izvora neodrživo na dugi rok, a finansijska struktura privrede nimalo sjajna.

Sa aspekta obezbeđenja i održanja finansijsko-strukturne stabilnosti, ekonomski je opravdano da deo ulaganja u stalnu imovinu bude finansiran iz dugoročnih pozajmljenih izvora. Povećanje dugoročnih rezervisanja i dugoročnih obaveza delom nadoknađuje nedostatak sopstvenih izvora finansiranja, ali je to i dalje nedovoljno za pokriće stalne imovine u celini. Negativna vrednost NOK koji u 2013. godini iznosi 599.357 miliona dinara je tri i po puta veća u odnosu na početak posmatranog perioda, s tim da se negativna tendencija može očekivati i u narednom periodu, naročito u 2014. godini u kojoj nije bilo mera koje bi uticale na unapređenje determinanti NOK.

S obzirom na to da su NOK i neto finansijski rezultat privrede negativne veličine, privlačenje novih investitora, ali i dugoročnih poverilaca je otežano, što se vidi na osnovu blagog rasta dugoročnih obaveza u prve četiri posmatrane godine za 22% i smanjenja od 5% u 2013. u odnosu na prethodnu godinu. Dugoročne obaveze su jedina determinanta NOK koja pokazuje trend usporenog povećanja i čak smanjenja. U okolnostima u kojima je likvidnost dela privredne ugrožena, izloženost dugoročnom finansijskom riziku visoka, teško je ubediti kreditore u zadovoljavajući bonitet i sposobnost otplate novih dugoročnih kreditnih aranžmana.

Iako narušena dugoročna finansijska sigurnost ograničava mogućnost daljeg zaduživanja, nivo kratkoročnih obaveza raste, čak za 47% od početka do kraja posmatranog perioda. Analiza NOK pokazuje da su deo stalne imovine i zalihe u celini finansirani iz kratkoročnih izvora. Nedostatak NOK je znatno veći ukoliko se uzme obzir značaj dugoročnih izvora za finansiranje zaliha. Potreba za nedostajućim dugoročnim kapitalom koji u 2009. godini na nivou privrede iznosi 1.421.264 miliona dinara, u 2013. godini prelaze 1.904.935 miliona dinara.

Intenziviranje kratkoročnog zaduživanja pod nepovoljnim uslovima u cilju pokrića nedostajućeg kapitala, posebno narušava sliku privredne finansijske strukture. Promena trenda NOK se može očekivati povećanjem vlasničkog kapitala od strane postojećih i novih investitora, smanjenjem gubitaka koji tope sopstvene izvore finansiranja. Usporavanje rasta ili smanjenje stalne imovine može na prvi pogled popraviti sliku NOK privrede, ali problem nedovoljnog investiranja u proširenje i modernizaciju dugoročne materijalne imovine se može veoma nepovoljno odraziti na poslovanje preduzeća i privrede kojoj pripadaju.

### SEGMENTI KOJI KVARE FINANSIJSKU STRUKTURU PRIVREDE SRBIJE

Narušena kratkoročna i dugoročna finansijska sigurnost i kumulirani gubici određenih segmenata privrednih društava kvare finansijsku strukturu privrede u celini. Egzistiranje prezaduženih preduzeća je rezultat nagomilavanja i ignorisanja dospelih obaveza, za šta su značajno zaslužni neefikasan pravosudni sistem i blagi uslovi koje pravni poredak nameće. Potreba za zaštitom interesa poverilaca je naročito izražena u preduzećima čiji je nastavak poslovanja doveden u pitanje usled nesposobnosti plaćanja obaveza i visokih kumuliranih gubitaka. Visoko učešće obaveza u ukupnim izvorima finansiranja ne mora da predstavlja ograničenje za funkcionisanje privrede u celini. Ipak, kada su u pitanju preduzeća čiji finansijsko strukturni problemi ne leže samo u strukturi kapitala, već i nerentabilnosti, rast obaveza i negativnog NOK je zabrinjavajući trend koliko i topljenje vlasničkog kapitala i kapitala poverilaca. Tabela 1 prikazuje procentualno učešće pojedinih sektora u privredi posmatrano sa aspekta strukture NOK.

Tabela 1. Sektorska struktura NOK privrede Srbije u 2013, u %

	Razmenjivi sektori			Nerazmenjivi sektori		
	Ukupno	Sektor C	Sektor D	Ukupno	Sektor F	Sektor G
Broj preduzeća	23,88	18,20	0,73	76,12	8,02	35,33
Sopstveni kapital	51,02	17,65	19,92	48,98	10,25	13,13
<b>Gubitak iznad kapitala</b>	<b>41,89</b>	<b>32,44</b>	<b>2,92</b>	<b>58,11</b>	<b>10,65</b>	<b>21,81</b>
Stalna imovina	50,70	19,16	18,34	49,30	11,34	10,88
Sopstveni NOK	46,39	27,77	8,70	53,61	13,29	10,81
Dugoročna rezervisanja	52,50	19,20	8,50	47,50	18,34	7,60
Dugoročne obaveze	38,94	24,74	6,06	61,06	10,02	13,73
<b>NOK</b>	<b>70,77</b>	<b>39,84</b>	<b>17,81</b>	<b>29,23</b>	<b>23,53</b>	<b>1,40</b>

Izvor: Obračun autora prema podacima Agencije za privredne registre

Iako oko tri četvrtine preduzeća posluje u okviru nerazmenjivih sektora, učešća razmenjivog i nerazmenjivog sektora privrede Srbije u sopstvenom kapitalu, vrednosti stalne imovine i zaliha su približno ujednačena. Opterećenost kapitala poverilaca gubicima iznad visine vlasničkog kapitala je veća kod grupe nerazmenjivi sektori i iznosi 58%. Posmatrano po pojedinačnim sektorima prema učešću u gubicima privrede iznad kapitala dominiraju sektori prerađivačke industrije, trgovine i građevinarstva sa oko 32%, 22% i 11% respektivno.

Neto obrtni kapital obe grupe sektora je negativan u periodu 2009-2013, sa izuzetkom u 2012. godini kada je neto obrtni kapital ukupnog nerazmenjivog sektora bio iznad nule. Posmatrajući determinante pozitivnog NOK-a primetno je da su dugoročne obaveze najveće upravo u toj godini, što za rezultat ima pokriće dugoročno vezane imovine iz dugoročnih izvora finansiranja u celini. Kada se posmatra struktura izvora finansiranja, dugoročni pozajmljeni izvori su znatno zastupljeniji u okviru nerazmenjivog sektora. Negativan NOK nerazmenjivog sektora u iznosu od 175.194 miliona dinara čini oko 29% ukupnog neto obrtnog kapitala na nivou privrede u 2013. godini, gde dominira sektor građevinarstva sa oko 23%. Preko 70% negativnog NOK privrede se odnosi na preduzeća u okviru razmenjivog sektora sa dominantnim učešćem prerađivačke industrije od 37% i sektora snabdevanja električnom energijom, gasom i parom i klimatizacija sa nepunih 18%.

Finansijska pozicija privrede Srbije je loša, a tome naročito doprinose određeni privredni segmenti. Nedostatak dugoročnih izvora za finansiranje stalne imovine je karakteristika grupe preduzeća u stečaju i likvidaciji, kao i preduzeća u restrukturiranju. Struktura NOK problematičnih grupa preduzeća je prikazana u tabeli 2.

*Tabela 2. Učešće pojedinih segmenata u NOK privrede Srbije u 2013, u %*

Privredna društva	Stečaj i likvidacija	Restrukturiranje
Broj društava	5,3	0,2
Sopstveni kapital	1,2	1,4
<b>Gubitak iznad kapitala</b>	<b>26,9</b>	<b>16,2</b>
Stalna imovina	2,4	3,6
Sopstveni NOK	15,0	13,2
Dugoročna rezervisanja	9,5	12,0
Dugoročne obaveze	4,2	5,5
<b>NOK</b>	<b>53,0</b>	<b>40,0</b>

*Izvor: Obračun autora prema podacima Agencije za privredne registre*



Sa negativnim NOK od 317.362 miliona dinara, preduzeća u stečaju i likvidaciji čine 53% ukupnog negativnog NOK privrede. Negativan iznos od 239.563 miliona dinara pokazuje da se 40% negativnog NOK privrede cele privrede odnosi na preduzeća u restrukturiranju. Problematičnost pomenutih segmenata po pitanju uticaja na finansijsko-strukturnu nesigurnost privrede Srbije se ogleda i u njihovom značajnom učešću u ukupnom gubitku iznad kapitala i to u slučaju preduzeća u stečaju i likvidaciji oko 27%. Sto pedeset preduzeća u restrukturiranju u 2013. godini čini brojno mali deo privrede, ali u ukupno ostvarenim gubicima koji terete kapital poverilaca cele privrede učestvuju sa 16,2%.

Preduzeća u stečaju i likvidaciji čine oko 5% ukupnog broja privrednih društava u 2013. godini. Broj preduzeća je povećan od 2009. godine kada ih je bilo 2.761 na 5.029 u 2013. godini, a globalna ekonomska kriza je takođe doprinela tom povećanju. Veći problem od rastućeg broja preduzeća u stečaju i likvidaciji jeste činjenica da mnoga preduzeća koja formalno posluju suštinski ispunjavaju uslove za pokretanje stečajnog postupka. Svrha pokretanja stečaja jeste najpovoljnije kolektivno namirenje stečajnih poverilaca, što je ostvarivo ukoliko se postupak pokrene ubrzo nakon ispunjavanja stečajnih uslova. S obzirom da se namirenje poverilaca vrši iz sredstava koja se dobijaju prodajom delova imovine ili preduzeća u celini, svako odlaganje zvaničnog pokretanja stečaja i izbegavanje pravnih sankcija u takvim preduzećima vodi daljem nagomilavanju gubitaka i smanjenju kapitala poverilaca.

Poverioci trpe štetu u slučaju nepokretanja stečajnog postupka ukoliko preduzeća postepeno gube imovinu. Prodaja imovine po ceni nižoj od realne, priznavanje fiktivnih potraživanja, potpisivanje štetnih ugovora i nepovoljnih poravnana su aktivnosti koje štete poveriocima. Odlaganje pokretanja stečaja ali i dug stečajni postupak poverioce dovodi u situaciju da imaju pravo na naplatu potraživanja, ali ne i novac koji im pripada zbog nedostatka sredstava na računu dužnika. Iako su stečajni upravnici nagradom motivisani da se stečaj završi u što kraćem roku i da obezbede što veći stepen namirenja poverilaca, stečaj u Srbiji traje dugo. Prema podacima Agencije za licenciranje stečajnih upravnika, od ukupno 5.286 predmeta evidentiranih do 02. marta 2015. godine, manje od dve godine traje 2.580 stečajnih postupaka a 2.705 traje od 2 do 15 godina. Ukupno prosečno vreme trajanja je oko dve i po godine. Razlozi su najčešće neregulisana vlasnička i ostala prava, nepotpuna dokumentacija, problemi na koje se nailazi tokom sudskih postupaka, uknjižavanja imovine i tokom pronalaženja zainteresovanih kupaca.

Rezultat okončanja stečaja može da bude gašenje preduzeća i njegovo brisanje iz privrednog registra. Ipak, stečaj se posmatra i kao pravni model na osnovu koga bi

preduzeća mogla da se spasu. Reorganizacijom, koja prema Zakonu o stečaju podrazumeva pre svega podobnost za reorganizaciju, zainteresovanost vlasnika i poverilaca ali i sprovođenje adekvatnih mera, moguće je održavati funkcionisanje preduzeća. Podobnim za reorganizaciju smatraju se nesolventna preduzeća koja još uvek sprovode poslovne aktivnosti delom ili u celini, imaju prinosnu snagu koja može biti ojačana sprovođenjem određenih mera a gubici nisu značajno veći od neraspodeljene dobiti i rezervi preduzeća (Škarić-Jovanović, 2011). Treba imati u vidu da se mali broj preduzeća koja uđu u plan reorganizaciju zaista oporavi. Jedan od načina da se prevaziđu finansijske neprilike je finansijska reorganizacija čiji je cilj smanjenje ukupne opterećenosti preduzeća dugovima (Todorović, 2010). Restrukturiranje dugova kao ključna poluga reorganizacije, treba da omogući poslovno i finansijsko ozdravljenje, i to kroz oprost dela duga ili putem smanjenja kamatnih stopa, promene dinamike otplate duga i prolongiranja rokova dospeća. Konverzija dugova u sopstveni kapital je jedna od ne retko korišćenih dimenzija restrukturiranja duga.

Tokom privatizacije određena preduzeća su pokretanjem postupka restrukturiranja izbegla stečaj uz obrazloženje da preduzeća imaju potencijala i da mogu nastaviti poslovanje. Ipak, mnoga očekivanja po pitanju novih investicija, uvođenja savremenih oblika organizovanja i upravljanja, porasta proizvodnje, ulaska na nova tržišta i nove segmente, bila su izneverena. Preduzeća koja su uspela da opstanu u statusu restrukturiranja, u najvećem broju slučajeva su nastavila poslovanje sa gubitkom koji često prelazi visinu sopstvenog kapitala. Rezultati istraživanja i analize finansijske sigurnosti preduzeća u restrukturiranju iz 2012. godine pokazuju da 93 od 152 analizirana preduzeća beleži gubitak iznad visine sopstvenog kapitala (Vukelić et al., 2014). U pitanju su preduzeća koja se nisu razvijala niti prilagođavala tržištu, već su poslovno i resursno devastirana. Država je odvajala sredstva za njihovo funkcionisanje, ali su izdvojena sredstva služila za isplatu zarada, finansiranje socijalnih programa viškova zaposlenih, a veoma malo za obrtna sredstva i razvoj. Ulaganja u modernizaciju i povećanje kapaciteta gotovo da nije bilo (Stošić, 2014).

Ekonomski posmatrano, krizu preduzeća kod kojih je izgubljen ceo sopstveni kapital, opravdano je okončati proglašenjem bankrotstva. Nesolventna preduzeća koja inače ne posluju duži vremenski period a oprema je zastarela, smatraju se čak i nepodobnim za reorganizaciju. Završetak procesa restrukturiranja bivših društvenih preduzeća je jedna od najvažnijih strukturnih reformi koje je potrebno sprovesti, kako bi se obezbedili uslovi za povećanje efikasnosti domaće privrede. Razrada plana, definisanje rokova i predviđanje budžetskih sredstava za njegovu realizaciju je sastavni deo tog procesa.

Postizanje finansijsko strukturne ravnoteže podrazumeva i rešavanje problema koji postoje u oblasti zakonske regulative i kvaliteta njene primene. Stečaj se posmatra kao instrument zaštite interesa poverilaca a njihova zaštita kao zadatak stečajnog zakona. Zakonom je definisano da u preduzećima u kojima postoji trajnija ili preteća nesposobnost plaćanja dospelih obaveza, treba pokrenuti stečajni postupak. Na ovaj način se iz privrede eliminišu preduzeća koja nisu u mogućnosti da nastave poslovanje ili se sprovede mere oporavka kako bi se pokrenulo uspešno poslovanje. Važećim zakonom o stečaju kao mogući razlozi za pokretanje stečaja se navodi i prezaduženost ili nepostupanje po usvojenom planu reorganizacije i ukoliko je plan reorganizacije izdejstvovan na nezakonit način. Opstanak preduzeća čiji gubitak prelazi visinu sopstvenog kapitala, a vrednost imovine ne pokriva postojeće obaveze se ne može smatrati ekonomskim opravdanim. Ipak u praksi je veliki broj primera koji pokazuju da se dugo odlaže primena jasno definisanih odredbi po pitanju rokova izmirenja obaveza i eventualnom sankcionisanju. Bilo da su u pitanju strateški važna preduzeća ili ne, pokretanje bankrotstva ili reorganizacije je važan korak kako bi se bar zaustavilo produblјivanje finansijsko-strukturne nesigurnosti.

Finansijska nedisciplina određene grupe preduzeća koja pravno nije kažnjavana već je dugo tolerisana, u značajnoj meri je ugrozila finansijsku sigurnost privrede u celini. Zasluge u tome ima i stari Zakon o privatizaciji čije odredbe su se odnosile na zabranu naplate potraživanja od strane poverilaca preduzeća u restrukturiranju. Na ovaj način se štiteći opstanak preduzeća u restrukturiranju direktno nanosila šteta poveriocima tih preduzeća, prvenstveno kroz jačanje kratkoročnog finansijskog rizika kome su bili izloženi i neravnopravni položaj u kome nisu mogli da naplate svoja potraživanja a njihove obaveze su dospevale. Dodatna šteta se odnosi na povećanje rizika naplate potraživanja od strane preduzeća čiji se gubici postepeno povećavaju i iznad visine vlasničkog kapitala topeći kapital poverilaca. Profesor Orsag (2011) smatra da su gospođe tranzicija i privatizacija u saradnji sa gospodinom pravosuđem dali blagi skandalozni glanc istoriji hrvatskog tržišta kapitala u tranzicijskim uslovima. Ne zanemaruje ni doprinos politike, kao jedne od najstarijih djelatnosti u istoriji čovječanstva. Pomenuti faktori su značajan trag ostavili i na strukturne i finansijsko-strukturne promene srpske privrede.

Usvajanjem novog Zakona o privatizaciji formalno i institucionalno su stvoreni neophodni uslovi za nastavak i okončanje procesa restrukturiranja i privatizacije u Republici Srbiji. Korak koji sledi jeste efikasna realizacija zakonom predviđenih modela privatizacije i mera za pripremu i rasterećenje obaveza subjekata privatizacije. Unapređenje kvaliteta primene je neophodno i u slučaju Zakona o

rokovima izmirenja novčanih obaveza u komercijalnim transakcijama koji već predviđa obračun i plaćanje zateznih kamata na novčane obaveze koje nisu izmirene u definisanim rokovima.

## ZAKLJUČAK

Situacija u kojoj pojedinačan privredni entitet deo stalne imovine finansira iz kratkoročnih izvora a poslovanje iz godine u godinu završava gubitkom loše utiče na finansijsku strukturu privrede u celini. Privreda Srbije već godinama beleži negativan neto obrtni kapital i negativan neto finansijski rezultat. Polazeći od osnovnih determinanti finansijsko-strukturne stabilnosti koje su u radu analizirani, važno je naglasiti značaj unapređenja imovinske pozicije, strukture izvora finansiranja i zarađivačke sposobnosti učesnika privrednih delatnosti.

Jačanje proizvodnih kapaciteta, kapitalna ulaganje, nove proizvodne tehnologije kao osnova unapređenja proizvodnih aktivnosti mogu doprineti profitabilnom poslovanju i povećanju sopstvenog kapitala iz internih izvora. Neto obrtnom kapitalu privrede Srbije nedostaju zdravi izvori finansiranja, kako u obliku sopstvenog kapitala koji neće biti opterećen prevelikim i kontinuiranim gubicima, tako i kao kvalitetni dugoročni pozajmljeni izvori. Privlačenje dodatnog vlasničkog kapitala i sticanje uslova za obezbeđenje pozajmljenih izvora finansiranja pod povoljnijim uslovima podrazumeva unapređenje makroekonomske stabilnosti.

Dugoročnom rešavanju problema finansijsko-strukturne nestabilnosti privrede doprinosi finansijsko disciplinovanje preduzeća, pokretanje stečajnog postupka u preduzećima koja ne funkcionišu a čije finansijske performanse narušavaju finansijsku sigurnost čitave privrede. Brže sprovođenje stečajnog postupka, veće namirenje stečajnih poverilaca, pronalaženje načina na koje će preduzeća u fazi restrukturiranja i reorganizacije moći da nastave da posluju uspešno su neophodne aktivnosti kako bi se promene finansijske sigurnosti privrede Srbije ubuduće odvijale u pozitivnom smeru.

Stanje i razvoj finansijske strukture privrede Srbije tokom kriznog perioda dramatično podižu kratkoročne i dugoročne rizike ne samo postojećih, nego i potencijalnih investitora i poverilaca. Oklevanje u donošenju i sprovođenju pravih reformskih odluka doprinosi gubljenju sopstvenog kapitala na nivou privrede, što svakako umanjuje šanse za uspešan izlazak iz krize. Privreda u recesiji sa problemima nezaposlenosti, makroekonomske stabilnosti, kvaliteta primene

zakona, nema vremena za odlaganje strukturnih reformi bez kojih nema unapređenja poslovne i investicione klime.

## LITERATURA

1. Agencija za licenciranje stečajnih upravnika, *Statistika stečajnih postupaka*, <http://alsu.gov.rs/latinica-statistika-stecajnih-postupaka/> [posećeno 04.03.2015]
2. Agencija za privredne registre (2011), *Saopštenje o poslovanju privrede u Republici Srbiji u 2010. godini*, dostupno na: <http://www.apr.gov.rs/Portals/0/GFI/MakroSaopstenja/2009/Saopstenje%20privreda%202010.pdf> [posećeno 05.12.2014]
3. Agencija za privredne registre (2012), *Saopštenje o poslovanju privrede u Republici Srbiji u 2011. godini*, dostupno na: <http://www.apr.gov.rs/Portals/0/GFI/MakroSaopstenja/2011/Saopstenje.pdf> [posećeno 05.12.2014]
4. Agencija za privredne registre (2013), *Saopštenje o poslovanju privrede u Republici Srbiji u 2012. godini*, dostupno na: <http://www.apr.gov.rs/Portals/0/GFI/MakroSaopstenja/2012/Saopstenje%20privreda%20FI2012%20-%20komplet.pdf> [posećeno 10.11.2014]
5. Agencija za privredne registre (2014), *Saopštenje o poslovanju privrede u Republici Srbiji u 2013. godini*, dostupno na: <http://www.apr.gov.rs/Portals/0/GFI/MakroSaopstenja/2013/SAOPSTENJE%20o%20poslovanju%20privrede%20u%20Republici%20Srbiji%20u%202013.godini.pdf> [posećeno 10.11.2014]
6. Malinić, D. i Milićević, V. (2012), Overcoming Financial Structural Disorders as a prerequisite for strengthening the competitiveness of Serbian economy, *Ekonomika preduzeća*, br. 1-2/2013, Savez ekonomista Srbije, Beograd, str. 317-328
7. Orsag, S. (2011), Budućnost malih tranzicijskih emerzivnih tržišta, *Acta economica*, Ekonomski fakultet, Banja Luka, br.14/2011, str. 37-68
8. Ranković, J. i Ilić, G. (1997), Analiza rentabiliteta i finansijskog položaja privrede SRJ, *Ekonomika preduzeća*, br. 3-4/1997, Savez ekonomista Srbije, Beograd, str. 407-424
9. Službeni glasnik Republike Srbije, Zakon o privatizaciji, br. 83/2014
10. Službeni glasnik Republike Srbije, Zakon o rokovima izmirenja novčanih obaveza u komercijalnim transakcijama, br. 119/2012
11. Službeni glasnik Republike Srbije, Zakon o stečaju, br. 104/2009, 99/2011, 71/2012 i 83/2014

12. Stošić, I. (2014), *Uticaj postojećeg modela privatizacije na stanje industrijskog sektora Srbije*, u *Deindustrijalizacija u Srbiji: Mogućnosti revitalizacije industrijskog sektora*, Institut ekonomskih nauka, Beograd i Beogradska bankarska akademija, str. 193-204
13. Škarić-Jovanović, K. (2011), *Finansijsko izveštavanje preduzeća u bankrotstvu*, *Acta economica*, Ekonomski fakultet, Banja Luka, br.14/2011, str. 9-36
14. Todorović, M. (2010), *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd
15. Vukelić, G., Stevanović, S. i Belopavlović, G. (2014), *Analiza finansijske strukture preduzeća u restrukturiranju - prerađivačka industrija*, u *Deindustrijalizacija u Srbiji: Mogućnosti revitalizacije industrijskog sektora*, Institut ekonomskih nauka, Beograd i Beogradska bankarska akademija, str. 673-689

## **SUMMARY**

---

### **FINANCIAL AND STRUCTURAL CHANGES IN SERBIAN ECONOMY AND PROTECTION OF CREDITORS IN THE PERIOD OF FINANCIAL CRISIS**

---

*Rooted financial imbalance is a general characteristic of Serbian economy. The structural imbalance of resources and their funding sources followed by a continuous accumulation of losses, deteriorating liquidity and increasing indebtedness reflect the financial position of the economy as a whole. The aim of the paper is to analyze the financial structure of the Serbian economy, with special emphasis on identifying the industry segments in which the interests of creditors are threatened. Impaired financial security is reflected in a negative net working capital, so that the state and development of the financial structure during the five-year period are analyzed using the net working capital. The long delay in resolving problems in companies with a distinct financial imbalance, inadequate legal framework and inadequate law enforcement, in addition to disrupting the financial structure of the economy as a whole, they also endanger the interests of capital owners and creditors of individual group companies. Therefore, a special section of the paper analyzes the factors and segments of the companies that impair the image of the Serbian economy's financial structure.*

*Key words: structural financial changes, Serbian economy, net working capital*