

Časopis „Poslovne studije“, 2014, 11-12:
Rad primljen: 10.03.2014.
Rad odobren: 31.03.2014.

UDK 336.127:658.5(497.6RS)
DOI: 10.7251/POS1412079D
Originalan naučni rad

Duvnjak dr Valentina¹
Babić dr Zoran²

OCJENE I PRAVCI FINANSIJSKOG RESTRUKTURIRANJA U REPUBLICI SRPSKOJ

Rezime: *Finansijsko restrukturiranje najviše se sprovodi kao dio dugoročnog programa revitalizacije ili daljeg poboljšanja efikasnosti preduzeća.*

Finansijskom restrukturiranju prethodi finansijska analiza. Finansijski rezultati preduzeća, ukoliko se pažljivo interpretiraju, iskazuju njegove aktivnosti. Postoje dvije vrste finansijske analize: analiza finansijskog rezultata i analiza finansijskog položaja preduzeća. Finansijski rezultat redovne aktivnosti je dobar pokazatelj perspektive preduzeća. Finansijski položaj preduzeća dinamički posmatrano zavisi od visine novčanih tokova i formulisanja racionalne funkcije preduzeća. Novčani tok je korisna informacija za procjenjivanje solventnosti preduzeća, posebno u uslovima velike neizvjesnosti.

U većini preduzeća u RS neadekvatna politika finansiranja dovela je preduzeća u krizu. Prema mišljenju većine menadžera finansijsko restrukturiranje treba da ide u pravcu opraštanja ili reprograma dugova. Ova mjera nije ispravna, jer menadžeri koji svoj posao nisu dobro radili, bili bi nagrađeni, umjesto kažnjeni. Preduzeća bi trebala da imaju višedimenzionalni integrisani plan finansijskog restrukturiranja koji bi obuhvatao promjene u poslovnoj strategiji, promjene u finansiranju, promjene u investicijama, sistemima kontrole, marketingu, proizvodnji i ljudskim resursima.

¹ Docent doktor, Univerzitet za poslovne studije Banja Luka, Jovana Dučića 23a, duvnjak@univerzitetps.com

² Docent doktor, Univerzitet za poslovne studije Banja Luka, Jovana Dučića 23a, zoran.babic@univerzitetps.com

Ključne riječi: *finansijsko restrukturiranje, dugovi, aktivnosti, preduzeće.*

Jel klasifikacija: *G3*

UVOD

Finansijsko restrukturiranje preduzeća ima za cilj postizanje odgovarajućeg odnosa vlastitog i pozajmljenog kapitala koji omogućava preduzeću primjenu odgovarajuće strategije revitalizacije i postizanje solventnosti. Prije postupka finansijskog restrukturiranja potrebno je analizirati finansijski položaj preduzeća. Najčešće aktivnosti finansijskog restrukturiranja su: konverzija cijelog ili dijela duga banke u imovinu ili akcije preduzeća, konverzija neplaćenih kamata u dug preduzeća, promjene uslova plaćanja duga, restrukturiranje javnog duga i nove pozajmice.

1. OCJENE FINANSIJSKOG RESTRUKTURIRANJA

Finansijsko restrukturiranje bi se moglo definisati kao proces izazivanja diskontinuiteta i značajnih promjena strukture kapitala na osnovu promjena odnosa između vlastitog kapitala i dugoročnih dugova, ili promjena unutrašnjih odnosa u svaka od ova dva izvora finansiranja. Kako promjena u strukturi dugova ili u strukturi vlastitog kapitala mijenja i strukturu kapitala, tako definicija pojma finansijskog restrukturiranja, pored promjena odnosa vlastitog kapitala i dugova uključuje i promjene u strukturi vlastitog kapitala – strukturi vlasništva – i promjene u strukturi dugova. Promjene u strukturi kapitala se moraju posmatrati zajedno sa promjenama u strukturi vlasništva. Prethodna definicija finansijskog restrukturiranja razmatra uticaj promjene odnosa vlastitog kapitala i dugoročnih dugova na strukturu vlasništva i uvažava tvrdnju da su u poslovnoj praksi pojedine tehnike finansijskog restrukturiranja sračunate na izazivanje promjena samo u strukturi dugova ili samo u strukturi vlasništva.

Finansijsko restrukturiranje se najviše sprovodi proaktivno, kao dio dugoročnog programa revitalizacije ili daljeg poboljšanja efikasnosti preduzeća. Finansijsko restrukturiranje se može primjenjivati kao sastavni dio širih programa restrukturiranja, kao rezultat prethodne primjene drugih oblika restrukturiranja ili u cilju omogućavanja primjene drugih oblika restrukturiranja. Moglo bi se reći na osnovu toga da finansijsko restrukturiranje nije samo sebi cilj nego je povezano sa stratejskim planovima preduzeća. Finansijska struktura ne definiše strategiju preduzeća nego je instrument te strategije. Stoga, kada se primijene novi strateški planovi, finansijska struktura se podesi u cilju teorijske promjene smjerova, tokova sredstava preduzeća, a sve u skladu sa novim planom. Međutim, u praksi su česte situacije gdje se finansijsko restrukturiranje primjenjivalo odvojeno od drugih promjena u preduzeću, pa iz tih razloga može se zaključiti da ono ipak samo po sebi može biti cilj.

Konačan cilj finansijskog restrukturiranja je postizanje odgovarajućeg odnosa vlastitog i pozajmljenog kapitala koji omogućava preduzeću primjenu odgovarajuće strategije revitalizacije i postizanje solventnosti. Prema Modigliani Milerovoj (MM) teoriji strukture kapitala, odnos sopstvenog i pozajmljenog kapitala je nebitan. Pogotovo u uslovima savršenog tržišta kapitala, vrijednost kapitala je nezavisna od strukture kapitala. Prema ovoj teoriji, optimalna struktura kapitala kojom se maksimizira vrijednost preduzeća može da bude ona u kojoj je učešće zaduženosti 100 procenata, jer postojanje poreskih odbitaka na kamatna plaćanja uzrokuje da vrijednost preduzeća raste. Zaključci MM teorije o irelevantnosti strukture kapitala nisu tačni. Ova teorija je zanemarila da su poreske uštede po osnovu kamata neizvjesne i da korišćenjem i drugih poreskih oslobođanja preduzeće može da umanjí svoju poresku osnovicu (Duvnjak, 34-35). Ukoliko je preduzeće vitalno, glavna odgovornost menadžera je rast vrijednosti preduzeća. Procedura revitalizacije obuhvata postizanje stabilnosti, a potom povećanje vrijednosti. U namjeri ostvarenja konačnog cilja eksterne interesne grupe imaju moguće ili stvarne gubitke i smanjuju svoje interese prema preduzeću. Povjerioci smanjuju knjigovodstvenu vrijednost dugova preduzeća ili

konvertuju dugove u akcije ili drugi oblik imovine preduzeća. Finansijsko restrukturiranje je važan segment ukupne strategije revitalizacije preduzeća, tako da je potrebno omogućiti podršku svih aktera zainteresovanih za njegov opstanak. Predložena opcija finansijskog restrukturiranja treba da uvjeri sve zainteresovane aktere da je u njihovom interesu da podrže plan i njihovu finansijsku strukturu.

Refinansiranje se primjenjuje dok se ne postigne najbolja alternativa. Kratkoročno finansiranje omogućava finansiranje izrade poslovnog plana preduzeća i prijedloga refinansiranja. U ovoj fazi ključne interesne grupe obezbjeđuju pozajmice. U određenim slučajevima akcionari mogu obezbijediti podršku, što je veoma rizična pozicija za preduzeće. U slučaju nesolventnosti preduzeća, različiti zainteresovani akteri imaju različite prioritete. Ovo područje je zakonski regulisano, a za menadžere je bitno da shvate prava različitih povjerilaca. Kratkoročno finansiranje se sastoji iz tri faze.

Prva, u kojoj se određuje trenutna finansijska situacija preduzeća. Ova faza obuhvata trenutne obaveze prema svim povjeriocima i utvrđivanje olakšica kod svih dobavljača i finansijera. Tokom perioda opstanka preduzeća na pozitivnoj strani nalazi se raspoloživa gotovina. Tokom izrade strategije revitalizacije i sporazuma o dugoročnoj finansijskoj rekonstrukciji, poslovanje će odrediti novčani tokovi.

Druga, koja predstavlja utvrđivanje perspektive preduzeća, i u kojoj se razmatraju mogućnosti revitalizacije i obezbjeđivanje potrebne finansijske podrške. Ovo je teška i kritična faza procesa kratkoročnog refinansiranja, jer ukoliko se procijeni da je situacija bezizlazna, pokreće se postupak stečaja.

Treća, koja počinje zahtjevom za kratkoročnu podršku koji se upućuje povjeriocu ili banci. Potrebno je da menadžeri jasno i otvoreno predoče sve potrebne informacije o preduzeću i način vraćanja kratkoročnog kredita. Faktori koji negativno utiču na proces refinansiranja su: broj povjerilaca, veličina i složenost poslovanja preduzeća i iznos kratkoročnog kredita.

Prilikom kratkoročnog refinansiranja potrebno je uzeti u obzir (Slatter 1999, 313):

- *Neophodan vremenski period* u kom će se izvršiti kratkoročno refinansiranje. Neophodan vremenski period zavisi od konkretne situacije u preduzeću, ali ne smije biti kraći od dva do tri mjeseca.
- *Restrukturiranje dugova sa postojećim povjeriocima*, jer je to jednostavnije nego da se pronalaze novi izvori finansiranja.
- *Minimiziranje izbora potrebnih sredstava*, jer je neophodan hitan odgovor povjerioca, a najbolja je opcija kad preduzeće može prebroditi period opstanka bez novih dugova.
- *Odbijanje dodatnih zahtjeva povjerioca*, odnosno menadžeri treba da daju garanciju samo za iznos novog kredita. Banke žele potpunu sigurnost i traže dodatne garancije koje prevazilaze iznos novog kredita, a jasno je da preduzeće nije u mogućnosti da daje takve garancije kreditorima.
- *Objašnjenje mogućnosti povjerioca od kojih se podrška traži*. Koja je njihova najgora pozicija i koju moć imaju povjerioci u preduzeću.

Finansijsko restrukturiranje iziskuje značajna finansijska sredstva i preduzeće uzimanjem dodatnih pozajmica od eksternih povjerioca može da pokrije ove troškove, a da bi cijeli proces bio transparentan, povjeriocima je potrebno pružiti sve neophodne informacije. Aranžmani sa bankama se ugovaraju zavisno od veličine ukupnih dugova i ozbiljnosti krize. Menadžeri ugovaraju termine, troškove i obim olakšica tokom perioda mirovanja duga preduzeća. Pod određenim okolnostima je potrebno zahtijevati podršku ključnih dobavljača i utvrditi moratorijum. Dobavljačima je u interesu da preduzeće opstane. Moratorijum se koristi ukoliko postoji nekoliko ključnih dobavljača i potreba da im kanali distribucije budu dostupni (npr. u sektoru distribucije nafte i gasa). Rezultati kratkoročnog refinansiranja su promijenjeni uslovi finansiranja (privremeno mirovanje dugova, produžavanje rokova plaćanja, konverzija kamata u kapital preduzeća) ili dodatne kratkoročne pozajmice kod kojih su veće kamatne stope. Kratkoročno refinansiranje omogućava preduzeću vitalan prostor za predah tokom kojeg se razvija plan revitalizacije i obnavljanja kredibiliteta sa ključnim partnerima.

Osnovni cilj dugoročnog finansijskog restrukturiranja jeste da se obezbijedi solventnost i sposobnost primjene odgovarajuće strategije revitalizacije dok se servisiraju postojeći i novi dugovi. Menadžeri se moraju motivisati, a povjerenje povjerilaca povratiti. Preduzeće treba da odgovori na pitanja: da li ono ima budućnost, da li postoji realna mogućnost za povećanje vrijednosti, da li postoji odgovarajući upravljački tim koji će primijeniti strategiju revitalizacije i da li će banke dobiti novac i povećati vjerovatnoću revitalizacije? Pozitivni odgovori na ova pitanja znače i veću vjerovatnoću da će preduzeće pronaći najpovoljniju strukturu kapitala. Svi zainteresovani akteri trebaju učestvovati u procesu restrukturiranja koji vremenski traje dugo i nosi visoke troškove.

Restrukturiranje dugova vrši se u tri faze. To su (Giddy 2004, 34-35) :

- **Prva faza**, u kojoj se precizno utvrđuju postojeći dugovi, poslije čega se procjenjuje sposobnost novog zaduživanja. Moguće opcije su: smanjenje kamata, konverzija duga u akcije, uzimanje novih kredita ili prodaja imovine.
- **Druga faza**, u kojoj se nakon uzimanja kredita od banke procjenjuje moguća struktura kapitala. Faktori koji utiču na rezultirajuću strukturu su: postojeća struktura kapitala, novi finansijski zahtjevi poslovanja, trenutna i moguća vrijednost preduzeća, kredibilitet menadžera, relativna sposobnost zaduživanja i porezi.
- **Treća faza**, u kojoj menadžer razmatra rekapitalizaciju. Procjenjuje se trenutna vrijednost preduzeća metodom neto sadašnje vrijednosti novčanih tokova.

Finansijsko restrukturiranje uglavnom obuhvata sljedeće aktivnosti: konverziju cijelog ili dijela duga banke u imovinu ili akcije preduzeća, konverziju neplaćenih kamata u dug preduzeća, promjene uslova plaćanja duga, restrukturiranje javnog duga i nove pozajmice. Ključna pitanja prilikom pregovaranja o dugovima su: koju vrijednost dati svakom od povjerioca i koji finansijski instrument svaki povjerilac treba da dobije. Cilj banaka prilikom finansijskog restrukturiranja preduzeća je održavanje prioritarnog položaja prilikom naplate potraživanja i minimalna konverzija dugova

u akcije preduzeća. U nekim slučajevima banke pokušavaju da osiguraju kontrolni paket akcija preduzeća.

Restrukturiranje dugova zahtijeva konstruktivan pristup i fokusiranje na vrijednost preduzeća. Za izgradnju odgovarajućeg procesa neophodne su sposobnosti analize, definisanja i distribucija vrijednosti preduzeća. Restrukturiranje dugova zahtijeva pojedinačan pristup, odnosno pristup od slučaja do slučaja. Tokom sistemske finansijske krize ključna je uloga posrednika u pregovorima između preduzeća i banaka. Posrednici treba da imaju znanje i iskustvo, čime smanjuju vrijeme za restrukturiranje, tako što prodajom imovine sprečavaju dodatne troškove. Da bi restrukturiranje bilo uspješno, potrebna je saradnja svih važnih aktera. Kada su dugovi koncentrisani između relativno malog broja preduzeća konsolidacijom loših zajmova u jedan entitet pospješuje se proces revitalizacije. Analiziranjem krize ukazuje se na sljedeće nedostatke finansijskog sistema: loša zakonska zaštita povjerilaca, homogenost dokumentacije o zajmovima, odsustvo sekundarnog tržišta kapitala, nepostojanje kreditnog biroa i neodgovarajući zakon o bankarstvu.

Pored restrukturiranja dugova, moguće je smanjenje dugova putem aukcije. Aukcija obuhvata bezgotovinske ponude povjerioca putem oprosta dijela duga. Dugovi se u kratkom roku moraju svesti na podnošljiv nivo, a postojeći vlasnici preferiraju da zadrže kontrolu. Proces se odvija tako što povjerioci nude dio duga koji će oprostiti, po principu: manji dug – veća mogućnost za brzu naplatu.

Restrukturiranje dugova je i najčešća mjera finansijskog restrukturiranja u postupku privatizacije. Preduzeća bi trebala da imaju višedimenzionalni integrisani plan finansijskog restrukturiranja koji bi obuhvatao promjene u poslovnoj strategiji, promjene u finansiranju, promjene u investicijama, sistemima kontrole, marketingu, proizvodnji i ljudskim resursima. Preduzeća koja nisu dovoljno atraktivna za investitore jer imaju stare dugove i neefikasne i nepotrebne određene poslovne funkcije koje više predstavljaju obaveze nego sredstva, a koje se mogu lako odvojiti, trebaju se restrukturirati prije privatizacije u cilju poboljšanja pregovaračke pozicije

prodavca. Prilikom privatizacije preduzeća postoje tri varijante mogućeg restrukturiranja (Carlin, Reenen and Wolfe 1999, 427-458):

- 1) da se restrukturiranje ostavi novim vlasnicima, a da se preduzeća privatizuju onakva kakva su u datom trenutku,
- 2) da se preduzeće djelimično restrukturira, a da poslije toga slijedi privatizacija,
- 3) da se preduzeće u potpunosti restrukturira prije privatizacije.

Činjenica je da se potpuno restrukturiranje prije privatizacije ne može uspješno izvršiti iako bi rezultiralo najvećim prihodima od privatizacije (ali i najvećim troškovima), zbog nedostatka stručnosti i nemogućnosti motivisanja menadžmenta i zaposlenih kod kojih su zbog restrukturiranja, a zatim privatizacije nesigurna radna mjesta. Veliki dio uzroka loših učinaka ostao bi i nakon predprivatizacionog restrukturiranja, a ni smjer restrukturiranja, uglavnom nije onaj koji bi kupac preferirao. Preduzeća treba djelimično restrukturirati prije privatizacije, jer u suprotnom ni solidna preduzeća ne mogu da privuku kupce. Prodaja preduzeća bez restrukturiranja po niskim cijenama predstavlja transfer društvenog blagostanja na kupce. Mjere finansijskog restrukturiranja koje su preporučene u procesu pripreme privatizacije obuhvataju redukciju strnih dugova prema državi, nadomješaj kapitala za nova ulaganja, ugovaranje zamjene dugova vlastitim kapitalom, restrukturiranje dugova kroz smanjenje kamatnih stopa, produženje dospjeća i djelimične otpise, nove emisije akcija simultano sa privatizacijom postojećeg vlastitog kapitala i transferom dijela priliva od prodaje u preduzeće (Ridley 1996, 24). Na početku procesa privatizacije veliki problem preduzeća su akumulirani dugovi u preduzećima i bankama, koji su rezultat nespemnosti vlada da usljed socijalnih konsekvenci, likvidiraju nerentabilna preduzeća ili da zaustave direktne subvencije i primoraju preduzeća da se sama staraju o finansiranju. To je često uzrokovano odsustvom oštih analiza od strane banaka, prilikom odobravanja kredita za ovakva preduzeća. Motivacija banaka da se tako ponašaju je njihovo uvjerenje da će se finansijska situacija preduzeća dužnika popraviti, u nastojanju da sačuvaju sredstva koja su već investirala u preduzeće, a koja će se izgubiti ukoliko preduzeće ode pod stečaj i bude likvidirano. Najve-

ći problem restrukturiranja preduzeća poslije privatizacije je neodgovarajući sistem upravljanja preduzećem. Visoka postprivatizaciona difuzija vlasništva prilikom masovne privatizacije besplatnom podjelom akcija i nedostatkom odgovarajućih kodifikovanih pravila upravljanja preduzećem su nepremostiva prepreku za pokretanje potrebnog restrukturiranja. Npostojanje finansijskog restrukturiranja ili njegovo dugo odgađanje doveli su do krupnog uništavanja vrijednosti u preduzećima. Restrukturiranje treba da obuhvati poslovnu, finansijsku funkciju i funkciju upravljanja. Treba napomenuti da je kod preduzeća koja su privatizaciju vršila direktnom prodajom kapitala manje izražen problem neodgovarajućeg upravljanja preduzećem.

2. ANALIZA FINANSIJSKOG POLOŽAJA PREDUZEĆA

Finansijski rezultati preduzeća, ukoliko se pažljivo interpretiraju, iskazuju njegove aktivnosti. Postoje dvije vrste finansijske analize – analiza finansijskog rezultata i analiza finansijskog položaja preduzeća (Rodić 1997, 177-198). Kada se vrši ocjena mogućnosti opstanka preduzeća neophodno je analizirati poslovne rezultate u više uzastopnih godina, što će pokazati vremenske periode u kojima se javljaju negativne tendencije, uzroke i njihovu jačinu. Finansijske informacije i finansijski menadžment su kritičan faktor uspjeha i postojanja preduzeća. Najkorisniji izvori informacija su: periodični bilansi i informacija o toku novca (Duvnjak 2013, 214).

Analizom strukture finansijskog rezultata utvrđuje se iz kog izvora on potiče. Ukoliko je preduzeće finansijski stabilno, pozitivan je finansijski rezultat iz redovne aktivnosti. Preduzeća sa finansijskim poteškoćama imaju visoke neposlovne i vanredne rashode, a uzroci su: otpis potraživanja, rashodovanje osnovnih sredstava, manjkovi i otpisi zaliha. Ukoliko je finansijski rezultat iz redovne aktivnosti negativan, preduzeće ima slabu perspektivu zbog toga što je mnogo teže otkloniti uzroke gubitka iz redovne aktivnosti. Finansijski položaj preduzeća, statički posmatrano, iskazuje se kroz sastav kapitala sa aspekta vlasništva i ročnosti-pasive i načina finan-

siranja imovine-aktive. Dinamički posmatrano zavisi od visine novčanih tokova i formulisanja racionalne funkcije preduzeća. Složenost i brojnost transakcija uslovljavaju nastanak periodičnih finansijskih izvještaja za mjerenje profita i finansijske pozicije. Novčani tok je predmet planiranja u cilju održavanja likvidnosti i instrument kontrole plana novčanih tokova i koristi se kao instrument finansijske analize za mjerenje prinosne snage u pogledu dopune dobitka i za analizu investicionih projekata, a jednak je zbiru amortizacije, troškova rezervisanja i neto dobiti. Novčani tok se koristi kao instrument finansijske analize za mjerenje prinosne snage u pogledu dopune dobitka i za analizu investicionih projekata. Novčani tok kao instrument prinosne snage obuhvata ukupan dobitak poslije oporezivanja, amortizaciju i troškove rezervisanja. Prilikom procjene finansijske snage ne uzimaju se u obzir isplaćene dividende akcionarima. Novčani tok je u suštini višak prihoda koji se, po plaćanju poreza na dobitak može koristiti za isplatu dividendi, učešća u dobitku, investiranja u osnovna sredstva ili za plaćanje dugoročnih zajmova. Tokom postojanja preduzeća očekuje se da će profit i vrijednost neto sredstava biti jednaki neto novčanom toku. U finansijskoj analizi novčani tokovi su instrument mjerenja finansijskog potencijala preduzeća za interno finansiranje. Analiza novčanih tokova je bitna za diferenciranje preduzeća sa problemima od vitalnih preduzeća. Dok neki autori smatraju da novčani tok nije značajan u predviđanju bankrota, istraživanja Sharma pokazuju da postoji logična veza između novčanih tokova i bankrota. Brojne istraživačke studije pokazale su irelevantnost informacija o novčanom toku za predviđanje poslovnog neuspjeha iz sljedećih razloga (Sharm 2001, 5-9): novčani tok iz operacija nije mjereno na odgovarajući način, neki istraživači nisu vršili validaciju svojih modela, studije nisu koristile analizu vremenskih serija, istraživači nisu uvažavali značaj varijabli i komponenti novčanog toka i koristili su brojne i različite racio brojeve, kao i širok opseg metoda i statističkih tehnika. Efekti ukupnog novčanog toka i njegovih komponenti na predikciju tačnosti neuspjeha obezbjeđuju bolje shvatanje veze između likvidnosti i finansijskih teškoća. Ispitivanje veze između komponenti novčanog toka omogućava shvatanje njegove varijabilnosti. Kod preduzeća koja imaju poteškoće, smanjuje se operativni novčani tok i povećavaju se prilivi novca od finan-

siranja i investiranja. Novčani tok je korisna informacija za procjenjivanje solventnosti preduzeća, posebno u uslovima velike neizvjesnosti. Kratkoročna likvidnost zavisi od efikasnosti upravljanja gotovinom. Izvještaj o primanjima i izdavanjima gotovine smatraju se za instrumente koji bi služili u opšte svrhe, što direktno proizlazi iz suprotstavljanja prihoda i troškova, koje se vrši na obračunskoj, a ne na gotovinskoj bazi. Izvještaj o novčanim tokovima izuzetno je koristan za upravljanje kratkoročnim finansijskim položajem, a naročito za ocjenu kratkoročne likvidnosti. Direktna komparacija finansijskih izvještaja pruža informativnu osnovu za procjenu uvođenja izvještaja o novčanim tokovima u tradicionalno računovodstvo preduzeća. Izvještaj o novčanim tokovima ima prednost u odnosu na bilanse stanja i uspjeha, naročito u oblasti procjene likvidnosti i solventnosti (Duvnjak 2013, 215).

3. PRAVCI FINANSIJSKOG RESTRUKTURIRANJA U REPUBLICI SRPSKOJ

Veliki broj preduzeća u Republici Srpskoj nalazi se u krizi. Kriza je prouzrokovana većim brojem faktora koji djeluju simultano. S obzirom da je, prema mišljenju menadžera, u najvećoj mjeri karakter krize finansijski i segment u kom treba da teče proces restrukturiranja finansijski, istraženo je viđenje menadžera u kom pravcu treba da teče proces finansijskog restrukturiranja i analizirana je opravdanost navedenih aktivnosti.

Finansijsko restrukturiranje predstavlja pregovore sa povjeriocima oko otpisa ili reprograma dugova. Osnovni cilj finansijskog restrukturiranja jeste da se redukuju obaveze i kreira pozitivna vrijednost kapitala. Da bi se postigla finansijska konsolidacija preduzeća, važnu ulogu ima izdvajanje poslovnih jedinica koje sa sobom nose i dio ukupnih dugova. Aktivnosti predviđene u okviru finansijskog restrukturiranja obuhvataju niz aktivnosti (*vidjeti Tabelu 1*).

Tabela 1: Aktivnosti u okviru finansijskog restrukturiranja

Red. br.	Mjere	Broj preduzeća
1.	Odlaganje plaćanja ili reprogramiranje duga preduzeća	64,29%
2.	Prenos obaveza sa jednog zavisnog preduzeća na drugo u okviru povezanih preduzeća	7,14%
3.	Otpisivanje glavnice duga, pripadajućih kamata ili drugih potraživanja	7,14%
4.	Konverzija novčanih potraživanja od strane povjerilaca sa većinskim državnim kapitalom u kapital preduzeća	-
5.	Ostale mjere (restrukturiranje aktive preduzeća i obezbjeđivanje likvidnosti sredstava i smanjenje troškova poslovanja)	21,43%

Izvor: (Duvnjak 2013, 279)

Pod finansijskim restrukturiranjem, većina anketiranih menadžera (64,29%) smatra odlaganje plaćanja ili reprogramiranje duga preduzeća. U 52,64% slučajeva karakter krize je finansijski, a za 50% slučajeva jak uzrok krize je prezaduženost. Prema tome, neadekvatna politika finansiranja je primarni uzrok krize, a opraštanjem dugova, menadžeri koji svoj posao nisu dobro radili, time bi bili nagrađeni umjesto kažnjeni. Ovakav oblik finansijskog restrukturiranja usporava postupak revitalizacije preduzeća, jer slabi finansijska disciplina preduzeća. Drugim mjerama, kao što je smanjenje troškova i generisanjem prihoda od prodaje djelova preduzeća, treba omogućiti vraćanje dijelova dugova. Odlaganje plaćanja ili reprogramiranje dugova je mogućnost za preduzeća koja imaju potencijala da u kraćem vremenskom periodu, odnosno u bliskoj budućnosti, ostvare prihode kojima će servisirati dugove. S obzirom na finansijsku situaciju većine anketiranih preduzeća, postavlja se pitanje da li ova mjera koju očekuje 64,29% menadžera može doprinijeti revitalizaciji preduzeća. Smatra se da je broj preduzeća koja imaju realne šanse da im se putem reprogramiranja dugova pruži osnova za uspostavljanje solventnosti mnogo manji nego očekivanja koja su menadžeri izrazili. Prenos obaveza sa jednog za-

visnog preduzeća na drugo ima za cilj da motiviše potencijalne investitore da kupe dio preduzeća i predviđen je u 7,14% anketiranih preduzeća. Zamjena dugova za udio u kapitalu preduzeća vrše samo povjerioci sa većinskim državnim kapitalom i država u cilju naplate budžetskih obaveza preduzeća. Ova mjera je formulisana smatrajući da se najveći dio dugova društvenih preduzeća odnosi na dugove prema državi, a zamjenom dugova za udio u kapital, tih preduzeća, država postaje vlasnik jednog dijela kapitala datih preduzeća prije procesa privatizacije.

ZAKLJUČAK

Finansijsko restrukturiranje preduzeća u RS treba da doprinese postizanju odgovarajućeg odnosa vlastitog i pozajmljenog kapitala, koji bi omogućavao preduzeću primjenu strategije revitalizacije i postizanje solventnosti. Aktivnosti finansijskog restrukturiranja koje su primjenjivala preduzeća u RS do sada, uglavnom su se odnosile na konverziju dijela ili cijelog duga banke u imovinu ili akcije preduzeća, konverziju neplaćenih kamata u dug preduzeća, promjene uslova plaćanja duga, restrukturiranje javnog duga i nove pozajmice. Pored restrukturiranja dugova, primjenjivala su se restrukturiranja putem aukcije, koja je obuhvatala bezgotovinske ponude povjerilaca putem oprosta dijela duga, gdje povjerioci nude dio duga koji će oprostiti po principu: manji dug – veća mogućnost za brzu naplatu.

U većini preduzeća u RS neadekvatna politika finansiranja je primarni uzrok krize, a opraštanjem dugova, menadžeri koji svoj posao nisu dobro radili, bili bi nagrađeni umjesto kažnjeni. Ovakav oblik finansijskog restrukturiranja usporava postupak revitalizacije preduzeća, jer slabi finansijska disciplina preduzeća. Drugim mjerama, kao što je smanjenje troškova i generisanje prihoda od prodaje dijelova preduzeća, treba omogućiti vraćanje dijelova dugova. Odlaganje plaćanja ili reprogramiranje dugova je mogućnost za preduzeća koja imaju potencijala da u kraćem vremenskom periodu, odnosno u bliskoj budućnosti, ostvare prihode kojima će servisirati dugove. S obzirom na finansijsku situaciju većine preduzeća,

postavlja se pitanje da li odlaganje plaćanja ili reprogramiranje dugova može doprinijeti revitalizaciji preduzeća. Smatra se da je broj preduzeća, koja imaju realne šanse da im se putem reprogramiranja dugova pruži osnovna za uspostavljanje solventnosti, mnogo manji nego očekivanja koja su menadžeri izrazili. Prenos obaveza sa jednog zavisnog preduzeća na drugo ima za cilj da motiviše potencijalne investitore da kupe dio preduzeća. Zamjena dugova za udio u kapitalu preduzeća vrše samo povjerioci sa većinskim državnim kapitalom i država u cilju naplate budžetskih obaveza preduzeća. Ova mjera je formulisana pod pretpostavkom da najveći dio dugova društvenih preduzeća čine dugovi prema državi, a zamjenom dugova za udio u kapitalu tih preduzeća država je postala vlasnik jednog dijela kapitala prije procesa privatizacije.

LITERATURA

1. Carlin, W., Reenen, J. and Wolfe, T. 1995. *Enterpriserestructuring in early transition: the case study evidence from Central and Eastern Europe*, Economics of Transition, Vol. 3.
2. Duvnjak, V., 2010. *Finansijsko restrukturiranje kompanija*, Beograd: Etno Stil.
3. Duvnjak, V., 2013. *Revitalizacija preduzeća u krizi*, Banja Luka: Centar za unapređenje korporativnog upravljanja.
4. Giddy, I. H., 2004. *Corporate financial restructuring*, New York: New York University.
5. Mikerević, D. 2001. *Finansijski menadžment*, Banja Luka: Ekonomski fakultet.
6. Ristić, Ž., Duvnjak, D., Grahovac, D., 2011. *Poslovne finansije versus finansijski menadžment*, Banja Luka: Univerzitet za poslovne studije
7. Rodić, D., 1997. *Teorija i analiza bilansa*, Beograd: Privrednik.

8. Sharma, B., 2004. *Marketing strategy, contextual factors and performance: An investigation of their relationship*, Marketing Intelligence & Planning, Vol. 22, No. 2.
9. Slatter, S. and Lovett, D., 1999. *Corporate Turnaround*, London: Penguin Books.
10. Todorović, J., Đuričin D., i Janošević S. 2004. *Strategijski menadžment*, Beograd: Ekonomski fakultet.

Valentina Duvnjak, PhD

Zoran Babić, PhD

EVALUATION AND DIRECTIONS FOR FINANCIAL RESTRUCTURING IN THE REPUBLIC OF SRPSKA

Summary: *Financial restructuring is mostly carried out as part of a long-term program of revitalization and further improvement of company efficiency.*

The financial analysis precedes financial restructuring. The financial results of a company, if they are carefully interpreted, show its activities. There are two types of financial analyses: analysis of the financial results and analysis of the financial position of the company. The financial result of regular activity is a good indicator of corporate prospects. Dynamically observed, the financial position of the company depends on the amount of cash flow and the formulation of rational functions of the company. Cash flow information is useful in evaluating the solvency of a company, especially in conditions of great uncertainty.

In most companies in the RS inadequate funding policy has led the company into crisis. According to most of the managers, financial restructuring should go in the direction of forgiveness or rescheduling of debts. This measure is not adequate because the managers that did not do their job well would be rewarded rather than punished. Companies should have a multi-dimensional integrated financial

restructuring plan that would include changes in business strategy, changes in financing, changes in investment, in control systems, in marketing, production and human resources.

Key words: *financial restructuring, debts, activities, company*

JEL Classification: *G3*