

ISBN: 978-99955-45-38-3  
УДК: 005.5:334.72

Датум пријема рада: 29.04.2022.  
Датум прихватања рада: 12.09.2022.  
Прегледни научни рад

## ВЕЗА ВЛАСНИЧКЕ СТРУКТУРЕ И ПЕРФОРМАНСИ ЛИСТИРАНИХ ПРИВАТНИХ И ЈАВНИХ КОМПАНИЈА - ПРИМЈЕР ИЗ РЕПУБЛИКЕ СРПСКЕ

### RELATIONSHIP BETWEEN OWNERSHIP STRUCTURE AND PERFORMANCES OF LISTED PRIVATE AND PUBLIC COMPANIES - EXAMPLE FROM REPUBLIC OF SRPSKA

**Милош Грујић**

Друштво за управљање Пензијским резервним фондом а.д. Бања Лука, Република  
Српска, Босна и Херцеговина  
milos.grujic@pref.rs.ba  
ORCID: 0000-0001-5566-5921

**Бојан Ђурић\***

Главна служба за ревизију јавног сектора Републике Српске, Бања Лука, Република  
Српска, Босна и Херцеговина  
mr.bojancuric@gmail.com  
ORCID: 0000-0003-0911-9094

\* Ставови у раду представљају лични став коаутора и не представљају ставове  
Главне службе за ревизију јавног сектора Републике Српске.

**Апстракт:** Претходна истраживања указују на то да понекад боље пословне перформансе имају приватна, а понекад државна предузећа. Прегледом доступне литературе из ове области стиче се утисак да однос између власничке структуре, структуре капитала и пословног резултата нису довољно истражена на домаћем тлу. У раду се испитује пословање листираних компанија на Бањалучкој берзи. Истраживање је обухватило анализу годишњих финансијских извјештаја 612 нефинансијских акционарских друштава која су била листирана на Бањалучкој берзи хартија од вриједности у периоду од 2011. до 2020. године. Структура узорка се није значајно промијенила током година али постоје одређене разлике по годинама. Један број њих је данас делистиран, у једнима је значајно промијењена власничка структура али већина посматраних предузећа је готово исте структуре међу највећих десет акционара. Истраживачко питање гласи: „Да ли постоји разлика у структури капитала и резултатима међу предузећима у јавном и у приватном

власништву? Циљ рада је испитати да ли постоји веза између власништва и структуре капитала и пословних резултата. Фокус истраживања је на показатељима као што су средства, актива, капитал, обавезе, приходи, принос на капитал, поврат на имовину и нето добит. Истраживачка хипотеза испитује да ли постоји разлика у структури капитала и величини одређених позиција у компанијама у државном власништву и у приватном власништву односно у профитабилности. Резултати показују да постоји статистички значајна разлика у компанијама зависно од власништва.

**Кључне ријечи:** акционарска друштва, јавна предузећа, приватна предузећа, обавезе

**JEL класификација:** G32

**Abstract:** Previous research indicates that sometimes private and sometimes state-owned companies have better business performance. A review of the available literature in this area gives the impression that the relationship between the ownership structure, capital structure and business results has not been sufficiently researched on domestic soil. The paper examines the business of listed companies on the Banja Luka Stock Exchange. The research included the analysis of the annual financial reports of 612 non-financial joint stock companies that were listed on the Banja Luka Stock Exchange in the period from 2011 to 2020. The structure of the sample has not changed significantly over the years but there are some differences by year. A number of them have been delisted today, one has significantly changed the ownership structure, but most of the observed companies are almost of the same structure among the top ten shareholders. The research question is: "Is there a difference in the structure of capital and results between publicly and privately owned companies?" The aim of this paper is to examine whether there is a connection between ownership and capital structure and business results. The focus of the research is on indicators such as assets, assets, capital, liabilities, income, return on capital, return on assets and net profit. The research hypothesis examines whether there is a difference in the structure of capital and the size of certain positions in state-owned and privately owned companies, ie in profitability. The results show that there is a statistically significant difference in companies depending on ownership.

**Key Words:** joint stock companies, public companies, private companies, liabilities

**JEL classification:** G32

## 1. УВОД

Ажурне и потпуне информације о листираним компанијама су неопходне да би се анализирао њихов профитабилни, имовински и финансијски положај, те да би се анализирао њихов утицај на друге секторе једне земље. Најважније, ове податке захтјевају садашњи и потенцијални акционари и друга повезана лица листираних акционарских друштава. Дакле, функционисање тржишта капитала, ефикасност тржишта и заштита јавног интереса може се осигурати „само“ на

основу правовремених, поузданих, разумљивих и упоредивих информација доступних екстерним заинтересованим корисницима из финансијских извјештаја.

Иако обављајући своју дјелатност, остварују ширу друштвену улогу, листирана предузећа на Бањалучкој берзи су организована у облику акционарских друштава чији је основни циљ остваривање добити. Према томе, њихов успјех се мјери истим показатељима као и успјешност компанија из приватног сектора било гдје на свијету. Међутим, чињеница да су неке листиране компаније у државном власништву, значи да држава често подржава њихов рад субвенцијама, кредитима и другим бенефицијама, захтијева, у складу са концептом новог јавног управљања, транспарентност њиховог пословања. Мотив за интервенције државе може бити у настојању да се смањи дјеловање тржишта те да кроз стимулисање јавних предузећа држава покуша да оствари бројне циљеве као што су смањење незапослености, обезбјеђивање одређених добара и услуга грађанима, куповина социјалног мира итд. Према томе, држава ријетко дозвољава да предузећа у њеном власништву оду у стечај или ликвидацију.

Јавна предузећа у Републици Српској настала су трансформацијом друштвених предузећа. У процесу трансформације држава је приватизовала дио друштвених предузећа, док је у осталима задржала одређени удио у капиталу. То су углавном компаније које пружају комуналне услуге на локалном нивоу, локалне медијске куће, те стратешке компаније попут жељезница, путева, те произвођачи и дистрибутери електричне енергије. Данас, не постоје јавно доступни подаци о овим предузећима у Републици Српској. Према подацима АПИФ-а из 2018. године, у Републици Српској постоји 178 јавних предузећа. Регистар је успостављен 2011. године и од тада није ажуриран. Према подацима Пореске управе, постоје 204 такве компаније, док их је према Заводу за статистику 179. Према анализи ММФ-а за 2018. годину, Република Српска је већински власник 172 јавна предузећа (која редовно подносе финансијске извјештаје) (International Monetary Fond 2019). С обзиром на то да јавна предузећа у многим земљама и даље имају значајан удио у бруто домаћем производу, управљање овим предузећима је од суштинског значаја како би се осигурао њихов позитиван допринос укупној ефикасности и конкурентности земље. Такође, ефикасно управљање овим компанијама је веома важно за привлачење потенцијалних инвеститора. Потреба за процјеном успјешности ових предузећа и предвиђањем потенцијалних потешкоћа је веома важна, имајући у виду да ће држава, уколико не прогласи стечај над јавним предузећем, утрошити значајна средства из буџета за санацију таквих предузећа која би се могла уложити у ефикасније и ефективније пројекте.

Структура капитала привредног друштва представља комбинацију различитих врста задужења, као што су банкарски кредити, позајмице, хартије од вриједности или акцијски капитал. Уколико постоје одређене пореске олакшице или опорезивања, рационално понашање налаже заговарање финансирања које

проузрокује мање трошкове. На примјер, у земљи у којој су улагања у обвезнице ослобођена од пореза, рационално понашање налаже да се привредна друшва радо одлучују на улагање у обвезнице.

Основни мотив истраживања је да се упореде перформансе приватних и јавних предузећа која су листирана на берзи.

У раду се тестира хипотеза:

X0: Нулта хипотеза: Листиране компаније у јавном власништву имају, у просјеку, већа средства - активу, капитал али и обавезе и нето добит у односу на листирана предузећа у приватном власништву.

X1: Алтернативна хипотеза: Листиране компаније у јавном власништву немају, у просјеку, већа средства - активу, капитал али и обавезе и нето добит у односу на листирана предузећа у приватном власништву.

## 2. ПРЕТХОДНО ИСТРАЖИВАЊЕ

Структура капитала и биланса листираних компанија једно је од најинтересантнијих области у истраживању пословних финансија. Власничка структура корпорације представља важан механизам корпоративног управљања [2] укључујући квалитет корпоративног управљања као и његову способност да смањи агенцијске трошкове [1].

Према Закону о јавним предузећима Републике Српске (Службени гласник Републике Српске, број 75/04 и 78/11) јавно предузеће се дефинише као правно лице које је уписано у судски регистар као привредно друштво у форми друштва са ограниченом одговорношћу или акционарског друштва ради обављања дјелатности од општег интереса и у чијем основном капиталу Република Српска или јединица локалне самоуправе директно или индиректно има већинско власништво. Овим, али ни другим законима нигдје није специфицирано шта је дјелатност од јавног интереса. Сматра се да већинско власништво држава обезбијеђује вршећи улагања која му дају право управљања пословном и финансијском политиком предузећа у које је извршено улагање, уз остваривање користи од тог улагања. Из наведене дефиниције јавних предузећа може се закључити да је њихова основна карактеристика да обављају дјелатност ради општег друштвеног интереса, док држава кроз извршено улагање у ова предузећа остварује користи које нису ограничене само на финансијске користи. [13]

Иако у економији развијених земаља приватна предузећа доминирају, број јавних односно државних предузећа није занемарљив, док њихов значај варира од земље до земље. На примјер, у Скандинавским земљама, присуство јавних предузећа на тржишту је прилично снажно. Предности односно недостаци државног власништва над привредним друштвима и тиме уплитања државе у тржишну утакмицу, предмет је деценијске дебате академске јавности (Кау & Thomson, 1986; Megginson & Netter, 2001; Nombela, 2001). [7,11, 12].

Постојање јавних предузећа бранило се потребом за јавном контролом природних ресурса, потребом за провођењем одређених политика, повећањем запослености, рјешавањем социјалних питања и слично [4]. Међутим, са растућом интеграцијом путем трговине и инвестиција, државна предузећа, која су традиционално оријентисана на домаћа тржишта, све се више такмиче са приватним фирмама на глобалном тржишту [9]. Тврдња која се често поставља у политичким и пословним круговима јесте да постоји "велики потенцијал за економске деформације јер нека државна предузећа остварују користи од неправедних предности које су им додјелиле владе". [9]

Најчешће истицан недостатак јавних предузећа ипак је њихова неефикасност, односно лошије пословне перформансе у односу на приватна предузећа, гдје су држава, односно јавни менаџмент, окарактерисани да неефикасно управљају повјереним ресурсима. Противници државног интервенционизма управо сматрају да тржиште кроз своје механизме обезбјеђује најефикаснију расподелу ресурса, те да држава својим уплитањем доводи до неадекватне алокације ресурса и тиме директно до тржишних девијација [13].

Оптимална структура капитала разликује се између друштава у зависности од њихових карактеристика. Koller и сарадници сматрају да што су поврати друштва већи, њихов раст и пословни ризик су мањи. С друге стране сматрају, да што је већа могућност прерасподјеле и инвестиција и улагања у обртна средства, износ заужења може и треба да расте [8].

С тежњом да се тестира утицај и значај промјенљивих и модела за предвиђање утицаја независних варијабли на зависну варијаблу, а на основу различитих варијабли тј. билансних позиција, у различитим истраживањима је спроведена панел регресиона анализа. [3, 5, 6, 10].

Показатељи које су аутори најчешће упоређивали су стална средства, текућа средства, укупна актива, капитал, акцијски капитал, обавезе, краткорочне обавезе, пословни приходи и нето добитак или губитак. На примјер, Ghani и Vukhari су анализирали податке из биланса прикупљене од 20 пакистанских привредних друштава из енергетског сектора од 2004. до 2008. године. Користећи модел вишеструке линеарне регресије дошли су до закључка како на структуру капитала тј. однос дуга и имовине, утичу висине позиција: материјална имовина, величина друштва, раст и профитабилност. Осим тога, показали су и како постоји позитивна повезаност између односа дуга и имовине и материјалне имовине, величине друштва и раста, док с друге стране, између профитабилности и дуга и имовине постоји негативна повезаност. [3].

Дио државних активности спроводи се преко јавних предузећа док се истовремено врши национализација значајних приватних предузећа. У вријеме свјетске економске кризе 2008. године, велики број европских земаља је у циљу очувања финансијског сектора, који је кризом био највише погођен, национализовала значајан број банака.

Иако у вријеме економског раста и просперитета јавна предузећа представљају терет у смислу континуиране потребе њиховог финансирања услед углавном лошег пословања, у кризним временима ова предузећа обављају значајну и незамјењиву улогу у спровођењу одређених владиних мјера. Међутим, свакако је потребно оцијенити како ова предузећа послују да би се процијенила висина потребних државних финансијских интервенција али и дале препоруке за могућа побољшања.

### **3. МЕТОДОЛОГИЈА**

У циљу давања одговора на питање каква је финансијска слика листираних приватних и јавних предузећа у Републици Српској, у структури капитала и профитабилности, у раду је извршена њихова финансијска анализа кроз поређење основних билансних позиција. Тестирањем су обухваћена сва предузећа која задовољавају дефиницију јавних предузећа према Закону о јавним предузећима Републике Српске и предузећа у већинском приватном власништву, која нису из финансијског сектора, а доставила су финансијске извјештаје од 2011. до 2020. годину АПИФ-у. Осим критеријума из Закона, као јавна предузећа су посматрана акционарска друштва у којима је доминантно учешће фондова којима управља Инвестиционо развојна банка Републике Српске тј. Акцијског фонда и Фонда за реституцију, те Друштво за управљање Пензијским резервним фондом али и локалне заједнице. Анализа је обухватила финансијске извјештаје 612 нефинансијских акционарских друштава која су била листирана на Бањалучкој берзи хартија од вриједности у периоду од 2011. године. У 2020. години је преостало 114 акционарских друштава, 77 приватних и 37 јавних.

### **4. РЕЗУЛТАТИ**

Резултати показују да су сви посматрани показатељи значајно већи у јавном него у приватном сектору. На примјер, стална средства су током посматраног периода за 32% већа у јавном него у приватном сектору. Текућа средства су 26% већа у јавном него у приватном сектору. Укупна актива за 30%, капитал за 8%, акцијски капитал за 43%, обавезе за 95%, краткорочне обавезе за 36%, док су пословни приходи за 57% већи (Табела 1).

Ове податке треба сагледати кроз призму чињеница да је и при листирању на берзу јавни сектор имао много већ вриједност капитала и имовине. На примјер, десет компанија из система Електропривреде има вриједност капитала 1.763.172.940 КМ, а тржишну капитализацију 361.995.439 КМ. То су Електродистрибуција а.д. Пале са 15.795.899 КМ, Електрокрајина а.д. Бања Лука са 92.276.622 КМ, Електрохерцеговина а.д. Требиње са 20.048.466 КМ, Електро - Бијељина а.д. Бијељина са 38.486.953 КМ, Електро Добој а.д. Добој са 31.117.961 КМ, Хидроелектране на Дрини а.д. Вишеград са 441.955.312 КМ, Хидроелектране на Врбасу а.д. Мркоњић Град са 102.354.487 КМ, Хидроелектране на Требишњици а.д. Требиње са 385.164.196 КМ, РИТЕ Гацко

а.д. Гацко са 379.959.879 КМ и РИТЕ Угљевик а.д. Угљевик са 256.013.165 КМ. Овакви показатељи омогућавају лакше задуживање и генерисање обавеза.

**Табела 1.** Просјечан износ билансних позиција листираних компанија у јавном и у приватном власништу од 2011. до 2020. године

Позиција у билансу	Приватна	Јавна
Стална средства	28.748.378,62	37.907.769,55
Текућа средства	5.676.917,24	7.132.138,62
Укупна актива	40.429.524,59	52.658.949,23
Капитал	27.061.278,38	29.265.075,52
Акцијски капитал	17.547.029,12	25.087.053,14
Обавезе	8.569.399,89	16.705.053,83
Краткорочне обавезе	5.922.694,76	8.036.721,00
Пословни приходи	9.272.425,81	14.514.622,73
Нето добитак или губитак	-214.812,73	267.617,52

*Извор: Приказ аутора*

## 5. ДИСКУСИЈА

Анализа пословања листираних привредних друштава само на основу једног или два модела која узимају у обзир само неколико одабраних финансијских показатеља даје веома штуре информације и паушалне оцјене. Зато је, прије приказивања самих резултата примјене модела, потребно приказати и друге финансијске показатеље листираних друштава, а који се из самих тестираних модела не могу прочитати.

Успјешност предузећа у посматраном периоду је прилично неуједначена, али је очигледно да су сви посматрани показатељи већи у јавном сектору.

Разлог за то може бити у чињеници да предузећа из система електропривреде и комуналних услуга на позицији имовине и капитала имају далеко веће износе него компаније из приватног сектора. Истовремено, веома је незахвално упоређивати профитабилност, јер ових сектора нема у приватном сектору.

Наведени подаци и оспоравају увржено мишљење да су јавна предузећа у основи неефикасна, те да иако су основана као привредна друштва чије је циљ генерисање добитка, социјални и други владини циљеви који се спроводе преко ових предузећа доминатно утичу на резултате пословања. С друге стране интересантно је и анализирати колико држава, како на републичком тако и на локалном нивоу, кроз докапитализацију односно субвенције, подржава рад ових предузећа. Према подацима из консолидованог биланса стања Републике за 2018. годину, вриједност учешћа Републике у капиталу предузећа износи 2,7 милијарди КМ, док је тај износ на нивоу свих локалних заједница 239 милиона КМ (Табела 2). Очигледно је да да локалне заједнице из године у годину повећавају износ субвенција за јавна предузеће у њиховом власништву, док су

издаци за докапитализацију по годинама неједнаки. Значајнија улагања у капитал јавних предузећа на локалном нивоу десила су се у 2013. и 2017. години и у оба случаја највећи дио се односи на докапитализацију града Бања Лука у градске топлане.

**Табела 2.** Издаци из буџета локалних заједница 2013-2018 за локална јавна предузећа и учешће локалних заједница у капиталу јавних предузећа

Издаци	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Укупно
Субвенције	10.787.323	10.305.413	10.557.694	12.841.631	13.686.355	14.796.817	72.975.233
Издаци за додатно учешће у капиталу	12.223.024	5.056	10.000	168.000	13.429.030	1.937.530	27.772.640
Учешће у капиталу	158.828.496	157.246.987	208.560.954	209.612.095	258.794.671	239.160.973	1.232.204.176

Осим тога, раст учешћа локалних јединица у капиталу јавних предузећа није резултат задржавања добити, него процјене имовине на више те посљедично раста ревалоризационих резерви. Додатно, на Републичком нивоу субвенције јавним предузећима се крећу око 40 милиона на годишњем нивоу гдје се већина субвенција односи на Жељезнице Републике Српске. Надаље, држава и локалне заједнице су често гаранте за кредите које узимају јавна предузећа, а неријетко се дешава да у немогућности отплате доспјелог ануитета, држава то чини умјесто њих.

Имајући у виду претходно, може се закључити да би губици јавних предузећа како на Републичком тако и на локалном нивоу били значајно већи да се из буџета сваке године не издвајају средства са субвенционисање ових предузећа. Такође је важно напоменути да локална комунална предузећа користе инфраструктурна средства која су власништво локалних заједница, а за чију додатну изградњу и одржавање локалне заједнице издвајају значајна средства. Губици јавних предузећа би по овом основу били већи да сама предузећа граде и одржавају средства са којима обављају основну дјелатност.

## ЗАКЉУЧАК

Резултати истраживања потврђују хипотезу. Дакле, листиране компаније у јавном власништву имају, у просјеку, већа средства - активу, капитал али и обавезе и нето добит у односу на листирана предузећа у приватном власништву. Међутим, показатељи би били и лошији када би се изузеле субвенције и докапитализација којим, како Република тако и локалне јединице, сваке године финансирају јавна предузећа. С тим у вези, даља истраживања на ову тему се могу усмјерити у том правцу. Осим тога, потребно је истражити и размотрити доношење стратегије опоравка јавних предузећа која су константно проблематична, како би се смањило негативан утицај на буџет.



Важно је напоменути да локална комунална предузећа користе инфраструктурна средства која су власништво локалних заједница, а за чију додатну изградњу и одржавање локалне заједнице издвајају значајна средства. Губици јавних предузећа би по овом основу били већи да сама предузећа граде и одржавају средства са којима обављају основну дјелатност.

Даља истраживања се могу проширити у зависности од избора и укључивања великог броја независних варијабли али и земаља. Такође, пожељно је да се направе сличне анализе по различитим секторима. Такође, у даљим истраживањима пожељно је истражити у којој мјери менаџмент листираних акционарских друштава Републике Српске поштује правила финансирања на начин да користе краткорочне кредите и позајмице већим дијелом за финансирање фиксних средстава и другим мањим дијелом за финансирање текућег пословања, што се на крају одражава на краткорочно повећање профитабилности, док дугорочно ствара неодрживу и негативну профитабилност.

#### ЛИТЕРАТУРА

- [1] Berk, J. (2007). *Corporate finance*. Boston : Pearson Addison Wesley.
- [2] Denis, D. K., & McConnell, J. (2003). International corporate governance. *Journal of financial and quantitative analysis*, 38(1), 1-36.
- [3] Ghani, K., & Bukhari, S. H. (2010). Determinants of capital structure: a case of listed energy sector companies in Pakistan. SSRN 1860706.
- [4] Grout, P. A., & Stevens, M. (2003). The assessment: financing and managing public services. *Oxford Review of economic policy*. *Oxford Review of economic policy*, 19(2), 215-234.
- [5] Honggang, C., Chen, K., & Zhong, X. (2019). The linear regression method of the influencing factors of cultural industry based on the classification of structural data sources. *Cluster Computing*, 22(3), 6123-6132.
- [6] Jöeveer, K. (2006). Sources of capital structure: Evidence from transition countries. CERGE-EI Working Paper 306.
- [7] Kay, J. A., & Thomson, D. J. (1986). Privatisation: a policy in search of a rationale. *The economic journal*, 96(381), 18-32.
- [8] Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. John Wiley and sons.
- [9] Kowalski, P., Büge, M., Sztajerowska, M., & Egeland, M. (2013). *State-owned enterprises Trade Effects and Policy Implications* (Vol. 147). Paris: OECD Publishing. Retrieved from <https://doi.org/10.1787/5k4869ckqk7l-en>.
- [10] Mac an Bhaird, C., & Lucey, B. (2007). Determinants of the capital structure of smes: A seemingly unrelated regression approach. SSRN.
- [11] Megginson, W. L., & Netter, J. M. (2001). From state to market: A survey of empirical studies on privatization. *Journal of economic literature*, 321-389.
- [12] Nombela, G. (2001). Effects of public ownership over firms' size and overstaffing problems. *Public Choice*, 108(1), 1-31.
- [13] Poljašević, J., & Grujić, M. (2020). Analysis of Public Enterprises in the Republic of Srpska and Assessment of Their Financial Risk. *Proceedings of the Faculty of Economics in East Sarajevo*, 9(21), 37-49. Retrieved from

[http://zrefis.ekofis.ues.rs.ba/images/zrefis2020-21/37-50\\_Pol%D1%98asevic\\_Grujic.pdf](http://zrefis.ekofis.ues.rs.ba/images/zrefis2020-21/37-50_Pol%D1%98asevic_Grujic.pdf)

- [14] Serghiescu, L., & Văidean, V.-L. (2004). Determinant factors of the capital structure of a firm-an empirical analysis. *Procedia Economics and Finance*, 15, 1447-1457.

## SUMMARY

*Previous research indicates that sometimes private and sometimes state-owned companies have better business performance. A review of the available literature in this area gives the impression that the relationship between the ownership structure, capital structure and business results has not been sufficiently researched on domestic soil. The paper examines the business of listed companies on the Banja Luka Stock Exchange. The research included the analysis of the annual financial reports of 612 non-financial joint stock companies that were listed on the Banja Luka Stock Exchange in the period from 2011 to 2020. The structure of the sample has not changed significantly over the years but there are some differences by year. A number of them have been delisted today, one has significantly changed the ownership structure, but most of the observed companies are almost of the same structure among the top ten shareholders. The research question is: "Is there a difference in the structure of capital and results between publicly and privately owned companies?" The aim of this paper is to examine whether there is a connection between ownership and capital structure and business results. The focus of the research is on indicators such as assets, assets, capital, liabilities, income, return on capital, return on assets and net profit. The research hypothesis examines whether there is a difference in the structure of capital and the size of certain positions in state-owned and privately owned companies, ie in profitability. The results show that there is a statistically significant difference in companies depending on ownership.*