

Проф. др Милутин Ђировић *

ДИЛЕМЕ ОКО ВЛАСНИЧКЕ ТРАНСФОРМАЦИЈЕ

Генерални циљеви власничке трансформације састоје се: (1) у институционалној подршци да стварају економски ефикаснија предузећа по критеријумима тржишне економије и (2) у стварању услова за доток нових квантума свежег капитала у циљу финансијског санирања постојећег нивоа производње и финансирања нових развојних пројеката. Тиме би били стварани економски услови за дугорочно повећање извозних перформанси и раста производње на одрживим основама.

За опоравак и будући брзи развој југословенске привреде неопходан је значајан квантум додатног капитала, који се реално може очекивати једино у вези са власничким реформама. Истовремено су неопходна структурална прилагођавања југословенске привреде у правцу јачања профитабилности и извозног садржаја домаће производње. Тржишно оријентисана промена у генералном понашању југословенске привреде деловала би у правцу знатног повећања броја домаћих предузећа која би била прихватана од стране домаћег и страног финансијског тржишта.

Генерална основа

Централно питање у научним дискусијама око власничких трансформација односи се на *брзину* овог процеса, што има импликације на избор *облика* власничких промена. Да ли је с економске и социјалне тачке гледишта прихватљива стратегија брзе власничке трансформације, или је исправније да се на ову трансформацију гледа као на дугорочнији процес?

Према концепцији радикалних реформиста (Jeffrey Sachs и други), неопходно је извршити брзу приватизацију државних

* Економски факултет, Београд

предузећа, како би се максимално скратио транзициони период у којем долази до пада друштвеног производа и до јаких социјалних тензија. Основна идеја у пројектима брзе трансформације јесте да се најпре изврши приватизација, а да затим нови власници обаве реструктурирање предузећа, полазећи од критеријума тржишне економије. При томе се у неким пројектима рачунало и на значајан доток страног капитала, налик на трансфер по Marshall-овом плану, што би повољно утицало на динамику привредне активности и на смањење социјалних тензија у скраћеном транзиционом периоду, али се та идеја показала као нереална.

Критика експресне власничке реформе заснива се на чињеници да се структуралне реформе у реалном сектору економије не могу остварити у кратком року. Као што у природи не постоје скокови, тако нису препоручљиви ни скокови у економији и друштву. *Natura non facit salta*, говорио је класични економиста Alfred Marshall.

Уколико се експресна приватизација спроводи путем модела *продаје*, постоје два аргумента која говоре против такве методе.

Први аргумент против експресне приватизације односи се на *цену* по којој би била продата државна/друштвена предузећа, јер би та цена морала да буде знатно нижа него у случају градуалистичког приступа. При томе се мора узети у обзир да је куповна снага становништва на врло ниском нивоу, тако да би се као домаћи купци претежно могли да појаве они који су остварили високе профите у спекулативним активностима. Што се тиче страних инвеститора, они располажу високом куповном снагом, али је нормално да и они желе да искористе ситуацију створену одређењем да се изврши брза продаја државних/друштвених предузећа. На тај начин стратегија брзе приватизације, преко врло ниских продајних цена јавног капитала, доводи до великог трансфера имовине који није оправдан ни у економском ни у социјалном погледу.

Други аргумент је у томе да би у контексту експресне приватизације, путем продаје јавног капитала, дошло до стварања сувише *јаких социјалних неравнотежа и тензија*, јер би нови приватни власници тражили знатно смањење запослености у предузећима као најједноставнији начин да се повећа профитабилност предузећа. При томе државни буџети или социјални фондови не би били у стању да формирају адекватну заштитну мрежу услед снижења друштвеног производа, као и рестриктивне фискалне политике која имплицира релативно смањење буџетских расхода. Међутим, тај аргумент би био знатно ослабљен, уколико би се власничке трансформације оствариле у развојном контексту на бази градуалистичке стратегије. У том случају би при порасту друштвеног производа биле стваране знатно веће могућности продуктивног запошљавања,

а сем тога би у оквиру буџетске потрошње био формиран одговарајући простор за алиментирање социјалне заштитне мреже.

Оперативни програми експресне приватизације могу, уместо продаје, да ставе тежиште на разне облике *дистрибуције власничких права*, било на све запослене по предузећима или на све пунолетне грађане земље. Такав приступ у процесу брзе приватизације обезбеђује већи степен политичке подршке приватизацији, али си главни недостаци у томе што не ствара свежи капитал и не осигурава процесе структуралних прилагођавања, а то су заправо генерални циљеви власничких трансформација.

Изнети аргументи говоре у прилог *градуалистичкој приступу* у процесима власничке трансформације. При томе градуалистички приступ значи *формирање власнички мешовите економије* која би функционисала у дужем периоду. Иако је концепт мешовите економије изложен критици да нема унутрашњу конзистентност, ипак није убедљив став да у тржишној економији - у којој се успоставља тржишна конкуренција на плану робне производње у међународном контексту, у којој се стварају тржишта капитала, тржишта радних услуга свих категорија стручности, тржишта менаџера - не може постојати и власничка конкуренција. Пре би се могло рећи да интегрална тржишна економија захтева и конкуренцију власничких облика с тим да на бази резултата тржишне утакмице долази и до промене демаркационе линије између разних облика својине.

Неспорно је да у правој тржишној економији морају постојати приватна предузећа, односно приватни капитал. Без одређене критичне масе приватних предузећа не може се говорити о тржишној привреди у пуном смислу те речи. Посебно тржиште капитала нужно захтева критичну масу приватног капитала. Пројекти стварања тржишта капитала искључиво на бази јавних предузећа и државног капитала у пракси се нису остварили, док се теоријски могу сматрати супститутима тржишта капитала. (D. M. Nuti, 1987.) Међутим, то не значи да пројект стварања тржишта капитала захтева апсолутизацију приватне својине као јединог облика власништва.

Државна предузећа (у разним правним облицима) могу се појавити као равноправни учесници на тржишту капитала под условом да за њих важе потпуно исте правне норме као и за приватна предузећа. Уосталом, тај став је проверен у развијеним тржишним економијама, у којима функционишу велике државне компаније које су регистроване на финансијским берзама и које емитују велике износе својих вредносних папира. Према томе, услов за комплетну тржишну привреду није апсолутизација приватних предузећа - разуме се, још мање апсолутизација државних

предузећа - већ је потребан услов да дјелују чврсти тржишни механизми и одговарајући тржишно оријентисани правни систем у којем су равноправна сва предузећа без обзира на облик власништва.

Нека сирана искуства

Избор адекватног концепта власничке трансформације може се проверити кроз праксу неколико кључних трансформационих модела.

У Источној Немачкој је после присаједињења Западној Немачкој успостављена специјална државна финансијска агенција Treuhandanstalt, која је обављала све послове у вези са реорганизацијом државних предузећа и њиховом каснијом продајом углавном фирмама из западног дела Немачке. Treuhandanstalt је најпре извршио реконструкцију бивших централизованих комбината које је декомпоновао у мање фирме. Нове менаџментске екипе уграђене су у реконструисана предузећа уз настојање да се унесе тржишна пословна стратегија. После извршене реконструкције бивших комбината, Treuhand је помогао да нове фирме буду продате инвеститорима, и то углавном предузећима из исте бранше лоцираним у западном делу Немачке. Треба истаћи да су трошкови Treuhanda у вези са реконструкцијом предузећа били већи од суме која је добијена продајом тих предузећа новим власницима. На тај начин је Treuhand остварио огромне губитке, који су значили изузетно високо оптерећење за јавне финансије Немачке. Из тога следи закључак да се Treuhand-приступ не би могао да примени у другим транзиционим економијама због огромних трошкова које те земље не би могле да поднесу. (Siebert, 1994.)

Treuhand је експериментално применио „менаџментске фирме” која представља неку врсту мале холдинг-компаније и садржи десетак фирми које још нису приватизоване. При томе менаџер „менаџментске фирме” има функцију предузетника. У уговору између Treuhanda и менаџера исказана је договорена вредност фирме у моменту преузимања. Уколико менаџер касније прода предузећа која се налазе у оквиру његове менаџментске групације по вишој цени, он има права да задржи капитални добитак. (Siebert, 1994.)

Ваучерски систем је примењен у неколико земаља, при чему су најважнија искуства Русије и Чешке. У случају Русије оцењено је да ваучерски модел није показао задовољавајуће економске резултате, а сем тога је дошло и до огромног социјалног раслојавања. Концепт ваучерског модела је изигран, јер су менаџери руских приватизованих предузећа стекли у просеку 65% акција у својим фирм-

ама, што је повезано с информационом асиметријом. Инвеститори нису имали ни довољно информација ни довољно правне сигурности да би улагали у акције приватизованих фирми.

Међутим, у Чешкој је ваучерски модел приватизације показао доста добре резултате. После другог таласа ваучерске приватизације, приватни сектор поседовао је 1995. године 80% производних актива и учествовао са преко 56% у друштвеном производу. (Jana Matesova, 1996.) За разлику од руске власничке реформе, у Чешкој су инсајдери завршили са мање од 10% акција у типичној чешкој фирми. Позитивно је и то што приватизација није створила сувише дисперзоване власничке структуре, пошто су иницијални холдереи ваучера пренели око две трећине ваучерских апоена на инвестиционе приватизационе фондове. На тај начин су поменути инвестициони фондови као институционални инвеститори постали контролни власници акција у приватизованим фирмама. Иако су чешка искуства са ваучерским моделом и приватизационим инвестиционим фондовима углавном позитивна, ипак је указано да је још мало знакова о реструктурирању реалног сектора чешке економије, (Jana Matesova, професор економије и директор истраживања у једном чешком центру за менаџмент, у реферату који је поднела на научној конференцији Светске банке, 1995.)

Кинески модел власничке трансформације полази од изразито прагматичног приступа и усваја стратегију градуалистичког приступа, како економија не би била изложена шоку. У кинеском моделу није коришћен ваучерски модел, већ је тежиште стављено на: (1) продају (аквизицију) једног броја државних предузећа (2) заједничка улагања са страним инвеститорима као облик докапитализације и (3) продају дела акцијског капитала на кинеским и страним финансијским берзама. Продаја државних предузећа у целисти или делимично налази се под контролом државе (односно Управе државне имовине), али се то не односи на акционарска предузећа. Највећи дио власничких трансформација повезан је са улазом страног капитала кроз сва три изложена механизма. Продаја државног капитала у кинеским предузећима страним инвеститорима остварује се и преко две стране финансијске берзе (Хонг Конг и Њујорк) на којима су регистроване акције двадесетак кинеских предузећа. Поред тога, страни инвеститори могу да купе акције кинеских предузећа која су регистрована на две веће финансијске берзе у Кини (Шангај и Шенжен), тим да страни инвеститори могу да купе само В-акције, док су А-акције резервисане само за домаће инвеститоре. (Jie Lin Dong/Jie Hu, 1995.). У целини се може оценити да је овај прагматичан и градуалистички модел битно допринео јаком динамизирању производње и извоза, као и брзим процесима технолошке модернизације и реструктурирања у Кини.

Нацрт модела власничких реформи у Југославији

У овом раду се полази од става да је за реформу југословенског система власништва у државном/друштвеном сектору привреде потребно креирати специфичан модел власничке трансформације. Узимајући у обзир ставове економске теорије као и практична искуства других земаља, код креирања југословенског модела је кључно да процеси власничких трансформација не доведу до пада друштвеног производа и да буду социјално прихватљиви. Водило би се рачуна: (1) да креирани специфичан модел власничких реформи ефективно допринеси приливу капитала у широки спектар предузећа која имају економску перспективу, (2) да релативно брзо делује у правцу ревитализације знатног броја предузећа и (3) да убрза уношење тржишно оријентисане пословне стратегије у реконструисану привредну структуру.

Полазећи од врло диверзификоване југословенске привреде, одговарајући модел власничке трансформације би требало да релативно брзо допринесе обнављању привредних потенцијала земље као и њиховој реконструкцији и модернизацији, што би се тестирао кроз знатно побољшане стопе приноса на уложени капитал, као и снажно повећање извозног садржаја укупне производње. На тај начин би власничка трансформација била у функцији формирања високих и одрживих стопа економског раста, као и јаке интеграције земље у међународне трговинске и финансијске токове. Све би то резултирало у тренду перманентног повећања тржишне вредности југословенских предузећа, што представља кључни и агрегатни показатељ ефикасности коришћења ресурса у свакој тржишној привреди. Полазећи од горњих критеријума, заузет је став да би власничке трансформације у југословенској привреди требало конципирати као дугорочан процес на бази градуалистичке стратегије уз максимално коришћење мешовитих стратегија у зависности од карактеристика разних типова предузећа. При томе би се у југословенском моделу задржао концепт власнички мешовите привреде у дужем временском периоду, уз сталне еволутивне промене власничких облика на микро нивоима које би, разуме се, имале и своје макро ефекте.

Основни облици власничких трансформација у југословенској економији били би следећи: (1) бесплатан трансфер дела власничких права на запослене раднике и на пензионе фондове, (2) продаја акционарског капитала домаћим или страним инвеститорима и (3) конверзија кредитних задужења конкретних предузећа према домаћим и страним банкама у акционарски капитал,

(1) Бесплатан трансфер мањег дела друштвеног/државног капитала на запослене раднике у власнички трансформисаним предузећима делује у правцу јачања њихове економске мотиваци-

је, а сем тога политички олакшава прелазак на нову власничку структуру. У теорији је указано да ново власничко језгро треба да представљају инвеститори који су примарно заинтересовани за економску ефикасност и профитабилност, али да пренос дела акционарског капитала на запослене раднике не угрожава реализацију кључних циљева власничке трансформације. (George Yarrow, 1990.). Други део бесплатног трансфера власничких права био би извршен у корист пензионих фондова, што би деловало у правцу њихове финансијске консолидације. На тај начин би пензиони фондови постали релативно значајан институционални инвеститор у југословенској економији, при чему би се исплате све већих износа пензија заснивале не само на доприносима на зараде запослених већ и на приносима од акцијског капитала који би припадао пензионим фондовима.

(2) Продаја већих предузећа вршила би се на case-by-case основи, а не на бази неког генералног институционалног нацрта. При томе је вероватно да код многих великих предузећа треба да дође и до декомпозиције у смислу издвајања мањих предузећа која нису битна за привредну активност матичне компаније. Приликом продаје појединих великих предузећа страним и домаћим стратешким (великим) инвеститорима, веома је значајно да се прецизно дефинише програм трансформације у смислу даљег развоја предузећа. У том смислу био би дефинисан програм нових инвеститора на плану запослености радника, пораста производње и извоза, уношења нове технологије, и то за неколико година унапред.

(3) У контексту власничке трансформације значајну улогу би имала конверзија кредитних обавеза у акцијски капитал домаћих предузећа. Први тип кредитних обавеза односи се пре свега на стару девизну штедњу коју су домаће банке пласирале путем кредита у домаћа предузећа, тако да су носиоци старе девизне штедње неформални и индиректни власници дела активе домаћих предузећа. Пошто домаће банке нису у стању да у догледном времену исплате стару девизну штедњу, постоји могућност да се као једна од опција користи конверзија старе девизне штедње у акционарски капитал банке (код које је та штедња вођена) или предузећа која су на основу тих средстава добила банкарске кредите. На тај начин би из биланса банака био искључен део активе и пасиве, док би код предузећа на страни пасиве били смањени кредити код банака и повећан износ акционарског капитала у власништву старих девизних штедиша.

Слична трансакција је могућа у смислу конверзије дела кредитних обавеза домаћих банака према страним банкама, с тим да би стране банке продале на секундарном тржишту део неперформансних кредита уз дисконт. Купци би биле углавном мулти-

националне компаније које би добиле могућност да кроз одређену процедуру претворе ова средства у акционарски капитал код оних домаћих предузећа за која су заинтересована. На тај начин би дошло до смањења нивоа биланса домаћих банака, јер би на страни пасиве биле смањене кредитне обавезе према страним банкама, а на страни активе би то било контрабалансирано смањењем кредитних потраживања према домаћим предузећима. Код домаћих предузећа би биле смањене кредитне обавезе према домаћим банкама и истовремено повећан износ акционарског капитала који би припадао страним инвеститорима.

Најделикатније питање у вези с власничким трансформацијама је *ишњање контролној власника* у власнички трансформационим предузећима. Када се ради о већим предузећима, сигурно је да се на том плану не може прописати неки обавезан образац. У већини власнички трансформисаних већих предузећа вероватно ће се формирати коалиције власничких групација, и то у врло различитим комбинацијама, што ће делом зависити од државне политике, али у знатној мери и од тржишних околности.

Једну од власничких група би чинили запослени радници у смислу радничког акционарства. Другу групацију би сачињавали домаћи институционални инвеститори, у првом реду пензиони фондови, затим пословни инвестициони фондови итд. У трећој групацији би били домаћи индивидуални инвеститори, у првом реду холдери већих износа старе девизне штедње, уколико су сагласни да се њихова девизна потраживања према банкама конвертују у акције предузећа или банака. Четврту групацију би чиниле домаће банке које би део кредита пласираних у домаћа предузећа конвертовале у акцијски капитал у тим предузећима. Пету групацију би сачињавали страни инвеститори, првенствено велике стране компаније, а можда привремено и стране комерцијалне банке. Најзад, у шестом кругу носилац капитала у власнички трансформисаним предузећима били би државни фондови за развој на које би био пренет део капитала јавних/друштвених предузећа с тим да би се тај капитал смањивао упоредо са продајом државног/друштвеног капитала у току низа наредних година.

Без обзира на конкретне структуре ових власничких коалиција - које би биле различите од предузећа до предузећа - од кључног је значаја да нове власничке структуре буду компоноване тако да су витално заинтересоване за значајно повећање приноса на уложени капитал, односно за максимално могуће повећање тржишне вредности фирми. То би представљао основни покретачки мотив за тржишно реструктурирање власнички реконструисаних предузећа, јер повећање тржишне вредности предузећа, преко компетентних менаџерских структура, повлачи секвен-

цу позитивних структуралних усклађивања у смислу уношења нових технологија, освајања нових производа и нових тржишта, као и тражења адекватнијих организационих решења. У том контексту од кључног је значаја да дође до инфузије довољне количине додатног капитала, који би обезбедио не само финансијско санирање доскорашњег нивоа производње него и отварање нових циклуса повећавања производње и извоза.

Изложени концепт изгледа да пружа основу за балансирано институционално решење које у довољној мери респектује разне аспекте власничке трансформације. Преко парцијалног радничког акционарства као и прихватљивих програма трансформације обезбеђивали би се интереси запослених радника, а сем тога - били би минимизирани неоправдани имовински трансфери са врло негативним социјалним реперкусијама. На другој страни, овај концепт би обезбеђивао процесе инфузије страног и домаћег капитала у власнички реконструисана предузећа са позитивним ефектима који се на економском плану очекују од процеса власничких трансформација.

Процеси власничких трансформација имају своју социјалну цену, чија висина зависи од брзине трансформационих процеса, као и фактичког понашања реформисаних власничких структура, нарочито на плану нивоа запослености и реалних зарада радника. Свакако би требало тежити гражењу подношљивог баланса између економских бенефита у смислу повећања ефикасности привреде и социјалне цене процеса структуралних прилагођавања. У том смислу се заступа становиште да власничка трансформација треба да се заснива на градуалистичкој стратегији и да буде контролисани процес.

ЛИТЕРАТУРА

Aghion, Philippe /Olivier Blanchard/ Robin Burgess. „The Behavior of State Firms in Eastern Europe, Pre-Privatisation”. *European Economic Review*, јун 1994.

Aoki, Masahiko /Hyung-Ki Kim, „Corporate Governance in Transition Economies”. *Finance and Development*, септембар 1995.

Gray, Cheryl. „In Search of Owners: Privatization and Corporate Governance in Transition Economies”. *The World Bank Research Observer*, август 1996.

Dong, Jie Lin /Jie Hu. „Mergers and Acquisitions in China”. *Economic Review*. Federal Reserve Bank of Atlanta, новембар 1995.

Hinds, Manuel. *Issues in the Introduction of Market Forces in Eastern European Socialist Economies*. Washington, DC: The World Bank, април 1990.

Isaksson, Mats /Rolf Skog. „Ownership, Influence and Efficiency”. Skandinaviska Enskilda Banken, Quaterly Review, 1989, № 1.

Matesova, Jana. „Mass Privatization and Restructuring”. *Annual World Bank Conference on Development Economics 1995*. Washington, DC., 1996.

Nuti, D. M. „Financial Inovation under Market Socialism”, *Worshkop on Financial Reforme in Socialist Economies*. European University Institute, Florence, октобар 1987.

Siebert, Horst, Comments. *European Economic Review*, јун 1994.

Vickers, John /George Yarrow. *Privatization: An Economic Analysis*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1988.

Yarrow, George. „Privatization: Issues and Problems”. *The World Bank Conference on Privatization and Ownership Changes in East and Central Europe*. Washington, DC., јун 1990.

Professor Milutin Ćirović, Ph. D

DILEMMAS ABOUT OWNERSHIP TRANSFORMATION

Summary

This paper indicates to the fact that general objectives of ownership tranformation are the following:

- (1) establishing economically more efficient companies based on criteria of market economy; and
- (2) providing conditions for inflow of new quantities of 'fresh' capital.

Both of these strategic objectives are crucial for recovery and future fast development of Yugoslav economy.

The approved standpoint has been that instant privatisation is not an appropriat. solution. If privatisation is carried out by means of public capital sale it will cause excessive reduction of capital price and also strong social tensions. If the quick privatisation is carried out by means of distribution of ownership rights, its shortcomings will come up in the fact that it does not create new capital and does not ensure sufficiently quick processes of strucural adjustments. The approved standpoint has also been that gradualist approach makes somewhat more suitable solution provided that this process involves existence of mixed-ownership economy for a longer period.

Regarding foreign experience, this paper gives a review of privatisation models in East Germany (Treuhandanstalt), voucher system in Rusia, Check Republic and of pragmatic model that has been implemented in China.

Reforms of Yugoslav ownership system in public sector of economy require a specific model. Basic components of such reform would be:

- (1) free-of-charge (gratis) transfer of ownership rights to employees and to pension funds;
- (2) sale of share capital to local and foreign investors; and
- (3) conversion of companies' credit liabilities into share capital. For big companies this general model would be operated on case-by-case principle. Established ownership coalitions would vary from company to company. It is important that new owner structures are composed in such way that it makes them vitally interested in achieving considerable increase of yield on invested capital i. e. maximum increase of company's market value. This would further initiate processes of financial and realistic restructuring of economy.