

Komisija za doktorske studije
Nastavno naučno veće
Ekonomski fakultet Beograd

УНИВЕРЗИТЕТ У БЕОГРАДУ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

ПРИЈАВА	06 DEC 2010
Српска	Београд
6326	

Na osnovu odluke Nastavno-naučnog veća Ekonomskog fakulteta u Beogradu od 22. Septembra 2010. godine zavedene pod rednim brojem 4485/1 odedjeni smo u komisiju za ocenu doktorske disertacije kandidata **mr. Siniše Malog** (u nastavku »kandidat«) pod naslovom **Privatizacija metodom prodaje preduzeća: teorijske koncepcije i iskustva Srbije**. Pošto smo pregledali disertaciju, podnosimo sledeći:

Izveštaj

koji sadrži pregled relevantnih činjenica kao i bitna zapažanja i kvalifikacije, a sve strukturirano u okviru sledećih celina:

1. osnovni podaci o kandidatu i disertaciji
2. predmet i cilj disertacije
3. osnovne hipoteze od kojih se polazilo u istraživanju
4. kratak pregled sadržaja istraživanja
5. metodi koji su primenjeni u istraživanju
6. ostvareni rezultati i naučni doprinos istraživanja
7. mišljenje i predlog komisije

1. Osnovni podaci o kandidatu i disertaciji

Siniša Mali je rođen 25. 09. 1972. godine u Beogradu. Osnovnu i srednju školu kandidat je završio u Beogradu. Ekonomski fakultet u Beogradu kandidat je upisao 1991. godine, na kome je diplomirao 1995. godine, a magistrirao 1998. godine na smeru Marketing. Takodje, kandidat je magistrirao 1999. godine na *Washington University* u St. Louis na smeru Finansije. Tokom studija na univerzitetu u SAD, kandidat je bio asistent na grupi predmeta iz poslovnih finansija. Za postignute rezultate kandidat je dvostruko nagradjen: najbolji student iz oblasti finansija i pripadnik grupe od 10% najboljih studenata na poslovnim školama u SAD.

Kandidat je radio u konsultantskoj i revizorskoj kući *Deloitte* u Beogradu i Pragu kao i u *Credit Suisse First Boston* u New York. U prelaznoj vladi Republike Srbije koja je funkcionisala u periodu 2000-01 kandidat je bio pomoćnik ministra u Ministarstvu za privredu i privatizaciju. Posle formiranja vlade 2001. godine, kandidat je postavljen na mesto direktora Centra za tendere u Agenciji za privatizaciju. Kandidat je 2004. godine osnovao konsultantsku kuću *Oli Consulting* u kojoj trenutno radi.

Disertacija je predstavljena na 230 strana bez Uvoda, Literature i Pregleda tabela, grafikona i ilustracija. U izradi disertacije korišćeno je 78 pisanih izvora i 13 internet izvora.

2. Predmet i cilj disertacije

Predmet disertacije je analiza metoda prodaje preduzeća koji se primenjuje u Srbiji kao osnovni metod privatizacije u periodu od 2001. godine do danas. Pored prodaje kao metoda privatizacije, u praksi su afirmisani i drugi metodi privatizacije kao što su poklon (gradjanima i/ili zaposlenima) poznat kao metod vaučerske privatizacije, preuzimanje od strane zaposlenih (ili preuzimanje iznutra), prenos na fondove (ili institucionalne investitore) i konverzija duga u akcije. U literaturi pomenuti metodi privatizacije se ocenjuju prema efikasnosti (brzini i troškovima), efektivnosti (dubini restrukturiranja privrede) i socijalnoj pravednosti (poštovanju interesa glavnih interesnih grupa).

Povodom odnosa između metoda privatizacije i tranzicije, aksiomatski važe tri stava. Prvo, arhitekta tranzicije u izboru modela privatizacije se ne oslanjaju samo na jedan metod privatizacije već koriste tzv. »višekolosečni pristup«, kombinovanjem različitih metoda i pomeranjem težišta privatizacione strategije na pojedine metode. Drugo, privatizacija je samo inicijalna kapisla tranzicije što znači da uspeh tranzicije i održivost njenih rešenja zavise od drugih procesa kao što su: makroekonomska stabilizacija, institucionalne reforme i reindustrijalizacija. Treće za brzu i duboku tranziciju najviše pogoduje metod prodaje dok socijalnoj pravednosti i održivosti rezultata tranzicije najviše doprinose metode preuzimanja od strane zaposlenih kao i metode prenosa na fondove.

Privatizacija preduzeća u Srbiji sprovodi se počev od 1990. godine s tim da je do 2001. godine korišćen model privatizacije preuzimanja od strane zaposlenih (trenutno zaposlenih, bivših zaposlenih i zaposlenih iz drugih preduzeća i ustanova). Model preuzimanja od strane zaposlenih (ili insajdera) tretira zaposlene kao poželjne dominantne vlasnike. Model je primeren privatizaciji malih i srednjih preduzeća dobrog finansijskog zdravlja i solidne tržišne perspektive. U pomenutom periodu izuzetak su predstavljale privatizacije nekoliko velikih preduzeća koje su obavljene u okviru tzv. »posebnog programa« metodama tendera i/ili dokapitalizacije (Galenika, Tehnogas i Telekom Srbija, na primer). Model podrazumeva istovremeno sprovođenje korporatizacije preduzeća (pretvaranje društvenog preduzeća u preduzeće čiji je kapital izražen u akcijama koje postaju osnova upravljanja) i preuzimanje akcija od strane zaposlenih, odnosno, preuzimanje »iznutra«, (engl. *takeover from inside*). Model se razlikuje od modela preuzimanja akcionarskih preduzeća »spolja« koji se u tržišnim privredama obavlja posredstvom tržišta kapitala (engl. *takeover from outside*) i koji predstavlja preuzimanje *stricto sensu*. Osnovna prednost modela je afirmacija aktivnog privatnog vlasništva ili vlasništva poslovno relevantnih ljudi. Model preuzimanja od strane zaposlenih je, u osnovi, kombinacija tri metoda privatizacije: metoda poklona zaposlenima, metoda kupovine akcija pod privilegovanim uslovima od strane zaposlenih i metoda prenosa akcija na fondove.

Model preuzimanja od strane zaposlenih ima pozitivne i negativne strane. Pozitivne strane modela su: izvodljivost, niski rizici neuspeha vlasničke transformacije, pravednost i održivost. Pre svega, model predstavlja izvodljivu varijantu jer značajnim poklonom

povećava motivaciju zaposlenih za preuzimanje preduzeća rešavajući problem nedovoljne domaće investicione tražnje na startu razvoja kapitalizma. Takođe, model omogućava da se angažovanjem samog preduzeća u procesu njegove privatizacije maksimalno smanje transakcioni troškovi kao i rizik korupcije. Dalje, u pitanju je model masovne privatizacije koji u najvećoj meri eliminiše fenomen propertizacije nomenklature u senci poslovnih transakcija što utiče na smanjenje rizika neuspeha procesa. Konačno, model je pravedan (precizno, pravedan u odnosu na zaposlene kao stvaraoca društvenog bogatstva) jer njihov minuli rad predstavlja osnovu obračuna prava na besplatne akcije i mogućnost kupovine pod privilegovanim uslovima s tim da je paket akcija koje mogu preuzeti limitiran na 60% kapitala preduzeća. Ostatak kapitala se prenosi na fondove što otvara prostor za razvoj tržišta kapitala i time povećava održivost rezultata privatizacije.

Model preuzimanja od strane zaposlenih ima najmanje dva slaba mesta. Osnovna slabost modela je neobaveznost (privatizacija je mogućnost ali ne i obaveza). Odlaganje privatizacije društvenih preduzeća je dovelo do njihove dekapitalizacije, odnosno, do privatizacije kroz poslovne transakcije između društvenih preduzeća (koja su prodavala svoje proizvode ispod troškova) i privatnih preduzeća (od kojih su kupovani proizvodi po premijskim cenama). Druga slabost modela je spor razvoj tržišta kapitala. Manjinski paketi akcija nemaju dovoljnu atraktivnost za investitore a sporost u preuzimanju (relativno dugi periodi otplate akcija) i visoka disperzija vlasništva usporavaju marketizaciju akcija insajdera. Pomenute slabosti utiču na intenziviranje tzv. »agencijskog problema« uslovljenog mogućnošću odvajanja upravljanja od vlasništva i time usporavanja razvoja efektivnog i etičnog korporativnog upravljanja.

Model preuzimanja od strane zaposlenih sprovedjen je u uslovima ekonomskih sankcija koje su uticale na rast makroekonomske nestabilnosti i nemogućnost angažovanja stranih investitora. Ipak, po ovom modelu do 2001. godine je privatizovano preko 30% društvenog kapitala u preduzećima u Srbiji s tim da je procesom privatizacije obuhvaćeno 775 preduzeća sa oko 200 hiljada zaposlenih. Van procesa privatizacije su ostala preduzeća u kojima nije postojala inicijativa za privatizaciju, preduzeća koja iskazuju gubitke i poslovno kontroverzna preduzeća (preduzeća sa malim ili negativnim kapitalom ali poslovnim perspektivama koje se mogu aktivizirati pod određenim uslovima) kao i većina preduzeća iz oblasti infrastrukture, prirodnih monopola i mrežnih tehnologija.

Tranziciona strategija u Srbiji doživljava radikalni zaokret posle političkih promena 2001. godine. Suštinu nove tranzicione strategije čine tri elementa: zamena modela privatizacije preuzimanja od strane zaposlenih modelom prodaje, makroekonomska stabilizacija i ubrzavanje institucionalnih reformi. U potrazi za novim vlasnicima preduzeća arhitekta tranzicije u Srbiji pomeraju fokus sa insajdera (zaposlenih) na strateške partnere. To je potpuno uočljivo iz primera do tada neprivatizovanih preduzeća pošto novim rešenjima preduzeće, odnosno, njegov kontrolni paket akcija (konkretno, 70% kapitala) postaje predmet prodaje. Novom regulativom obuhvaćena su i preduzeća privatizovana po prethodnim zakonima što je praktično dovelo do »otvaranja« zatvorenih akcionarskih preduzeća nastalih privatizacijom po prethodnim zakonima uticajima tržišta kapitala, odnosno, njihovo pretvaranje u otvorena akcionarska preduzeća. Na taj način je

stvorenja mogućnost za reprivatizaciju, odnosno, preuzimanje prethodno privatizovanih preduzeća od strane strateških partnera. Privatizacija po novoj regulativi je bila obavezna i oročena na period od 4 godine a predviđeno je da proces obuhvati oko 4.600 preduzeća. Kod preduzeća koja su započela privatizaciju po prethodnim zakonima, predviđeno je da se proces nastavlja prodajom paketa akcija na tržištu kapitala koje se nalaze u posedu državnih fondova koje su u međuvremenu sublimirane u paket Akcijskog fonda s tim da je došlo do promene njihovog karaktera (prioritetne akcije pretvorene u obične akcije). Veličina tog paketa (većinski ili manjinski) bitno utiče na izbor varijanti metoda aukcije koja se primenjuje. Takođe, omogućena je prodaja akcija stečenih privatizacijom po prethodnom modelu samostalno ili sa akcijama Akcijskog fonda (blok trgovina).

Iskustvo sa privatizacijom u privredama u tranziciji koje su taj posao uspešno završile pokazuje da metoda prodaje preduzeća generalno dovodi do brze privatizacije i razvoja tržišta kapitala. Međutim, u pitanju je poduhvat sa nizom ekonomskih, pravnih i socijalnih kontroverzi. Naročito su izraženi socijalni defekti metoda (rast nezaposlenosti kao posledica programa dobrovoljnog odlaska u penziju viška zaposlenih i naivni liberalizam u vođenju trgovinske politike). Mogućnost korišćenja različitih varijanti metoda prodaje (tender, redovna aukcija, ubrzana aukcija, prodaja po simboličnoj ceni, aukcija na tržištu kapitala) povećava njegovu kontroverznost zbog diskrecije organa koji sprovodi privatizaciju i mogućnosti da se kupovina preduzeća koristi za uvođenje u vlasništvo neželjenih vlasnika (investitori sa brokerskom i rentijerskom orijentacijom umesto industrijske orijentacije). Izmene osnovnih varijanti metoda prodaje (aukcija sa jednim učesnikom, uvođenje metoda aukcije minimalna cena za vanberzansku trgovinu akcijama Akcijskog fonda kao i uticaj Zakona o preuzimanju na prodaju preduzeća) u cilju ubrzanja procesa privatizacije nisu respektovale mnoge teorijske stavove vezane za sprovođenje prodaje aukcijom te su, umesto unapredjenja, dovele do degeneracije modela. Konačno, prodaja preduzeća je poduhvat kome može da prethodi restrukturiranje (finansijsko, organizaciono-statusno i razvojno) preduzeća što je, po sebi, kontroverzno pitanje zbog troškova pre privatizacije što otvara dilemu: restrukturirati pa prodati ili odmah prodati.

Poseban problem je kontekst u kome se sprovodio drugi talas privatizacije u Srbiji. Naime, model privatizacije posle 2001. godine trebalo je prilagoditi uslovima zakasnele privatizacije, nasledjene makroekonomske nestabilnosti, neadekvatne institucionalne infrastrukture i usporene reindustrijalizacije. Posledično, izbor metoda prodaje je posledica namere arhitekata tranzicije da se maksimalno ubrza proces privatizacije, prihodima od privatizacije obezbedi makroekonomska stabilnost i aktivizira tržište kapitala koje bi trebalo da bude infrastruktura ne samo za privatizaciju već, kroz prikupljanje kapitala, i za reindustrijalizaciju.

Metoda prodaje preduzeća u uslovima zakasnele tranzicije ne predstavlja samo transfer vlasništva u privatne ruke. U uvodu disertacije kandidat sa pravom ističe da suštinu metoda prodaje u uslovima zakasnele tranzicije ne predstavlja »prodaja preduzeća« već »kupovina kupca«. Naime, pored cene (fer tržišne vrednosti), prodavac mora da vodi računa i o drugim aspektima kupca (kompatibilnost njegove strategije, pre svega) kao i o

njegovim iskrenim namerama u vezi sa oživljavanjem mete kupovine (investicioni program, socijalni program, biznis plan i sl.). S tim u vezi, kandidat je u svom radu bio svestan činjenice da će performanse preduzeća posle privatizacije biti pod uticajem i potrebe da se u uslovima zakasnele tranzicije obavi brza i duboka privatizacija. Pri tome standardnim aspektima prodaje preduzeća (procena vrednosti, na primer) kandidat je posvetio samo onoliko pažnje koliko je potrebno da bi se razumeli specifični aspekti nove privatizacione regulative kao što su problemi trijaže preduzeća, početna cena, tajming pojedinačnih prodaja i izbor stečaja kao alternativnog metoda privatizacije. Fokus istraživanja je na hodogramu sprovođenja privatizacije različitim varijantama metoda prodaje i otkrivanje slabih tačaka tog složenog pravnog i ekonomskog procesa.

Osnovni *cilj* rada je da se sagleda uticaj alternativnih metoda prodaje preduzeća (tender, aukcija preduzeća i aukcija na tržištu kapitala) na brzinu i dubinu privatizacije. Analiza je data na dva nivoa. Prvo za uzorak od 8 reprezentativnih preduzeća privatizovanih tokom prvih 18 meseci primene novog zakona o privatizaciji iz 2001. godine. Kriterijumi izbora preduzeća u uzorku su bili veličina preduzeća (velika preduzeća) i atraktivnost za privatizaciju (zaradivačka snaga, tržišna pozicija, poslovne perspektive, i sl.). Kandidat je pratio promene performansi preduzeća iz uzorka u dužem vremenskom periodu (2-3 godine pre privatizacije i 6-7 godina posle privatizacije). Takođe, kandidat je pratio tempo privatizacije cele privrede za period 2002-2009. Konačno, kandidat je poredio prethodne rezultate sa drugim privredama u tranziciji. Prethodni ciljevi istraživanja su bitni radi odgovarajućih prilagođavanja u privatizacionoj strategiji kao i ekonomskim politikama i sistemskoj i tranzicionoj regulativi. Na primer, privatizacija mrežnih tehnologija kao što su preduzeća iz oblasti prometa nafte i naftinih derivata, energetike i telekomunikacija ne može se zamisliti bez odgovarajućeg prilagođavanja regulative. Regulative treba da obezbedi, između ostalog, i razvoj konkurencije i sprečavanje zloupotrebe monopolskog ponašanja. Takođe, rezultati istraživanja su bitni za korekciju postojećih rešenja tehničkog karaktera koja se odnose na promet akcija i ponašanje finansijskih posrednika.

3. Osnovne hipoteze od kojih se polazilo u istraživanju

Kandidat je postavio sledeće hipoteze:

1. u uslovima zakasnele tranzicije, metod prodaje predstavlja najefikasniji i najefektivniji metod privatizacije
2. prodaji velikih preduzeća primeren je tender, prodaji malih i srednjih preduzeća primerena je aukcija dok je ubrzana aukcija i prodaja po simboličnoj ceni primerena prodaji preduzeća koja iskazuju gubitke kao i kod poslovno kontroverznih preduzeća
3. pored privatizacije kapitala moguća je i privatizacija aktive preduzeća (ili privatizacija kroz likvidaciju) dok je prestrukturiranje pre prodaje preduzeća pre ustupak socijalnoj stabilnosti nego racionalan ekonomski potez

Hipoteza br.1 je rezultat dva nepolemična i najčešće navodjena cilja tranzicije: rast ekonomske efikasnosti i razvoj tržišta kapitala. Spori i neoročeni metodi privatizacije nemaju smisla kada je opšti nivo ekonomske efikasnosti nizak a proces dostizanja razvijenih tržišnih privreda u kašnjenju. Niska efikasnost relativizira insistiranje na socijalnoj pravednosti kao glavnom ograničenju metoda prodaje. Posledično, u Srbiji posle 2001. godine dilema nije bila koji model privatizacije već koje varijante metoda prodaje i kakva treba da bude odgovarajuća regulativa da bi se odabrane varijante sprovele brzo i sa prihvatljivim nivoom socijalne pravednosti. Što se tiče uticaja modela prodaje na razvoj tržišta kapitala, može se konstatovati da model indirektno utiče na razvoj tržišta kapitala kroz prodaju paketa akcija koje se nalaze u posedu Akcijskog fonda kao i zakonska rešenja kojima se uvodi marketizacija akcija stečenih u procesu privatizacije primenom prethodnih zakona. Čak i prodaja manjinskog paketa dovodi do aktivizma na finansijskim tržištima pošto je realno pretpostaviti da će kupac manjinskog paketa nastaviti sa kupovinom akcija od pojedinačnih akcionara kako bi ostvario kontrolu nad preduzećem u čiji je posed akcija stigao kupovinom akcija od Akcijskog fonda. Ovo pitanje otvara niz dilema. Jedna od najznačajnijih je uvođenje tzv. »blok trgovine« ili zajednička prodaja akcija Akcijskog fonda i pojedinačnih akcionara do nivoa kontrolnog paketa metodom tenderske prodaje kao i zakonom uslovljena marketizacija akcija iz prethodnog ciklusa privatizacije pretvaranjem njihovog statusa iz prioriternih u obične akcije. Ova i neka druga pitanja spadaju u klasu problema koncentracije vlasništva i strategija odbrane od preuzimanja.

Hipoteza br.2 tretira pitanje trijaže preduzeća, odnosno, uparivanje tipa preduzeća i metoda prodaje. Tu postoje dva bitna momenta. Prvo, procena vrednosti. Kod svih varijanti prodaje osnovu privatizacije čini procenjena vrednost preduzeća koja se daje u rasponu. Za razliku od prethodnog zakona, novi zakon o privatizaciji predviđa primenu dva metoda procene: diskontovani novčani tok i likvidacionu vrednost. Međutim, uticaj metode procene na početnu cenu preduzeća kojom započinje prodaja nije isti. Drugi momenat se odnosi na plan investicija i socijalni program. Postoji mišljenje da investicije u prestrukturiranje i socijalni program smanjuju interes kupaca. Prema drugom mišljenju upravo ovi faktori govore o ozbiljnosti kupca.

Hipoteza br.3 tretira pitanje odlaganja privatizacije kao modela radikalnog restrukturiranja preduzeća zbog sprovođenja finansijske konsolidacije i drugih oblika restrukturiranja pre privatizacije kako bi se posle toga postigla bolja cena i bolji uslovi prodaje. Kandidat polazi od pretpostavke da kupac najbolje zna šta će sa preduzećem tako da treća strana ne treba da preduzima nikakve aktivnosti u cilju njegovog prethodnog revitalizovanja i rasta performansi. Osim, toga konsolidacija pre privatizacije krije opasnost nepotrebnog trošenja sredstava po osnovu privatizacionih prihoda od drugih preduzeća. Normalno, privatizacija bez konsolidacije ne isključuje neke prethodne radnje (podela preduzeća na delove i njihova prodaja, na primer).

Istraživanje je obuhvatilo period 2002-08. Za dublju analizu efekata privatizacije primenjen je uzorak od 8 preduzeća koja su privatizovana u periodu od 18 meseci od otpočinjanja primene zakona o privatizaciji iz 2001. godine dok se njihove performanse prate do 2008. godine kako bi se izbegao efekat globalne ekonomske krize koji se osetio

počev od 2009. godine. U analizi su korišćeni, pre svega, podaci iz primarnih izvora (Agencija za privatizaciju) kao i svi relevantni indirektni podaci.

Kandidat je veoma pažljivo analizirao proces privatizacije preuzimanjem od strane zaposlenih i uporedio ga sa procesom privatizacije metodom prodaje. Metod prodaje je analiziran preko njegovih osnovnih varijanti, uključujući i stečaj. Proces je predstavljen u algoritamskoj formi i sa nizom korisnih detalja i kauzalnih odnosa koji omogućavaju njegovo razumevanje.

Pri analizi podataka vezanih za privatizaciju u Srbiji kandidat koristi metod poredjenja. Metod poredjenja je moguće primeniti obzirom na iskustvo u sprovođenju tranzicije koje postoji u zemljama koje su uspešno završile ovaj proces kao i iskustvo u odnosu na period privatizacije do 2001. godine kada je u Srbiji kao osnovni metod privatizacije korišćen metod preuzimanja od strane zaposlenih. Komparativni metod odvojeno posmatrao varijante modela prodaje (tender, aukciju preduzeća i aukciju na tržištu kapitala).

Uspeh privatizacije kandidat analizira pomoću različitih kriterijuma. Predmet analize je broj privatizovanih preduzeća (po pojedinim metodama i kumulativno), stopa uspeha (odnos ponudjenih i prodatih preduzeća), vreme pripreme privatizacione dokumentacije, odnos između prodajne cene i knjigovodstvene vrednosti kapitala, volumen obaveznih investicija, volumen sredstava za socijalni program i struktura kupaca.

Na ovaj način su identifikovani jazovi između očekivanja i faktičkog stanja stvari što predstavlja osnovu za promenu privatizacione strategije i korekciju odgovarajuće regulative.

4. Kratak pregled sadržaja istraživanja

Pored Uvoda, Zaključka, Literature i Priloga, disertacija je strukturirana u tri dela. Iza svakog dela nalazi se zaključak koji sumira rezultate istraživanja u tom delu i istovremeno najavljuje istraživanje koje sledi u sledećem delu.

U Uvodu (6 strana) kandidat je opisao značaj, predmet i cilj, hipoteze i metodologiju istraživanja.

Deo I (48 strana) koji nosi naslov *Privatizacija inicijalna kapisla tranzicije* kandidat je podelio na tri odeljka koji tretiraju fenomenologiju procesa tranzicije, privatizaciju u Srbiji u periodu do 2001. godine i posle 2001. godine. Kandidat pravi razliku između političke i ekonomske tranzicije. Kod ekonomske tranzicije, kandidat identifikuje četiri podprocesa: privatizaciju, makroekonomsku stabilizaciju, institucionalne reforme i reindustrijalizaciju. Takođe, kandidat ukazuje na kretanje GDP kao osnovnog pokazatelja snage nacionalne ekonomije koji se u tranziciji zakonito kreće po krivi oblika slova »J«. Drugim rečima, posle pada GDP u prvom periodu tranzicije usled privatizacije, uspostavljanja politike čvrstog budžetskog ograničenja i institucionalnih reformi, dolazi kasnije do intenziviranja ekonomskih aktivnosti usled reindustrijalizacije

kao posledice završetka privatizacije i novog institucionalnog setinga kompatibilnog sa razvijenim tržišnim privredama. Kandidat je ukazao na činjenicu da je tranzicija u privredama Istočne i Centralne Evrope završena (prevaziđen nivo GDP pre tranzicije, uspostavljena makroekonomska stabilnost i ostvaren ekonomski rast po održivim stopama) dok u Srbiji još traje. Za razliku od Srbije, u ovim privredama proces reindustrijalizacije je bio mnogo snažniji što je dovelo do povećanog stepena industrijske proizvodnje u kasnim fazama tranzicije. U ovom delu kandidat je, takodje, izveo dijagram toka modela preuzimanja od strane zaposlenih.

Deo II (78 strana) nosi naslov *Metod prodaje kao metod privatizacije preduzeća*. Deo sadrži dva odeljka koji tretiraju iniciranje postupka privatizacije i tehničke aspekte sprovođenja metoda prodaje preduzeća, respektivno. U odeljku koji se bavi iniciranjem procesa privatizacije kandidat se bavi problematikom izbora preduzeća koja će ući u proces privatizacije kao i odlukom oko eventualnog restrukturiranja pre privatizacije. Centar pažnje je usmeren na tehničke aspekte sprovođenja varijanti modela prodaje. Materija je strukturirana prema varijantama modela prodaje: tender, aukciju i aukciju na tržištu kapitala. Takodje, obradjen je i metod stečaja, kao nulta varijanta restrukturiranja (jedan od verovatnih ishoda je terminacija preduzeća). Svaka varijanta modela prodaje je opisana detaljno pomoću dijagrama toka. Na kraju ovog dela ukazano je i na specifičnosti zatvaranja transakcije i prenosa akcija na kupca, zaposlene i građane (posredstvom Privatizacionog registra). Ceo deo je bogat tehničkim i proceduralnim detaljima sa ekonomskom i pravnom suštinom koji govore o složenosti procesa, nedorečenostima i pogrešnim postavkama koje mogu biti uzrok zaustavljanja procesa ili njegovog kretanja van poželjne linije transformacije.

Deo III (98 strana) koji nosi naslov *Empirijska analiza novog modela privatizacije* predstavlja centralni deo disertacije. Analiza u ovom delu počinje analizom performansi za odabrani uzorak od 8 preduzeća koja su prošla kod proces privatizacije poštujući kriterijum da je privatizacija obavljena u prvih 18 meseci sprovođenja novog zakona o privatizaciji iz 2001. godine. U pitanju su preduzeća Jelen Do, Polet Novi Bečej, Valjaonica aluminijuma Sevojno, Autotransport Kraljevo, Agrounija Indjija, Mlekara Šabac i FAK Loznica. Pereformanse koje se prate su strukturirane logikom Računa dobitka-gubitka (ukupan prihod, ukupni rashodi i neto dobit) i Bilansa stanja (stalna imovina, obrtna imovina i obaveze). Vremenska serija obuhvata period 1999-2008 (3 godine pre privatizacije i 6 godina posle privatizacije). Prva godina u periodu je uzeta kao poslednja godina primene starog zakona o privatizaciji dok je 2008. godina uzeta kao poslednja godina pre otpočinjanja svetske ekonomske krize. Opšti je zaključak da su performanse (fizičke i finansijske) značajno porasle posle privatizacije dok je zaposlenost opala. U nastavku kandidat sa uzorka reprezentativnih preduzeća privatizovanih u prvih 18 meseci primene novog zakona o privatizaciji prelazi na analizu cele privrede za analizirani period. Po zakonu iz 2001. godine u proces privatizacije je u tom periodu ušlo 3.681 preduzeća od predviđenih 4.600 preduzeća. Pri tome je ostvaren privatizacioni prihod od 3,65 milijardi EUR, nivo investicija od 1,64 milijarde EUR i uloženo u socijalni program oko 225 miliona EUR. Ipak, suprotno intenciji zakonodavca, proces nije završen.

5. Metodi koji su primenjeni u istraživanju

Kandidat je dosledno primenio analitički metod, pažljivo i sa smislom za detalje analizirajući model privatizacije preuzimanjem od strane zaposlenih i model privatizacije prodajom. Da podsetimo model preuzimanja od strane zaposlenih je, zapravo, bio kombinacija tri metoda (poklona zaposlenima, kupovine akcija pod privilegovanim uslovima i prenosa na fondove) dok se model prodaje ispoljavao preko osnovnih varijanti (tender, aukcija, aukcija na tržištu kapitala) kao i stečaj (prodaja delova preduzeća). Kod oba modela proces privatizacije je prikazan dijagramima tokova i nizom korisnih detalja i kauzalnih odnosa što sve omogućava njegovo bolje razumevanje. Dijagram toka je dat za model preuzimanja od strane zaposlenih kao i svaku varijantu modela prodaje.

Pored analitičkog metoda, u istraživanju je korišćen i metod poredjenja. Metod poredjenja je bilo moguće primeniti obziron na iskustvo u sprovođenju tranzicije koje postoji u zemljama koje su uspešno završile ovaj proces kao i na iskustvo vezano za period privatizacije do 2001. godine kada je u Srbiji, kao osnovni metod privatizacije korišćen metod preuzimanja od strane zaposlenih. Komparativni metod je odvojeno posmatrao varijante metoda prodaje (tender, aukciju i aukciju na tržištu kapitala). Predmet poredjenja je broj privatizovanih preduzeća (po pojedinim metodama i kumulativno), stopa uspeha (odnos ponudjenih i prodatih preduzeća), vreme pripreme privatizacione dokumentacije, odnos između prodajne cene i knjigovodstvene vrednosti kapitala, volumen obaveznih investicija posle privatizacije, volumen sredstava za socijalni program posle privatizacije i struktura kupaca (preduzeća vs privatna lica, domaći kupci vs strani kupci).

Detaljna analiza alternativnih modela i njihovih varijanti i poredjenje rezultata su omogućili identifikovanje jazova između očekivanja i faktičkog stanja stvari, jazova u odnosu na najbolja rešenja i uzroke jazova što sve predstavlja dobru osnovu za promenu privatizacione strategije i prilagodjavanje prateće regulative.

6. Rezultati i naučni doprinos

Predmet proučavanja kandidata predstavljaju efekti primene modela prodaje kao jednog od glavnih elementa tranzicione strategije koja se u Srbiji sprovodi posle 2001. godine. Analiziran je period 2002-08 primene zakona o privatizaciji iz 2001. godine koji uvodi prodaju kao osnovni metod vlasničke transformacije.

Rezultati istraživanja mogu se pratiti preko rezultata testiranja postavljenih hipoteza: 1. da je izabrana strategija privatizacije na bazi metoda prodaje primerena uslovima zakasnele tranzicije, odnosno, da njena primena dovodi do ubrzanja procesa tranzicije i time omogućava otpočinjanje procesa dostizanja razvijenih privreda, 2. da finansijsko zdravlje preduzeća i njegove poslovne perspektive opredeljuju izbor metoda prodaje kao opšte opredeljenje u privatizaciji i njenih specifičnih varijanti (tender, aukcija, aukcija na tržištu kapitala) kao i stečaja, i 3. da je eventualna konsolidacija pre privatizacije ekonomski neracionalna operacija.

Da bi prethodne hipoteze bile potvrđene, neophodni su bili empirijski dokazi. Empirijski dokazi uspostavljenih hipoteza i objašnjenja u vezi sa evolucijom početnih rešenja koje je pružio kandidat predstavljaju glavni doprinos analizirane disertacije.

Hipotezu br.1 o opravdanosti primene metoda prodaje kandidat je nastojao da dokaže eksplicitno i implicitno kroz ceo rad. Glavni argumenti koji govore u prilog izbora metoda prodaje su kašnjenje u tranziciji u kojem je Srbija bila u trenutku izbora novog modela privatizacije 2001. godine i loša finansijska i poslovna kondicija većine preduzeća kao preostalih privatizacionih meta. Kandidat navodi da je po zakonu o privatizaciji iz 1997. godine koji je primenjivan u periodu 1998-2001 godina i koji predstavlja poslednji zakon insajderske privatizacione putanje privatizovano 775 preduzeća sa oko 200 hiljada zaposlenih dok je po zakonu iz 2001. godine do 2009. godine je privatizovano 3.806 preduzeća sa 421 hiljada zaposlenih. Ovaj podatak govori da je zaista došlo do ubrzanja privatizacije primenom novog zakona. U radu je takodje istaknuto da je poslednjim zakonom omogućena i reprivatizacija najvećeg broja relevantnih preduzeća privatizovanih prethodnim modelom privatizacije. Ipak, stiče se utisak da jedan broj argumenata u prilog prodaje u odnosu na preuzimanje od strane zaposlenih spada u vrednosna opredeljenja kandidata i da kao takva predstavljaju izraz određene pristrasnosti obzirom da je kandidat neposredno učestvovao u pripremanju odgovarajuće regulative kao i u njenoj praktičnoj primeni. O tome neposredno govore najmanje dva argumenta koja se, inače, mogu naći u samom radu. Prvo, na više mesta u radu kandidat navodi da preduzeća koja su imala dobre poslovne rezultate pre privatizacije nastavljaju sa istim trendom i posle privatizacije a da preduzeća koja su imala loše rezultate pre privatizacije ni posle privatizacije nisu bitno poboljšala svoje poslovanje. Dobra preduzeća su, doduše, poboljšala svoju efikasnost što pokazuje i analiza uzorka o 8 preduzeća ali je doprinos privatizovanih preduzeća (uključujući i poslovno kontroverzna preduzeća) posle privatizacije ekonomskom rastu ispod očekivanja. Drugo, podaci i analiza koju je kandidat dao u 11 glavi rada koja nosi naslov *Privatizacija i makro-ekonomski pokazatelji* jasno govore da poslednji model privatizacije ne samo da nije omogućio održiv razvoj već je doveo u pitanje održivost rezultata sprovedenih reformi. To se jasno vidi iz uvida u kretanje nivoa GDP, nivoa industrijske proizvodnje, izvoza i zaposlenosti u periodu sprovođenja poslednjeg zakona. Konkretno, na kraju 2009. godine, Srbija je zabeležila tranzicioni deficit u GDP u odnosu na pretranzicionu 1989. godinu od skoro 1/3 GDP i 3/5 industrijske proizvodnje, uz izvoz od svega 18% GDP i rast nezaposlenosti u odnosu na 2001. godinu. Ako tome dodamo da je tržište kapitala ne samo plitko, već i u povlačenju, možemo zaključiti da se Srbija nalazi u tranzicionom konundrumu. Tranzicioni konundrum je posledica neadekvatnog odnosa između tranzicione strategije koja bazira na metodi prodaje i ekonomskih politika, pre svega monetarne politike jake valute u slaboj ekonomiji. Strategija održavanja inflacije na jednocifrenom nivou monetarnim merama kojima se, između ostalog, kurs brani deviznim rezervama stvorenim prihodima od privatizacije nije održiva ne samo zbog toga što su prihodi od privatizacije ograničeni već i zbog toga što to vodi do pada konkurentnosti realnog sektora. Zbog neadekvatnog nivoa razmenljivih proizvoda, javljaju se deficiti blizanci (deficit bilansa tekućih plaćanja i budžetski deficit) praćeni rastom duga.

Kandidat pravilno zaključuje da je Zakon o privatizaciji iz 2001. godine ne samo energizovao proces privatizacije, već i da je omogućio poništavanje efekata prethodnih zakona koji su kao poželjne vlasnike preduzeća videli zaposlene. Pri tome je kandidat implicitno pokazao da čak i neki ustupci kao što su razvodnjavanje vlasništva postojećih akcionara izazvano promenom karaktera akcija u državnim fondovima od neupravljačkih (ili prioriternih) u upravljačke (ili obične) kao i marketizacija akcija stečenih po osnovu prethodnih zakona slovom zakona a ne voljom vlasnika kroz blok trgovinu nisu doveli do očekivanih efekata koji bi potvrdili superiornost metoda prodaje. Pored toga primena modela privatizacije prodajom preduzeća nije obezbedila rešavanje nekih nasledjenih problema, na primer problema povraćaja svojine prethodnim vlasnicima.

U vezi sa hipotezom br.2, kandidat je dao niz argumenata i objašnjenja koja govore u njen prilog. Naime, kandidat je u empirijskoj analizi pokazao da tender dominira kod prodaje velikih preduzeća a aukcija kod malih i srednjih, po pravilu, poslovno kontroverznih preduzeća. Većina prihoda od privatizacije je ostvarena primenom metoda tendera (44%). Najmanji prihodi od privatizacije su ostvareni aukcijom na tržištu kapitala (18%) dok metod aukcije preduzeća učestvuje sa 38% u ostvarenim prihodima od privatizacije. Kandidat je korektno primetio da su prihodi od privatizacije metodom aukcijske prodaje samo potencijalni prihodi. Na neizvesnost u vezi naplate prihoda govori činjenica da se kod ove varijante prodaje prodajna cena može platiti i u 6 godišnjih rata. U pitanju je masovna pojava. Od 2.115 preduzeća prodatih metodom aukcije, prodaja na rate se javila u 1,478 slučajeva. Faktičko stanje je takvo da su kašnjenje u plaćanju ugovorenih rata kao i drugi vidovi nepoštovanja ugovora o kupovini preduzeća razlog otkaza značajnog broja ugovora. Na primer, kod metoda aukcijske prodaje otkazano je više od 1/3 ugovora (konkretno, 524 ugovora).

Što se tiče broja preduzeća, najveći broj preduzeća (ili 56%) je prodat metodom aukcije dok na prodaju putem aukcija na tržištu kapitala otpada 41% a prodaju putem tendera 3% preduzeća. Padaci su u skladu sa intuicijom obzirom da najveći broj preduzeća koja su u ovom periodu bila predmet privatizacije spadaju u kategoriju malih (čak i mikroskopskih) i srednjih preduzeća. Pri tome empirijska analiza pokazuje da je uspešnost procesa privatizacije metodom aukcije veća od uspešnosti privatizacije metodom tendera.

Empirijska analiza pokazuje da je privatizacija bila najintenzivnija u prvim godinama primene novog zakona što se posebno odnosi na metod tenderske prodaje. Na primer, u 2003. godini ostvaren je najveći prihod od privatizacije. To je, između ostalog, i posledica činjenice da je trijaža preduzeća vršena prema kriterijumu veličine, finansijskog zdravlja i poslovne perspektive tako da su prvi tenderi i aukcije bili vezani za preduzeća najvećeg stepena atraktivnosti za investitore. Interesantno je da je kandidat zapazio da se intenzitet privatizacije smanjiva u periodima pred parlamentarne izbore (na primer u 2004. godine) dok se u periodima neposredno posle formiranje vlade ubrzavao, uključujući i prodaju manjinskih paketa akcija preko tržišta kapitala (na primer, u 2006. i 2007. godini). Najmanji broj preduzeća je prodat u 2009. godini što je posledica pada kvaliteta preduzeća koja su predmet prodaje i opšteg stanja privrede koje je uzrokovano kumulativnim efektom sporih reformi i delovanja globalne ekonomske krize (zaglavljivanje banaka i pad tražnje).

Kandidat je u radu ukazao i na činjenicu da se model prodaje menjao tokom primene. Promene modela je kandidat obrazložio nedostacima procesa koji su identifikovani u dijagramu toka različitih varijanti modela prodaje obradjenim u Deo II. Precizni dijagrami tokova koje je kandidat konstruisao različitih varijanti modela prodaje predstavljali su dobru osnovu za identifikovanje problema kao i za definisanje predloga za unapredjenja osnovnih varijanti modela. Glavne promene modela su: mogućnost »otpustu duga« preduzeća u procesu privatizacije, prodaja na rate i kod metoda tenderske prodaje, blok trgovina akcija Akcijskog fonda i drugih vlasnika, korišćenje metoda minimalna cena za akcije Akcijskog fonda i stečaj preduzeća sa većinskim društvenim kapitalom. Ove promene modela su posledica potrebe da se završi proces privatizacije davanjem posebnih povoljnosti kupcima (ili poveriocima) pošto proces privatizacije koji je bio zakonom oročen na 4 godine nije završen.

Uspeh samog procesa privatizacije prodajom kandidat meri pomoću nekoliko merila. Pre svega, kandidat koristi racio: broj ponudjenih preduzeća/broj prodatih preduzeća. Kandidat smatra da je ovaj racio zadovoljavajuće veličine s obzirom da on za analizirani period kod prodaje putem tendera iznosi 0,61 a kod aukcijske prodaje 0,89. Drugo merilo uspeha koje koristi kandidat je racio: prodajna cena/knjigovodstvena vrednost. Za analizirani period taj racio iznosi 1,11 s tim da kod tenderske prodaje iznosi 1,24 a kod aukcijeke prodaje 1,04. Suprotno očekivanjima, racio prodajna cena/knjigovodstvena vrednost u aukcijama na tržištu kapitala je svega 1,01. Inače, značaj ovog pokazatelja uspeha metoda privatizacije kandidat je relativizirao navodeći činjenicu da bi se prodajnoj ceni trebali dodati i iznos investicija i iznos sredstva za socijalni program što bi povećalo odnos prihoda od privatizacije i knjigovodstvene vrednosti.

Iznos obaveznih investicija kandidat smatra pokazateljem uspeha analiziranog metoda privatizacije. Ovaj kriterijum se može primeniti samo kod tenderske prodaje i aukcijske prodaje dok ne važi za aukcijsku prodaju na tržištu kapitala pošto ovim metodom prodaje ne mogu predvideti investicije. Entuzijazam investitora je i u ovom slučaju bio najveći na startu primene novog zakona. Na primer, u 2002. godini iznos investicija po osnovu tenderske prodaje je bio 305 miliona EUR a 2003. godine 331 milion EUR dok je značajiji godišnji iznos investicija po osnovu aukcijske prodaje ostvaren 2003. godine (62 miliona EUR). Racio obavezne investicije/knjigovodstvena vrednost za analizirani period iznosi 0,60 s tim da je znatno veći kod tenderske prodaje (0,90) u odnosu na aukcijsku prodaju (0,21).

Sredstava za socijalni program su se javljala u značajnijem iznosu samo na početku primene novog zakona (2002. godina i 2003. godina) a za ceo period posmatranja iznose oko 287 miliona EUR. U pitanju su neproizvodne investicije koje imaju ulogu socijalnog amortizera kada u procesu odredjivanja prave veličine privatizovanih preduzeća dolazi do smanjivanja broja zaposlenih. Posledično, ova sredstva ne bi ni trebalo dodavati prodajnoj ceni kao kriterijum uspeha privatizacije.

Što se tiče strukture kupaca preduzeća u procesu privatizacije, kandidat je utvrdio da veliku većinu predstavljaju domaći investitori (i u okviru njih fizička lica) koji su u posed

preduzeća, uglavnom došli primenom metoda aukcijske prodaje koristeći mogućnost plaćanja prodajne cene na rate. Strani investitori dominiraju kod tenderskih prodaja i aukcija na tržištu kapitala. Od ukupnog broja preduzeća, strani investitori su bili kupci 7% (oko 100 preduzeća). Medjutim, strani investitori su se skoncentrisali na velika preduzeća.

Hipotezu br.3 o neutemeljenosti prestrukturiranja pre privatizacije kandidat je potkrepio sa nekoliko dokaza zasnovanih na empirijskim činjenicama. U proces restrukturiranja ušlo je 76 preduzeća (ne računajući zavisna preduzeća) od kojih 13 u državnoj i 63 u društvenoj svojini. Jedan broj ovih preduzeća je prodat posle prestrukturiranja u 2006. godini (17) i 2007. godine (16). Interesantno je da su troškovi restrukturiranja bili veći ili slični prodajnoj ceni što govori o ispravnosti hipoteze broj 3. Pri tome je istaknuto, da obično kupci preduzeća ne ispunjavaju svoje obaveze što je razlog za raskid ugovora što uvodi reverzibilnost u proces vlasničke transformacije i još više pojačava hipotezu broj 3. dalje, restrukturiranje se često kombinuje sa metodom stečaja za delove preduzeća koji nemaju poslovnu perspektivu ili za celo preduzeća (primer RK »Beograd«). Medjutim, stečaj otvara pitanje stečenih prava zaposlenih po osnovu primene prethodnih zakona o privatizaciji, složene pravne sporove i pritisak zaposlenih što sve povećava transakcione troškove. Na primer, nadoknade zaposlenima u RK »Beograd« su odlukom Vlade povećane van uslova predviđenim prodajom. To je još jedan argument koji definitivno potvrđuje hipotezu kandidata da je restrukturiranje pre privatizacije pre ustupak socijalnoj stabilnosti nego ekonomski opravdana aktivnost u preprivatizacionom postupku.

Drugi dopinos disertacije je posledica namere kandidata da u radu sugeriše konkretne mere i aktivnosti koje služe za unapredjenje strategije privatizacije. Ovo je veoma bitno pošto je primena, praćenje i kontrola svih transakcija u vezi sa privatizacijom u rukama Ministarstva za privatizaciju i odgovarajućih organa (Agencije za privatizaciju, pre svega). Pored toga, za sprovođenje izabranog modela privatizacije bitna su i određena rešenja iz domena trgovinske politike (puna liberalizacija ili postepeno liberalizovanje) kao i funkcionisanja finansijskih berzi (metodi aukcijske prodaje na tržištu kapitala, pre svega). Ovi predlozi su značajni zbog činjenice da za okončanje procesa privatizacije je neophodno privatizovati još jedan broj preduzeća. Broj neuspešnih privatizacije je oko 350. Konkretno, broj neprodatih preduzeća kod kojih je korišćen metod tenderske prodaje je 35 dok je broj neprodatih preduzeća kod kojih je korišćena aukcijska prodaja 295. Mada je u najvećem broju preduzeća kod kojih je korišćen aukcijski metod otpočeo proces likvidacije (265), postoji još jedan broj preduzeća (85) kod kojih će se ponoviti privatizacioni postupak. Važnost prethodnih zaključaka pojačava i podatak o poništavanju privatizacije. Samo u poslednje dve godine je poništeno preko 210 privatizacija. U ovom trenutku u Agenciji za privatizaciju postoji nadzor nad 300 ugovora o prodaji (49 pravna lica i 251 fizička lica) koji nisu relizovani. Pored toga, očigledno da će u narednom periodu biti reaktivizirane prodaje putem tendera posebno kod preduzeća kao što su Telekom Srbije, sajmovi u Beogradu i Novom Sadu, PKB korporacija, JAT Airways, Aerodrom Nikola Tesla, Petrohemija Pančevo, Lasta kao i kod centara banjskog turizma. Ako tome dodamo i staru dilemu oko privatizacije Elektroprivrede Srbije, onda možemo sagledati značaj mogućih unapredjenja modela

privatizacije. Kandidat je dao i niz korisnih rešenja vezanih za sistemske i tranzicione zakone kako bi se sprovela definisana strategija privatizacije zasnovana na metodu prodaje. U pitanju je specifična rešenja koja se odnose na zakon o preduzećima, zakon o preuzimanju, zakon o stečaju i zakon o investicionim fondovima. Takođe, dat je i niz predloga koja imaju karakter tehničkih unapredjenja postojećih metoda prodaje po osnovu uvida u problem implementacije. To se, posebno, odnosi na neka tehnička rešenja vezana za sprovođenje tendera koji će kao varijanta metoda prodaje očigledno dominirati u završnoj fazi privatizacije. Logička analiza dijagrama tokova svake varijante prodaje od iniciranja do prenosa akcija na Centralni registar hartija od vrednosti, zajedno, sa slabim mestima i nedorečenostima komplementarnih rešenja predstavlja jedan od najznačajnijih doprinosa ove disertacije. Kandidat je pedantno i pregledno razložio ceo proces i pratio njegovo sprovođenje do najmanjeg detalja. U pitanju je svojevrsna slika o teorijskoj utemeljenosti, konceptijskoj širini, uskladenosti, efikasnosti primene i održivosti rešenja po osnovu tranzicionih i sistemskih zakona u Srbiji u periodu posle 2001. godine. Jedno od merila nedorečenosti privatizacije metodom prodaje je broj i karakter podzakonskih akata koji dopunjavaju osnovnu regulativu koje je kandidat, takođe, pedantno identifikovao i analizirao.

Prethodnim doprinosima treba dodati i teorijsku elaboraciju prednosti i slabosti svih alternativnih metoda privatizacije koju je kandidat dao u Glavi 12 koja nosi naslov *Pouke i unapredjenja metoda*. Sve metode privatizacije kandidat klasifikuje prema dva kriterijuma: karakteru vlasništva (spoljni vlasnici vs unutrašnji vlasnici) i stepenu koncentracije vlasničkih prava (skoncentrisano vlasništvo vs disperzovano vlasništvo). Kombinovanjem metoda privatizacije, dobijaju se različiti modeli privatizacije čija primena dovodi do različitih vizija kapitalizma. Alternative imaju komparativne prednosti i slabosti. Ni jedna metoda privatizacije u potpunosti ne rešava tzv. »agencijski problem«. Razvijene tržišne privrede rešavaju agencijski problem delovanjem tržišta kapitala, delovanjem tržišta menadžera, nagradjivanjem menadžera, strategijama preuzimanja i uticajem banaka na strategiju preduzeća i sl. Najbolji metod da se reši taj problem, prema kandidatu, je izbor metoda privatizacije koji automatski uvodi u vlasništvo dominantnog vlasnika (ili strategijskog partnera). Do dominantnog vlasnika dolazi se prodajom kontrolnog paketa akcija preduzeća što je, inače, intencija zakona o privatizaciji iz 2001. godine i opredeljenje kandidata čiju opravdanost on nastoji da dokaže tokom celog rada.

Konkretno, kandidat smatra da prednosti metoda prodaje prevazilaze njegove slabosti. Posledično, analiza slabosti metoda je najbolji način za njihovo otklanjanje predlogom novih rešenja. Elaborirajući model prodaje kao osnovni model privatizacije, kandidat je naveo niz vrednosnih i tehničkih slabosti ovog metoda. Među tehničkim slabostima metoda kandidat je posebno naveo probleme u vezi sa procenom vrednosti u uslovima recesije i visokog rizika zemlje kao i probleme u vezi prodaje većeg broja preduzeća istovremeno što utiče na debalans između ponude i tražnje posebno u uslovima kada dominiraju domaći kupci (a među njima privatna lica) što utiče na opšti pad nivoa cena preduzeća. Takođe, je i elaboriran problem neadekvatne informacione baze (engl. *data room*) usled neadekvatnog postupka provere faktičkog stanja i dokumentacije (engl. *due dilligence*).

7. Mišljenje i predlog komisije


Uticaj modela prodaje i njegovih varijanti (tender, aukcija i aukcija na tržištu kapitala) koja se sprovodi posle 2001. godine u Srbiji na process tranzicije predstavlja osnovni predmet istraživanja kandidata. U pitanju je veoma značajan i složen problem ekonomske tranzicije. Zaokret u tranzicionoj strategiji sa insajderske vlasničke putanje na putanju dominantnih spoljnih vlasnika ima složene teorijske i praktične posledice. Do sada u literatura nije dat definitivni i nedvosmislen odgovori na pitanje koja putanja je efikasnija. Šta više, mnoga mišljenja su doživela bitnu evoluciju tako da za istraživače u ovom području ne postoje čvrsta uporišta. Odgovor zavisi od mnogo faktora. Pored geopolitičke pozicije, konjunktura na globalnim finansijskim tržištima i kredibiliteta zemlje u investicionoj javnosti, odgovor zavisi i od internih specifičnosti kao što su nasledjena privredna struktura, stavovi prema privatizaciji, konzistentnost tranzicione strategije, uskladenost ekonomskih politika i tranzicione strategije, razvijenost preduzetničke elite, političko poverenje u strukture koje sprovode reforme i sl.

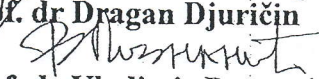
Kandidat je u analiziranoj disertaciji očigledno dobro iskoristio pozicionu rentu koju je imao *vis-a-vis* problema istraživanja što mu je omogućilo da kompetentno uporedi iskustvo Srbije sa drugim privredama u tranziciji i time otvori priliku za naučni doprinos u poznavanju tranzicije uopšte kao i u sprovođenju privatizacije metodom prodaje, posebno. Kod prijave teze, očekivanje je bilo da će disertacija dati definitivni doprinos razrešenju poznatih kontroverzi koje postoje između gradualista i radikala u vezi metoda, brzine i dubine privatizacije. Empirijska analiza koju je prezentirao kandidat je opovrgla očekivanja koja su postojala na startu primene zakona o privatizaciji iz 2001. godine da će metod prodaje u Srbiji omogućiti ostvarenje tri cilja: brza privatizacija, razvoj tržišta kapitala i reindustrijalizacija. Faktičko stanje je takvo da privatizacija i posle 9 godina od otpočinjanja primene zakona nije završena iako je njegova primena slovom zakona bila oročena na 4 godine. Šta više, javlja se i reverzibilnost u procesu usled poništavanja prethodno sprovedenih privatizacija. Dalje, tržište kapitala je plitko i u retardaciji a zaposlenost je opala čime su izostali efekti reindustrijalizacije, odnosno, nije trasirana putanja održivog razvoja. Pri tome, održavanje makroekonomske stabilnosti (svedene na stabilnost cena) isključivo monetarnim merama dovodi do visokih troškova, izgubljenog rasta i povećanja duga.

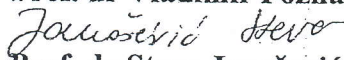
Očigledno je u pitanju netrivialan problem koji je analizirao kandidat prema definisanim hipotezama, posmatrajući ga iz perspektive sprovođenja privatizacije izborom metoda prodaje. Istraživanje je odgovorilo svrsi pošto su ostvareni postavljeni ciljevi. Hipoteze su najvećim delom dokazane. Rezultati istraživanja su takvi da daju dobro sistematizovanu i reklasifikovanu empirijsku gradju privatizacije kao jednog od četiri osnovna tranziciona procesa. Takođe, empirijska analiza procesa i rezultata procesa je dala dobro uporište za konkretne predloge koji vode unapređenju procesa privatizacije na vrednosnom i tehničkom nivou. Konačno, u izradi disertacije su korišćene adekvatna baza podataka koja je dala kredibilitet empirijskoj analizi kao i relevantna literatura koja je korektno (re)interpretirana.

Na osnovu prethodnih kvalifikacija, komisija predlaže Nastavno-naučnom veću Ekonomskog fakulteta u Beogradu da **odobri usmenu odbranu doktorske disertacije mr. Siniše Malog pod naslovom Privatizacija metodom prodaje preduzeća: teorijske koncepcije i iskustva Srbije.**

KOMISIJA:


Prof. dr Dragan Djuričin


Prof. dr Vladimir Poznanić


Prof. dr Stevo Janošević

06. 11. 2010. godine