

*Проф. др Вук Огњановић,
Београд*

Глобални процеси, приватизација и развој финансијских тржишта

Резиме

Глобални процес напуштања економских модела заснованих на државним и друштвеним монополима, започео је раних 70-их година прошлог столећа. Тај процес је, у последњих петнаестак година, проширен пројекцијом напуштања социјалистичких система и њиховим транзицијама у капитализам. Приватизација је прије свега, озбиљан економски и политички програм. Она, у ствари, и у суштини значи трансфер власништва из државног у приватни сектор. Сама тола приватизација власништва међутим, не може имати много утицаја на jaчање ефикасности привређивања и на економски раст. Наме, да без добро организованог и ефикасног домаћег финансијског тржишта, права приватизација власништва није остварљива. Заправо, више искушава потврђује, да без ефикасног тржишта акција, скоро да није могуће остварити приватизацију власништва на друштвено и социјално прихватљив начин.

Кључне речи: *глобални односи у свјетској економији, отворена економија, приватизација као економски програм, фискалне мерилоће, политички аспекти, тржиште акција.*

Садржаји глобализације се најчешће идентификују као могућности за стално повећање економских активности које воде ка већој укупној међузависности у међународној привреди. Између осталог, глобална повезаност непосредно значи, да се више не може остати у зони система правила, закона и упутстава које су прописали национални привредни и спољнотрговински режими. На снази су нови услови и нова правила регионалне и глобалне повезаности. Тј. правила и „производи“ нове „међународне глобалне заједнице“.

Стога, право питање није како се борити са глобализацијом, већ како учествовати у процесима глобализације, тј. како у новим условима рационално и ефикасно управљати програмима за боље и сврсисходније коришћење сопствених ресурса, те како унапређивати услове за сопствени економски раст и развој. Очигледно, потребне су нове политике и нове, или иновирани националне стратегије. Али и њихово континуирано и флексибилно прилагођавање. Једноставно, ако домаће привредне структуре не би добро организоване и политички рационално посредовале програме приватизације, оне се не би могле ни адекватно прилагођавати актуелним међународним збивањима. У том циљу, главни фактори одговорни за раст и развој, као и међународне институције, морају у континуитету чинити кораке који доприносе националном развоју, а самим тим и омекшавању мноштва контроверзних (економских, социјалних, политичких) тензија у процесима и програмима прилагођавања.

1. Бујање економског либерализма на међународном плану током последњих тридесетак година, отворило је, између осталог, глобални процес напуштања економских концепција заснованих на државним и друштвеним монополима. Обично се сматра, да је процес започео великим програмом денационализације у Немачкој почетком шездесетих година прошлог столећа, када је Влада канцелара Аденауера продала приватном сектору дјелове свог улога у Фолксвагену и у индустријској компанији Веба. Након тога, прву модерну приватизацију спровела је Влада М. Тачерове у Великој Британији. Тада, 1981. године продата су државна предузећа *British Aerospace* и *Cables Wirellessa*, упркос великом противљењу опозиције (тада је и први пут процес – програм популарно назван „приватизација“). Тај програм је обезбједио Влади око 5 млрд долара, па се приватизација идентификовала и као вишеструко занимљив програм у сектору јавних финансија. Тада је више од 400.000 запослених прешло из јавног у приватни сектор. У ствари, радило се о вриједној понуди акција, са правилно утврђеном цијеном, те и са благовременим и на прави начин организованим изласком на тржиште. Очигледно, програм је био у функцији решавања покривања трошкова у јавним – државним финансијама.

Дјелимично захваљујући овом и оваквом програму приватизације, британско финансијско тржиште је поново повратило своју позицију као једно од најјачих финансијских тржишта у свијету (заједно са њујоршким и токијским). Без обзира што је британска привреда заостајала иза главних европских конкурената, дошло

је до ревитализације инфраструктуре њеног финансијског тржишта и извођења масовне домаће и стране дистрибуције акција приватизованих компанија 1980. године.

Већ половином осамдесетих година двадесетог столећа, приватизација постаје глобална концепција. Владе у Западној Европи, Латинској Америци, Азији (посебно у Јапану), Африци, и у другим подручјима, радо и често, па све чешће, прихватају програме отуђења и продаје државне имовине. Нешто касније, крајем осамдесетих година, након колапса социјалистичких система, привреде Централне и Источне Европе прихватају приватизацију, као метод реформисања и транзиције својих дотадашњих система у капитализам.

Приходи од глобалне приватизације су се током тог интересантног периода значајно повећавали и повећали до неслућених износа. Док су почетком деведесетих година износили просечно годишње око 160 млрд долара, крајем деценије, или тачније 1999. године, достигли су суму од око 1.000 млрд долара. Иначе, највећи дио продаја у том периоду, а и уопште, настаје у Западној Европи (око 52%), док земље у развоју и земље у транзицији имају учешће од око 1/3 годишњих средстава „ангажованих“ у програмима и из програма приватизација. Програми приватизације су, прије свега, економски програми. Истовремено, то су и политички посредовани програми.

Ови програми представљају идеолошки и симболички прекид са дугом историјом државне контроле над производним средствима у некој земљи. Дакле, и суштински раскид са социјалистичком државном имовином (земље Централне и Источне Европе). Али, и у државама класичног капитализма, гдје су предузећа у државном власништву традиционално представљала мањи дио привреде, било је и бива политичких отпора, посебно у ситуацијама када су страни улагачи потенцијални купци. Вриједи овдје напоменути, да нека формалноправна решења у уставима земаља (Венецуела, Мексико, и др.) изричито забрањују приватизацију државних нафтних монопола домаћим капиталистима.

Све то заједно потврђује, да се, на глобалном плану, у последњих тридесетак година отуђивање државне имовине убрзава. Истовремено, програми приватизација постају изгледне политике решавања буџетских – државних проблема, па и проблема проистеклих из међународних консидарација у економским (и финансијским) међузависностима.

2. Програми приватизације су, прије свега, економски програми. Истовремено, то су и политички посредовани програми. Ови програми имају два битна одређења. Прије свега, они представљају идеолошки и симболички прекид са дугом историјом државне контроле над производним средствима у датој земљи. Односно, они и суштински значе раскид са социјалистичком државном имовином (земље Централне и Источне Европе).

Занимљива је још једна околност. Наиме, и у државама класичног капитализма, гдје су предузећа у државном власништву традиционално представљала мањи

дио привреде, било је и бива политичких отпора приватизацији, посебно у ситуацијама када су страни улагачи потенцијални купци. Вриједи овдје напоменути, да и формалноправна решења у уставима неких земаља (Венецуела, Мексико, и др.), изричито забрањују приватизацију државних нафтних монопола и страним и домаћим капиталистима.

Програми приватизације озбиљно инсистирају на економским циљевима корпорација, односно на максимизирању профита и повећању богатства акционара. Обично се догађало, и догађа се, да предузећа и компаније које су „ангажоване“ у програмима приватизације (телекомуникације, електропривреда, банке, и др.) представљају највеће и најважније у свакој земљи. Промјене у цијенама и провизијама њихових роба и услуга, имају дубоке и промтне последице на друге привредне секторе и обичне грађане. Уз то, трансформација државног у приватно власништво, обично доноси и нове системе компензација, нове режиме расподеле националног дохотка, нове односе у политици запошљавања (са радне снаге моћ се преноси у корист управљања – приватног предузетника, а што најчешће угрожава ауторитет синдиката државног сектора).

Чињеница је, да је јавно – државно власништво, био у ствари одговор на неуспјех приватних тржишта да обезбједе ефикасне и правичне исходе комплексног проблема власништва. Због тога је реално питање о мјери и маневарском простору за активности компанија у државном власништву, односно о оквиру у коме се догађа стимулисање конкуренције и ефикасности привређивања уопште. Док је кључни циљ активности приватног предузећа постизање максималног профита, компаније у државном власништву морају да се суоче са другим циљевима који су често у супротности са постизањем максималног профита. Познато је, у питању су неки општи економски циљеви, као што су: управљање стратегијским сировинама, испорука виталних роба и услуга за становништво, активна политика запошљавања, контрола цијена, и др. Поред тога, ту су увијек присутни и неки ванекономски циљеви (друштвене обавезе, очување политичког ауторитета и сл.).

Објективно, приватни сектор, што се тиче трошкова производње у цјелини његове позиције у конкурентном окружењу, има предности над државним сектором. Због тога, компаније у јавном сектору често морају да се подупиру приходима прибављеним од пореских обвезника, или путем посебних финансијских олакшица и пореских кредита (одобравање субвенционираних кредита, гарантована продаја држави по унапред утврђеним цијенама, преференцијални девизни курсеви, и др.).

Из тих разлога, а и других, без обзира што постоје и други начини да се унаприједи управљање у предузећима јавног сектора, програми приватизације као економски садржај, сматрају се најбољим начином спровођења тржишне дисциплине и увођења ефикасне расподеле и рационалног коришћења средстава.

Ипак, искуства упозоравају, проста – гола приватизација компанија у јавном сектору није довољна. Тај економско-политички програм подразумијева, да се у циљу обезбеђења пожељне и рационалне конкуренције и ефикасности у привре-

ђивању реструктурирају читаве индустријске гране и финансијски институције. Уз то, у случајевима природних монопола, неопходно је изградити регулативу и увести контролу управо ради ефикасне конкуренције. Без тога, концепције програма приватизације у кључном садржају њених економско-политичких разграничења, не би имале реалне изгледе на успјешну валоризацију. Приватни сектор би могао доћи у ситуацију да себи обезбједи монополски профит, а да потрошаче остави у погоршаном економском положају. А то је оно што се мора онемогућити.

Према томе, приватизација као економски програм подразумијева, да унапређење ефикасности не произилази само по себи, већ из предности коју доноси повећање конкуренције на тржишту. А повећање конкуренције је могуће, ако се покреће и процес реструктурирања критичких и релевантних привредних сектора с једне, те и битног блока - тржишта акција, с друге стране. Заправо, само у том контексту, могу се објаснити контроверзе циљева приватизације, односно негативна корелација између текућих и будућих нето прихода у програмима приватизације (тј. дејства тзв. „*trade-off-a*“).

3. Програми приватизације на глобалном плану често су мотивисани потребом повећања прихода за подмиривање одређених државних издатака (поред већ стандардних циљева о постизању ефикасности, односно увођењу конкуренције и дисциплине у државна предузећа). Често је тај мотив био прикривен „привредним реформама“, у које обично спадају и оштри фискални програми. То је обично подразумијевало и продавање предузећа по ниским цијенама, и уз неприлагођено законодавство. У ствари, било је то напуштање потребне опрезности, тј. давање цијена акцијама испод очекиване тржишне цијене.

Има и другачијих ситуација. Тако је широко распрострањена примјена програма ваучерске приватизације (Чешка, Русија), којом се буквално дају државне акције грађанима расподјелом ваучера - бесплатно или по номиналној цијени. То је значило да су државе жртвовале приходе од продаје да би се постигли одређени политички циљеви. Мада у почетку политички популарни, сви ови програми су се показали као велика економска разочарења и промашени програми приватизације. Државе су тако напустиле идеју о реструктурирању предузећа у државном власништву, а нису довеле нове власнике који би тражили да предузећа буду ефикаснија. Најзад, нису ни дошле до потребних средстава да би значајним дијелом уравнотежиле своје билансе.

Начелно, програми приватизације и смањују и не смањују улогу државе у привреди. Учешће државних предузећа у друштвеном бруто производу развијених држава опада са око 10% почетком осамдесетих година на око 5% крајем последње деценије прошлог столећа. Чињеница је међутим, да се укупна јавна потрошња у том истом периоду повећала (просечно учешће у бруто друштвеном производу је сада више од 50%), што је у супротности са подацима о великом броју продатих државних предузећа. То би могло да значи, да програми приватизације не прекидају присуство државе у привреди. Односно, она се трансформише из директне

производње роба према већем обезбеђењу услуга и преноса средстава (пензије, друга социјална давања).

Поред тога, треба упозорити на још једно важно питање. Има искустава да се државе превише ослане на приходе по основу убрзаних програма приватизације. Међутим, убрзана приватизација и отуђење државне имовине може имати и драматичних последица. Брзо дође и дан када ће морати да се схвати, да више ништа није преостало за продају. Према томе, добра пракса која подразумева опрезност и реалност у програмима отуђивања државних предузећа, те рационална динамика продаје и повезивање прихода од продаја са буџетским циљевима, заиста је неопходна.

4. Улога финансијских тржишта у програмима приватизације може се идентификовати у свим аспектима тог процеса. Финансијско тржиште даје подршку оптималној динамици процесу приватизације. Затим, оно снажно доприноси трансформацији и реструктурирању предузећа у слободне тржишне компаније. Исто тако, оно има кључну улогу у омогућавању улагања, односно на берзи обезбеђује регулаторни и дисциплински механизам за корпорације на листингу (као и оне које то треба да постану), тј. ствара и одговорност за пуну транспарентност и адекватност обелодањивања података и информација о компанијама за широку привредну и финансијску јавност. Улога финансијских тржишта је напokon и од велике важности због тога што ликвидно тржиште капитала са снажном институционалном активношћу, привлачи и многе власнике финансијске штедње. Тржишта акцијског капитала допуњују тржишта обвезница у стварању адекватног степена капитализације за предузећа, односно и у обезбеђивању различитих могућности улагања за појединце и акционарска друштва. Истовремено, ефикасна тржишта капитала (и тржишта акција) такође промовишу додатне вриједности преко успостављања тржишта за трговање дериватима (што је важна полуга у концепцијама управљања ризиком).

Логика комплементарности власничке трансформације предузећа и функционисања тржишта акција, јасно је уочљива. Ако је основни задатак власничке трансформације предузећа успостављање нове структуре власништва која ће обезбиједити његово ефикасно управљање у условима отворене привреде, уложени капитал мора бити адекватан стварној (тржишној) вриједности предузећа. Управо, развој финансијских тржишта, посебно тржишта акција и његових институција (тржишта изнајмљивања капацитета, тржишта директних финансијских трансакција између предузећа и потрошача у процесу репродукције, и др.) у функцији реструктурирања предузећа, мора коректно слиједити став: колико капитала, толико и власничке трансформације.

5. Приватизација очигледно није нова идеја. *De facto*, већ дуго, многе земље имају политичке и друге идејне снаге које су се најпре залагале за приватно власништво, затим подстицале приватизацију, потом се залагале за јавно – државно

(друштвено) власништво, а онда поново за приватизацију. Међутим, најновије глобалне тенденције, засноване су изгледа на консензусу, да управљање приватним сектором и конкуренција на тржишту, доприносе већој ефикасности и социјалној равнотежи, него што је случај када је значајан број предузећа у власништву државе која са њима и управља.

Иначе, главна добит од приватизације односи се на факторе ефикасности који су остварљиви једино уколико је управљање предузећима у разумној мјери независно од државне контроле. Само приватизација власништва не може покренути праве снаге ка јачању ефикасности и развоју. У суштини, уколико се изврши само промјена искључиво у домену номиналног власништва, вјероватно је да ће се једина корист састојати у маргиналном, једнократном повећању јавних прихода. Због тога, потребни су и други комплементарни програми. Посебно програми на развоју финансијског тржишта, и то тржишта акција прије свега. Показује се у више искустава, да без снажног и ефикасног домаћег финансијског тржишта, приватизација власништва је тешко остварљива. Заправо, полазећи од значаја развоја финансијских тржишта, програми приватизације за земље у транзицији, представљају главну и стратешку прилику за имплементацију економске и финансијске реформе тржишта акција.

6. Сам појам финансијска ефикасност у програмима приватизације, мада може имати многа значења, посебно је релевантан за развој финансијских тржишта. У контексту циљева програма приватизације, финансијску ефикасност треба идентификовати као ефикасне механизме за мобилизацију и распојелу акумулације, штедње и капитала. Ефикасна распојела путем конкурентног (финансијског) тржишта, обезбеђује исплативост ризика различитог степена, те и кретање капитала у правцу најефикаснијих корисника и уз ниске посредничке трошкове.

Битно је, такође, констатовати, да се ефикасност тржишта акција мјери и на основу тзв. „акционарске демократије“. То подразумјева ситуације у којима мале штедише и мали акционари, имају једнаке могућности као и привилегована мањина да максимизирају приносе од својих улагања и штедње. Било директно, путем улагања у акције корпорација, било индиректно путем учешћа у инвестиционим, пензионим, заједничким и др. фондовима. Због тога, финансијску ефикасност, такође, треба мјерити и по степену у којем мале фирме с dobrим идејама и способношћу у руковођењу, имају једнаке шансе као и велике да прикупе средства на финансијским тржиштима, уз трошкове који одражавају различите нивое добити, ризика и ликвидности.

Остварити приватизацију власништва на друштвено прихватљив начин, очигледно није једноставно. Због тога, у одсуству ефикасног тржишта акција, тј. умјесто продаје акција великим домаћим групама или странцима, алтернатива би могла бити у програму по коме би се акције давале пореским обвезницима на пропорционалној основи, као нека врста дивиденде по основу државних акција. Краткорочно гледано, опције поклањања, као и аранжмани куповина са високим субвен-

цијама, имају обично за последицу праксу да се акције брзо продају по ниским цијенама од стране оних који су принуђени да дијеле власништво са богатијим и већим инвеститорима.

Могуће је програме ојачати и са следећим елементима. Дати одређени степен пореских подстицаја за купце акција, односно комбиновати то са едукативним програмима намијењеним новим инвеститорима, те посебно и програмима за правичан третман малих акционара. Тиме би се развијао озбиљан интерес за куповину акција на дуги рок.

К томе, у развијању тржишта акција значајно је и питање јачања небанкарских финансијских институција. Ове институције традиционално играју главну улогу у мобилизацији штедње и другој врсти расподјеле путем тржишта хартија од вриједности. Заправо, постојање снажних институционалних инвеститора као базе с претежно дугорочним инвестиционим циљевима, необично је важно за успјешну реализацију програма приватизације, али и за постојање и појављивање индивидуалних штедиша на тржишту.

Поред тога, напори и мјере за обезбеђивање веће транспарентности самих рачуна и биланса предузећа, као и доношење и спровођење прописа којима се регулише заштита инвеститора, те модернизација тржишне инфраструктуре и подстицање поштене - добре тржишне праксе и критичких услова за куповину акција, односно развој ефикасних тржишта хартија од вриједности, омогућило би реализацију ефикасних програма приватизације. У суштини, приватизацију не треба схватити искључиво као пренос власништва. Циљеви морају досезати максимизирање потенцијалних користи за привреду у цјелини. Уз то, концепције контроле управљања и одговорности треба разматрати као суштински – саставни елемент таквих програма.

Финансијско тржиште, а посебно тржиште акција и његов развој, могу у значајној мјери да допринесу повећању економског раста и општег друштвеног напретка. Због тога је развој тржишта хартија од вриједности, од суштинског значаја за успјешну реализацију сваког програма приватизације.

Обје пројекције дјелују комплементарно, пружају једна другој подршку, и дјелују позитивно на остваривање крајњих економских и друштвено прихватљивих социјалних циљева. Само се на тај начин, и у садејству ова два витална аспекта, може превазилазити лоша пракса у програмима приватизације земаља у транзицији. А њу, прије свега, карактерише: привременост концепција, неповезаност кључних циљева, конфузија у поимању развоја приватног сектора и његове интеграције у шири оквир реформи и прилагођавања глобалним процесима.

7. Основне препоруке би, дакле, могле бити у следећем.

7.1. Приватизација даје најбоље резултате када је дио ширег програма реформи у циљу отварања тржишта, уклањања дисторција на сектору цијена и валутног курса, те развијања адекватног институционалног оквира за приватни биз-

нис. Тај програм је лакше покренути, а и извјесније је да ће дати позитивне резултате, када приватизована компанија послује у условима конкуренције на тржишту, и када у земљи постоји тржишту наклоњена политика и добри правни услови и обичаји за спровођење регулативе.

7.2. Глобални процеси на програмима приватизације, а и искуства у остваривању задатих циљева, упозоравају да се упоредо морају инаугурисати и дугорочни циљеви развоја финансијских тржишта. Тржишта капитала у земљама у транзицији или не постоје, или тек почињу са радом. Читав низ других финансијских институција треба градити, као и успоставити и даље развијати регулаторне и законске оквири, те и оспособити велики број људи за рад на овим специфичним пословима. То све је потребно остварити са што мање дестабилизирајућих последица по привреду уопште и финансијски систем посебно. Најзад, то све треба остварити и у оквиру политички прихватљивих (и могућих) временских периода, тј. рокова.

7.3. Стратегија приватизације би требало да буде усредсређена на идентификована расположива средства, и њихово усмерење на финансирање секторских инвестиција доследних процесу реформе финансијског тржишта и другим институционалним развојем. Природа улагања би, стога, требало да буде усклађена с циљевима уравнотежења финансијског сектора, односно с одговарајућим текућим (и развојним) потребама домаћег финансијског сектора.

Истовремено, остаје потреба развијања широке лепезе финансијских институција у циљу стварања толико потребне разноликости и дубине финансијског тржишта. Краткорочно, нагласак би требало ставити на развој основних финансијских институција, да би временом било праћен и развијањем и јачањем зрелијих финансијских посредника.

7.4. Приватизација јавних - државних предузећа ће изледа бити кључни аспект процеса привредне реформе у земљама у транзицији. Неке од ових земаља, користиће тржиште капитала за усмјеравање овог трансфера, а тај процес ће реално имати велики утицај и велики значај за развој свих функција финансијског система и финансијског тржишта.

Уколико се међутим, тржишта капитала буду користила само за дистрибуцију и трговину акцијама приватизованих јавних компанија, а да при том регулаторни и инфраструктурни механизми не буду развијени на одговарајући начин, реална је опасност да дође до компромитовања његовог интегритета и ефикасности. Са своје стране, то би имало озбиљне последице за повјерење инвеститора, односно дугорочно гледано, за развој финансијског тржишта. Па и за кредибилитет напора у области реформи уопште.

Professor Vuk Ognjanović, Ph.D.
Belgrade

Global Processes, Privatization and Financial Market Development

Summary

Global process of abandonment the economic models based on the state-owned monopolies has begun in the early seventies of the last century. Within the last 15 years, that process has been enlarged by plan of setting aside socialistic systems by their transformation into capitalism. Privatization is, above all, a serious economic and political program. It is, in fact, the transfer of ownership from the state-owned sector to the private one. However, the mere privatization cannot induce very much the strengthening of economic efficiency. It means that the real privatization is impossible without a well organized and efficient domestic financial market. In fact, the experiences have shown that privatization is not possible in socially acceptable manner without the efficient stock market.

Key words: *global relations, open economy, privatization, fiscal problems, stock market.*