

**NASTAVNO-NAUČNOM VEĆU  
EKONOMSKOG FAKULTETA  
UNIVERZITETA U BEOGRADU**

Na osnovu odluke Nastavno-naučnog veća broj 2086/1 od 18. 5. 2016. godine određeni smo u Komisiju za ocenu i odbranu doktorske disertacije kandidata Todora Spariosu, magistra ekonomskih nauka, pod nazivom *Teorijska i empirijska analiza efikasnosti stečajnog procesa*. Pošto smo proučili završenu doktorsku disertaciju podnosimo Veću sledeći

**REFERAT**

**o završenoj doktorskoj disertaciji**

**1. Osnovni podaci o kandidatu i disertaciji**

Mr Todor Spariosu rođen je 1956. godine u Zrenjaninu. Gimnaziju je završio u Zrenjaninu, a studije ekonomije upisao je 1975. godine na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu koje je završio 1979. godine, sa prosečnom ocenom 9,00. Na istom fakultetu završio je postdiplomske studije odbranivši magistrsku tezu 1985. godine pod naslovom „Metodologija izrade i ocene investicionih projekata u agroindustrijskom kompleksu“.

Od 1981. do 2007. godine bio je zaposlen u Institutu ekonomskih nauka u Beogradu, najpre kao asistent, a zatim kao istraživač-saradnik. U svojstvu istraživača i rukovodioca bio je angažovan na mnogim projektima. Jedan od takvih projekata jeste „Program ekonomskog oporavka Jugoslavije – privredni sistem i mere u 1994. godini“, tzv. Avramovićev program. Rukovodio je izradom i bio je jedan od autora separata (7): „Strategija upravljanja procesima dualizacije privrede (uloga i značaj skrivene-sive ekonomije u oporavku i stabilizaciji privrede“.

Od 2007. do 2012. godine bavio se poslovima ekonomskog konsaltinga u vlastitoj agenciji *Sparit*. Od 2012. godine radi kao privatni konsultant.

Objavio je više radova, među kojima su članci u časopisima, delovi u monografijama i objavljena izlaganja na međunarodnim naučnim skupovima.

*Članci u časopisima:*

Spariosu Todor (1994), Neformalna ekonomija u Jugoslaviji, *MAP*, br.8, Institut ekonomskih nauka, Beograd, str. 46-52.

Spariosu Todor (1995), Autonomna privatizacija i strukturiranje tržišta rada u Jugoslaviji, *MAP*, II, april, Institut ekonomskih nauka, Beograd, str. 36-44.

Spariosu Todor (2000), Više nego pouka. Maršalov plan i obnova Nemačke, I, *Ekonomski signali*, vol. 7, br. 72, str. 71-73.

Spariosu Todor (2000), Više nego pouka. Maršalov plan i obnova Nemačke, II, *Ekonomski signali*, vol. 7, br. 73-74, str. 85- 90.

Spariosu Todor (2005), Savremene tendencije u regulativi nesolventnosti, *Ekonomika preduzetništva*, vol. 41, br. 2/3, str. 62-72.

Spariosu Todor (2005), Intelektualna svojina i inovativnost, *Ekonomika preduzetništva*, vol. 41, br. 1, str. 41-48.

Spariosu Todor (2006), Stečaj i proces tranzicije u Srbiji, u: *Ekonomska tranzicija u Srbiji 2001-2005.: Rezultati, strategije, perspective*, Ekonomski anali, God. 51, (tematski broj). Beograd: Ekonomski fakultet, 2006, str. 403-413.

Spariosu Todor (2006), Personalni stečaj – iskustva SAD, *Ekonomske teme*, vol. 44, br. 3, str. 119-130.

Spariosu Todor (2007), Uloga stečaja u procesu tranzicije, *Politička revija*, vol. 14, br. 2-4, str. 777-796.

Spariosu Todor (2016), Ekonomika obrazovanja – stara i nova pitanja, *Zbornik Matice srpske za društvene nauke*, Novi Sad. (U štampi)

*Poglavlja u monografijama:*

Radulović, J., Kotlica, S., Bošnjak, M., Simić, J., Spariosu, T., Pantović, M., Krunic-Lazić, M. (1997), *Životna sredina i razvoj: koncept održivog razvoja*, (Edicija Životna sredina i razvoj, god. 1, sv. 1). Beograd: Savezno ministarstvo za razvoj, nauku i životnu sredinu, XI, 276 str.

Spariosu Todor (1999), Merenje održivosti razvoja: ekonomski pristup, u: Petrović, M. (ur.), *Izazovi razvoja na prelazu u XXI vek*, Beograd: Institut ekonomskih nauka, str. 331-341.

Spariosu Todor (2006), Tranzicija i neformalna ekonomska aktivnost, u: Drašković,

B. (ur.). *Stanje i perspektive privrede Srbije*. Beograd: Institut ekonomskih nauka: Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije, str. 395-414.

Drašković, B. (red), (1998), *Ekonomija prirodnog kapitala, Vrednovanje i zaštita prirodnih resursa*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, (Todor Spariosu autor tačke 2 Prvog dela, kao i tačaka 1.2, 2 i 5 Drugog dela), 430 str.

*Objavljena izlaganja na međunarodnim konferencijama:*

Spariosu Todor (2007), Consumer Bankruptcy: European Experience. u: Ivanišević, M. (ur.), et al. *Accounting and Business Finance and Financial Market Development: Proceedings*, Beograd: Faculty of Economics of the University of Belgrade, Publishing Centre, str. 161-171.

Spariosu Todor (2007), Main Generators, Sectoral Incidence and Approaches to Estimating the Hidden Economy. in: Achakpa Priscilla. *Gender and Informal Economy = ICEA and PRENTICECONSULT Conference: Developing, Developed and Transition Countries*, Lagos: ICEA and PRENTICECONSULT, 2007, str. 90-111.

Doktorska disertacija Todora Spariosu “*Teorijska i empirijska analiza efikasnosti stečajnog procesa*” ima 237 strana osnovnog teksta. Uvodne strane doktorske disertacije (ukupno 17), pored naslovnih strana, sadrže rezime na srpskom i engleskom, sadržaj, kao i spisak tabela, slika i grafikona. Rad je strukturiran u četiri veće celine: I deo: Stečajni proces – teorije i konceptualizacije (str. 5-54); II deo: Stečajni proces – praktični aspekti (str. 55-126); III deo: Teorije strukture kapitala i predlozi za unapređenje stečajnog procesa (str. 127-180); IV deo: Empirijska analiza efikasnosti stečajnog procesa u Srbiji sa uporednim osvrtom (str. 181-237). Na kraju rada navedeni su: korišćena literatura (285 bibliografskih jedinica); Prilozi 1 i 2 (Spisak preduzeća - uzorak za stope namirenja; Spisak preduzeća - uzorak za relativne troškove; Biografija kandidata; Izjava o autorstvu; Izjava o istovetnosti štampane i elektronske verzije doktorskog rada i Izjava o korišćenju.

## **2. Predmet i cilj disertacije**

Predmet doktorske disertacije kandidata Spariosu su razmatranja teorijskih i izučavanje empirijskih osnove za sagledavanje efikasnosti stečajnih postupaka i stečajnih

sistema. Opšti cilj rada jeste istraživanje efikasnosti stečajnog procesa u svetlu teorijskih orijentacija, relevantnih koncepata, praktičnih rešenja i rezultata empirijskih istraživanja.

Empirijsko istraživanje ima više specifičnih ciljeva. Prvi cilj jeste da se sagleda stepen namirenja razlučnih, stečajnih poverilaca i agregatno namirenje svih poverilaca u postupcima koji se u Srbiji sprovode bankrotstvom. Drugi, da se sagleda relativno učešće direktnih troškova stečaja u prilivima u postupcima koji se, takođe, sprovode bankrotstvom u Srbiji. Treći cilj jeste da se sagledaju najvažnije odrednice ova dva pokazatelja efikasnosti stečajnih postupaka. Četvrti cilj jeste da se rezultati sagledaju komparativno sa uporedivim nalazima za Srbiju i druge zemlje.

### **3. Osnovne hipoteze od kojih se polazilo u istraživanju**

Detaljna elaboracija varijabli predstavlja širi okvir empirijskog istraživanja. Uži okvir određuju hipoteze koje se zasnivaju na prethodnim rezultatima sličnih istraživanja. Drugim rečima, hipoteze se zasnivaju na varijablama koje su ranije pokazale značajnu eksplanatornu moć u sagledavanju varijabiliteta stopa namirenja poverilaca i relativnog učešća troškova stečaja u prilivima.

U objašnjenju stopa namirenja pošlo od dve standardne eksplanatorne varijable identifikovane u literaturi. To su varijable prezaduženost ili njena inverzna vrednost – stopa pokrića, kao i stepen obezbeđenja potraživanja. Treća eksplanatorna varijabla predstavlja specifikum za Srbiju. Reč je o varijabli – dužina obustave plaćanja. Na ove tri varijable zasnovane su prve tri hipoteze.

Prva hipoteza H1 je da postoji pozitivna veza zavisnih varijabli stopa namirenja razlučnih (H1.1) stečajnih (H1.2) i ukupnog namirenja (H1.3) poverilaca i nezavisne varijable – stope pokrića. To znači da veće stope pokrića impliciraju i veći stepen namirenja razlučnih i stečajnih poverilaca, kao i veće agregatno namirenje svih poverilaca.

Druga hipoteza H2 jeste da postoji povezanost stopa namirenja sa nezavisnom varijablom – stepenom obezbeđenja potraživanja – čiji smer varira. Smer povezanosti stope namirenja razlučnih poverilaca (H2.1) i stope namirenja stečajnih poverilaca (H2.2) sa stepenom obezbeđenja potraživanja nije isti. Pozitivan smer može se očekivati kod

stope namirenja razlučnih poverilaca pri visokim stopama namirenja, a negativni pri niskim stopama namirenja. Inverzna povezanost očekuje se i kod stope namirenja stečajnih poverilaca.

Treća hipoteza H3 je da postoji negativna veza između stopa namirenja i dužine obustave plaćanja. To znači da kraći period obustave plaćanja implicira veći stepen namirenja razlučnih (H3.1), stečajnih (H3.2) i agregatnog namirenja svih poverilaca (H3.3).

U objašnjenju relativnog učešća direktnih troškova stečaja u prilivima pošlo se od dve eksplanatorne varijable identifikovane u literaturi i kandidat je ispitivao da li one objašnjavaju relativne troškove u stečajnom procesu u Srbiji, gradeći na njima dve hipoteze (H4 i H5). To su veličina dužnika merena procenjenom vrednošću njegove imovine u logaritamskom izrazu i dužina trajanja faze unovčenja imovine. Četvrta hipoteza H4 jeste da postoji negativna veza između relativnih troškova stečaja u prilivima i veličine dužnika. To znači da se mogu očekivati manji relativni troškovi kod većih dužnika, zbog toga što ovi troškovi imaju značajnu fiksnu komponentu. Peta hipoteza H5 je da postoji pozitivna veza između relativnih troškova stečaja i dužine faze unovčenja imovine. To znači da se mogu očekivati veći relativni troškovi kod dužnika kada unovčenje imovine traje duže.

#### **4. Kratak prikaz sadržaja disertacije**

Strukturu disertacije čine: Uvod, I deo: Stečajni proces – teorije i konceptualizacije; II deo: Stečajni proces – praktični aspekti; III deo: Teorije strukture kapitala i predlozi za unapređenje stečajnog procesa; IV deo: Empirijska analiza efikasnosti stečajnog procesa u Srbiji sa uporednim osvrtom i Zaključak.

I deo: Stečajni proces – teorije i konceptualizacije strukturiran je u pet poglavlja, pod nazivom: Finansijske nevolje, insolventnost i stečaj: pojmovna analiza; Savremene teorije stečaja; Koncept efikasnosti u kontekstu insolventnosti, *Ex ante* i *ex post* efikasnost stečajnog procesa i Standardni stečajni postupci.

Poglavlje 1 posvećeno je osnovnim pojmovima koji se vezuju za predmet istraživanja: ekonomskim i finansijskim nevoljama, insolventnosti, stečaju i ishodima stečaja. Distinkcija između ekonomskih i finansijskih nevolja firmi izražava zapravo

njihovu ekonomsku sposobnost za život. Insolventnost, pak, izražava ekonomsko stanje firme čije su obaveze veće od vrednosti imovine pa je njena neto vrednost negativna, a odrednica *u stečaju* izražava njeno pravno stanje.

Poglavlje 2 posvećeno je savremenim teorijama stečaja. U njemu se razmatraju osnovne postavke teorije nagodbe kreditora i teorije stečajne politike. Ova dva teorijska pristupa razlikuju se ne samo po određivanju cilja stečajnog procesa, već i po poimanju njegovih bitnih elemenata. U okviru teorije nagodbe kreditora posebno su razmatrana pitanja: strateških troškova i troškova administriranja postupka; očuvanja poslovnog integriteta dužnika; mesta reorganizacije i obezbeđenih kreditora; promene pravila i odnosa prema neinvestitorima. Izvršeno i je kritičko preispitivanje ovog teorijskog stanovišta. U okviru teorije stečajne politike, konkretnije su razmotreni problemi vezani za: očuvanje vrednosti u stečaju; širi spektar ciljeva i preraspodelu u stečaju; i shvatanje stečaja kao ekonomske mreže sigurnosti.

Poglavlje 3 je posvećeno konceptu efikasnosti u kontekstu insolventnosti. Najpre je sagledana relevantnost standarnih kriterijuma efikasnosti – Pareto i Kaldor-Hicks kriterijum, a potom i Posnerovog principa maksimiziranja bogatstva. Ukazano je na njihove prednosti i ograničenja, a ujedno je izložena i distinkcija između supstancijalnih i proceduralnih ciljeva zakonodavstava, uključujući i zakonodavstvo insolventnosti. Ovoj distinkciji ciljeva primeren je i alternativni koncept efikasnosti – koncept efikasnosti zasnovan na transakcionim troškovima.

Poglavlje 4 posvećeno je *ex ante* i *ex post* efikasnosti stečajnog procesa. *Ex ante* i *ex post* efikasnost stečajnog procesa su njegove podjednako važne odrednice. *Ex post* efikasnosti se obično pridaje veći značaj jer je usredsređena na preusmeravanje imovine dužnika u produktivne upotrebe i na najveći stepen namirenja poverilaca. Stečaj ima i važnu *ex ante* funkciju, jer njegovi *ex post* ishodi određuju ne samo podsticaje dužnika i kreditora, već i cenu kredita i njegovu dostupnost. A dostupnost kredita i uslovi po kojima se oni odobravaju predstavljaju vrlo važan preduslov rasta preduzeća i važnu kompetitivnu prednost privreda. Iz tog razloga, kada se koncipiraju stečajni sistemi naročito se vodi računa i o *ex ante* aspektu efikasnosti, jer ona nije uvek kompatibilna sa *ex post* efikasnošću.

Poglavlje 5 posvećeno je standardnim stečajnim postupcima: likvidaciji i reorganizaciji. Prvo se razmatraju načini unovčenja imovine u likvidaciji – prodaja u delovima kao i *going concern* prodaja. Potom se razmatra pravilo apsolutnog prioriteta koje određuje redosled namirenja u likvidaciji. Reorganizaciji se poklanja veća pažnja, jer je njena analitička osnova mnogo kompleksnija. Naročita pažnja posvećuje se pregovaračkom procesu kao njenom ključnom elementu, koji se može razumeti samo ako se uzmu u obzir svi legalni okviri koji ga strukturiraju.

II deo: Stečajni proces – praktični aspekti, strukturiran je u pet narednih poglavlja (6-10) pod nazivom: Poravnanje; Unapred pripremljeni planovi reorganizacije; Akvizicije u stečaju; Sistemski stečaj i Uporedna analiza.

U Poglavlju 6 razmatra se poravnanje – vansudski mehanizmi kojim akteri na tržišnim osnovama redefinišu svoje dužničko-poverilačke odnose. U nekim zemljama ovaj mehanizam obavlja vrlo važnu ekonomsku funkciju pre stečaja, ali ona ostaje nevidljiva. Najpre se analiziraju opcije pred firmama u finansijskim nevoljama, a zatim teorijski odnos između troškova poravnanja i stečaja. Potom se elaboriraju prepreke privatnim poravnanjima: problem ostajanja po strani (*holdout*); asimetrične informacije i konflikti interesa. Empirijskim nalazima vezanih za poravnanje i principima dobrovoljnog spašavanja posvećena je pažnja u nastavku. Konačno, elaboracija poravnanja završava sistematizacijom njenih dobrih i loših strana.

Poglavlje 7 posvećeno je unapred pripremljenim planovima reorganizacije (UPPR). Posredi je hibridni mehanizam restrukturiranja dugova firmi u finansijskim nevoljama koji kombinuje prednosti poravnanja kao neformalnog mehanizma i stečajne reorganizacije kao formalnog postupka. Kombinujući prednosti ova dva mehanizma on dobija sve značajnije mesto u modernim stečajnim sistemima. Prevedhodno zbog toga što brzo i uz male troškove može da doprinese brzom i uspešnom restrukturiranju dugova. U izlaganju najpre se prezentuje hibridna priroda ovog postupka, a zatim i ekonomske koristi koje obezbeđuju UPPR. U nastavku se sistematizuju prednosti i nedostaci UPPR. Finalni deo ovog poglavlja posvećen je pitanju izbora između UPPR, poravnanja i formalne reorganizacije.

Poglavlje 8 posvećeno je akvizicijama u stečaju. Akvizicije u savremenim stečajnim postupcima su vrlo prisutne. Njih pokreće jedan sasvim jednostavan razlog –

moćnosti sinergije u stečajevima daleko su veće nego u redovnim okolnostima. Sa praktičnog aspekta, od ključnog je značaja u kojim se okvirima obavljaju, da bi se ostvarili potencijalni efikasni ishodi. Najpre se razmatraju akvizicije koje se odvijaju pre stečaja. Potom se razmatraju akvizicije koje se odvijaju u stečajnoj reorganizaciji.

Poglavlje 9 je posvećeno sistemskom stečaju. Uobičajeni stečajni postupci nisu primereni svim okolnostima. Oni su koncipirani za normalne (redovne) okolnosti kada se stečajevi dešavaju izolovano. U uslovima finansijskih kriza, međutim, veliki broj firmi istovremeno se suočava sa finansijskim nevoljama, prevashodno zbog toga što krediti postaju nedostupni, dramatično rastu kamatne stope i/ili devizni kursevi. U finansijskim krizama firme koje u normalnim okolnostima posluju uspešno suočavaju se sa ozbiljnim problemima. Zbog toga, u takvim okolnostima, primarna funkcija stečaja da minimizira greške u skriningu/filtriranju firmi koje su sposobne za život, više nije u prvom planu. Prioritet dobija očuvanje operacija firmi u finansijskim nevoljama, s obzirom na to da bi njihovo gašenje dalje produbilo krizu. U ovom delu najpre se razmatra fenomen finansijskih kriza: njihove manifestacije, faktori koji ih uslovljavaju, vrste i faze kao i fenomen deflacije duga. Posebna pažnja poklanja se dinamici realnog sektora u uslovima finansijskih kriza. Elaborirana su i dva fenomena koja objašnjavaju transmisiju efekata finansijskih kriza na realni sektor, odnosno na bilanse preduzeća i njihovu insolventnost. To su fenomeni „iskonskog greha“ i „valutnog nesklada“. Napokon, predstavljeni su i određeni predlozi prilagođavanja postojećih stečajnih postupaka uslovima kriza.

U Poglavlju 10 vrši se uporedna analiza stečajnih sistema u zemljama sa različitim pravnim tradicijama. Ova analiza obuhvata stečajne sistema SAD, UK, Francuske i Švedske. Centralno mesto u uporednoj analizi pripada tendencijama koje se manifestuju u SAD, pošto je stečajni sistem u ovoj zemlji najdinamičniji, a u isto vreme služi kao uzor prilikom oblikovanja stečajnih sistema u drugim zemljama. Posebno su elaborirane promene koje je doživela standardna reorganizacija u SAD. Pre svega, *ex post* kontrola u stečaju koju su preuzeli kreditori. Nezaobilazna je i uloga finansiranja dužnika u posedu. Prezentovan je i rastući značaj prodaja imovine ili *going concern* prodaja u reorganizacijama. U ovom delu predstavljeni su i stečajni sistemi tri evropske zemlje koji svaki za sebe ima ne samo niz specifičnosti nego i bitna distinktivna obeležja koja ih čine po mnogočemu jedinstvenim. Uporedna analiza završava se generalizacijom nalaza koji se



tiču rasporeda moći između dužnika i poverilaca u stečajnom procesu, kao i prezentacijom jednog normativnog predloga za oblikovanje stečajnih sistema u datim informacionim okvirima.

III deo: Teorije strukture kapitala i predlozi za unapređenje stečajnog procesa strukturiran je u dva naredna poglavlja (11-12) pod nazivom: Teorije strukture kapitala i Predlozi za unapređenje stečajnog procesa.

Poglavlje 11 posvećeno je teorijama strukture kapitala zbog toga što je stečaj fenomen koji je vezan za zaduživanje; bez zaduživanja – stečaja ne bi ni bilo. Teorija strukture kapitala je disciplina koja iz normativne i pozitivne perspektive elaborira problem optimalnog izbora između duga i sopstvenog kapitala. U uvodnom delu se najkraće prezentuje tradicionalna teorija strukture kapitala, kojom se uvode osnovni pojmovi za kasniju analizu. Centralno mesto u ovom delu ima *trade-off* teorija strukture kapitala u svojoj složenijoj formi koja uključuje poreske koristi od duga i troškove finansijskih nevolja i stečaja, kao i agencijske troškove i koristi. Elaboracija ove teorije najpre je zahtevala prikaz Modigliani Miller propozicija koje uključuju poreze, i uticaj “poreskog štita” na vrednost zaduženih firmi. Potom su predstavljani i troškovi finansijskih nevolja i stečaja koji su neizbežni pratilac zaduživanja. Razmatrani su i direktni kao i indirektni troškovi stečaja. U nastavku su elaborirani agencijski troškovi i agencijske koristi koje generiše dug. Posebno su analizirani agencijski troškovi duga koji nastaju zbog konflikta interesa vlasnika i kreditora. Analizirane su i agencijske koristi duga koje mogu doprineti razrešenju konflikta interesa između vlasnika i menadžera. *Trade off* teorija strukture kapitala postulira da firme biraju dug i vlastiti kapital balansirajući između poreskih i agencijskih koristi duga i troškova stečaja i agencijskih troškova koji prate dug.

Poglavlje 12 posvećeno je predlozima za usavršavanje postojećih stečajnih postupaka. Najraniji predlozi su da se reorganizacija, zbog njenih nedostataka koje ispoljava u praksi, usavrši uvođenjem tržišnih konsideracija ili zameni aukcijama. Međutim, i aukcije u kontekstu stečaja ispoljavaju određene probleme. Poverioci različitog senioriteta iskazuju preferencije prema aukcijama sa različitim obrascem prihoda, pa i sam izbor tipa aukcije može da otvori konflikte interesa. Aukcije u stečaju su specifične i zbog toga što mnogi učesnici stečaja imaju prethodni ulog u predmetu aukcije, što otvara problem atipičnog licitiranja koje može da uzrokuje neefikasnost. Drugi uticajan predlog

zasniva se na opcijama. Procesom strukturiranog pregovaranja u stečajnoj reorganizaciji simultano se rešavaju dva problema: problem upotrebe imovine i problem raspodele. Kada se ova dva problema ne razdvajaju, pritisci za koncesije u raspodeli mogu ugroziti odluku o alokaciji imovine, sa implikacijama po efikasnost. Opcije rešavaju problem vrednovanja u stečaju na efektan i pravičan način i time jasno odvajaju problem raspodele od upotrebe imovine. Iako je model opcija prihvaćen u stručnoj javnosti, pre svega zbog svoje sofisticiranosti, upućene su mu i vrlo osnovane kritike, od kojih se neke izložene.

U nastavku predstavljen je i jedan stečajni mehanizam koncipiran za uslove finansijskih kriza sa više neophodnih detalja – *ACCORD* šema. Takvi detalji nedostaju predlozima prikazanim u delu posvećenom sistemskom stečaju. Konačno, predstavljena je ideja ugovaranja stečaja u nekoliko modaliteta. Od automatskog stečaja u vidu “kameleonskog trajnog kapitala” koji je predložio Adler, preko “meni” pristupa stečaju koji je predložio Rasmussen, pa do “evergreen” modela koji je predložio Schwartz. Svi ovi predlozi zasnivaju se na pretpostavci da bi trošak kapitala mogao da se smanji, a kredit postane dostupniji, kada bi dužnici i kreditori mogli samostalno da biraju stečajne aranžmane, pa i različite od onih obavezujućih koji postoje pod okriljem država. U finalnom delu prezentovani su i nalazi empirijskog testa ove ideje.

IV deo: Empirijska analiza efikasnosti stečajnog procesa u Srbiji sa uporednim osvrtom strukturiran je u dva naredna poglavlja (13-14) pod nazivom: Empirijska analiza bankrotstva u Srbiji i Statistika stečaja u Srbiji sa uporednim osvrtom.

Poglavlje 13 počinje kratkim prikazom reformi stečajne legislative u Srbiji. Potom su prezentovani metodološki okviri istraživanja. Empirijska analiza je fokusirana na efikasnost bankrotstva u Srbiji. Podaci za ovaj postupak su dostupni jer postoji dovoljan broj postupaka koji su otvoreni i zaključeni, pa se mogu smatrati okončanim. Kod reorganizacija to nije slučaj, pre svega, zbog toga što je najveći broj usvojenih planova reorganizacije u Srbiji u fazi realizacije. Tek je neznatan broj reorganizacija u kojima su planovi usvojeni i izvršeni. Samo usvajanje planova, međutim, nije pokazatelj efikasnosti ovog postupka. Posebno ako se uzme u obzir veliki recidivizam kod planova reorganizacije. To znači da je njihovo izvršenje prekinuto zbog neispunjenja preuzetih obaveza i da je ponovo pokrenut stečajni postupak. U nastavku opisani su izvori podataka i uzorci. Definisane varijable određuju širi kontekst istraživanja, a hipoteze su

formulisane uglavnom na bazi onih varijabli koje su pokazale statistički značaj u drugim istraživanjima.

Rezultati istraživanja prikazani su u finalnom delu ovog poglavlja. Regresionom analizom utvrđene su glavne determinante stopa namirenja pojedinih klasa poverilaca i relativnog učešća direktnih troškova stečaja u ukupnim prilivima.

Poglavlje 14 posvećeno je statistici stečaja u Srbiji sa uporednim osvrtom. Najpre je prikazan broj otvorenih i zaključenih postupaka u Srbiji u periodu od 2005. do 2015. godine. Potom je prikazan broj zahteva za pokretanje stečaja u evropskim zemljama i SAD. U nastavku je predstavljena relativna učestalost stečaja u Srbiji i evropskim zemljama na bazi odnosa postupaka i broja preduzeća. U finalnom delu istraživanja sagledani su metodološki problemi vezani za upotrebu stopa namirenja kao sintetičkog indikatora efikasnosti stečajnih postupaka i stečajnih sistema.

## **5. Metode koje su primenjene u istraživanju**

U skladu sa definisanim predmetom i ciljevima istraživanja, kao i postavljenim hipotezama, u radu je korišćeno više različitih metoda.

Teorijsko-analitička i deskriptivna metoda korišćene su u delu istraživanja u kome su definisani osnovni pojmovi, koncepti, instituti i predlozi za unapređenje stečajnog procesa.

Komparativna analiza primenjena je u funkciji sagledavanja relevantnih iskustava i rešenja vezanih za stečajne sisteme u različitim zemljama. Ona ukazuje na sličnosti i razlike u primenjenim rešenjima, kao i na primere dobre prakse. Metode analize i sinteze su korišćene za generalizaciju nalaza ove analize.

U empirijskom delu istraživanja ključnu ulogu ima regresiona analiza. Statistička metoda koja je korišćena za određivanje značajnosti i intenziteta pojedinih determinanti stopa namirenja pojedinih vrsta poverilaca i relativnog učešća direktnih troškova stečaja u prilivima jeste multipla regresiona analiza. Pored toga, hijerarhijskom multiplom regresionom analizom testirana je i mogućnost predikcije parametara stopa namirenja i relativnih troškova u više koraka, dodavanjem novih prediktora setu prediktora korišćenih u prethodnim modelima. Ova analiza pokazuje da li postoji značajna

predikcija u svakom modelu i da li se dodavanjem novih prediktora, tj. usložnjavanjem modela značajno poboljšava njihova prediktivna moć.

## **6. Ostvareni rezultati i naučni doprinos**

Prvi cilj istraživanja je ostvaren identifikacijom stopa namirenja po različitim kategorijama poverilaca na nivou uzorka. Iskazana agregatno, kao odnos ukupnih namirenja razlučnih poverilaca i priznatih razlučnih potraživanja u uzorku, stopa namirenja razlučnih poverilaca iznosi 25,1%. Prosek pojedinačnih stopa namirenja razlučnih poverilaca je znatno veći, ali njegovo računanje implicira isti ponder dužnika vrlo različite veličine. Zbog toga agregatna stopa se može smatrati validnijim pokazateljem. Stopa namirenja neprioritetnih stečajnih poverilaca, merena takođe agregatno kao odnos ukupnih namirenja neprioritetnih stečajnih poverilaca i priznatih neprioritetnih stečajnih potraživanja u uzorku, iznosi 9,1%. I prosek pojedinačnih stopa namirenja neprioritetnih stečajnih poverilaca je znatno veći, ali i njegovo računanje implicira isti ponder dužnika vrlo različite veličine. Na uzorku su utvrđene visoke stope namirenja prioritetnih poverilaca (prvog i drugog reda) 65,0%, i 43,9%, respektivno. Prema tome, na nivou uzorka utvrđen je relativno nizak stepen namirenja razlučnih i neprioritetnih stečajnih poverilaca dok je stepen namirenja prioritetnih stečajnih poverilaca visok.

Na uzorku od 194 stečajnih dužnika na kome su ispitane stope namirenja, potraživanja su imala sledeću strukturu: razlučna su učestvala u ukupnim potraživanjima sa 28,7%, neprioritetna stečajna sa 69,1%, a prioritetna stečajna sa 2,2%. Uz neznatne izuzetke, najveći deo uzorka predstavljaju firme u kojima su postupci otvoreni i vođeni u skladu sa odredbama Zakona o stečaju iz 2009.godine, i zbog toga se može reći da je istraživanje vezano za period njegovog važenja.

Relativni troškovi stečaja se takođe često koriste u empirijskim analizama kao pokazatelj uspešnosti funkcionisanja stečajnih režima. Drugi cilj istraživanja je ostvaren identifikacijom relativnog učešća direktnih troškova stečaja u ukupnim prilivima. Na nivou uzorka od 183 dužnika, agregatno učešće direktnih troškova stečaja u ukupnim prilivima iznosi 17,4%.

Treći cilj ostvaren je sagledavanjem determinanti stopa namirenja poverilaca i relativnih direktnih troškova stečaja. Ispitane su najpre determinante stopa namirenja pojedinih klasa poverilaca u stečajnim postupcima koji se sprovode bankrotstvom: razlučnih i neprioritetnih stečajnih. Nakon toga sagledane su determinante agregatnog namirenja poverilaca. Potom su ispitane determinante relativnog učešća direktnih troškova stečaja u ukupnim prilivima. Korišćena je regresiona analiza koja je ukazala na glavne faktore u objašnjenju varijabiliteta zavisnih varijabli.

Stope namirenja razlučnih poverilaca najbolje objašnjavaju sledeće varijable: prezaduženost, učešće razlučnih u ukupnim potraživanjima, životni vek firme i veličina firme (iskazana procenjenom vrednošću imovine – u logaritamskom izrazu). Način unovčenja imovine i svojinski status dužnika kao eksplanatorne varijable nisu pokazale statistički značaj. Sektorska veštačka varijabla i vremenska, koja je izrazila trenutak unovčenja imovine, nisu pokazale statistički značaj, niti su značajno povećale prediktivnu moć modela. Time su potvrđene hipoteze H1.1 i H2.1.

Stope namirenja stečajnih poverilaca najbolje objašnjavaju sledeće varijable: veličina, stopa pokrića (odnos procenjene imovine i obaveza), učešće razlučnih u ukupnim potraživanjima, kao i životni vek firme dužnika. Time su potvrđene hipoteze H.1.2 i H2.2.

Stope agregatnog namirenja najbolje objašnjavaju dve varijable: veličina dužnika i stopa pokrića. Time je potvrđena hipoteza H1.3.

Posebno mesto u ovom radu imala je hipoteza H3 zasnovana na varijabli dužina obustave plaćanja (zbog nesposobnosti plaćanja). Reč je o periodu u kome su firme obustavile sva plaćanja, pre pokretanja automatskog stečaja u periodu od 2010. do 2012. godine: duže od 3 godine, duže od 2 godine i duže od 1 godine. Ona je značajna jer je specifična za stečajni proces u Srbiji. Naime, automatski stečaj predstavljao je svojevrsni eksperiment kojim se država umešala u uobičajena ovlašćenja dužnika i poverilaca da autonomno pokrenu stečaj. Ovaj upliv se zapravo ogledao u skraćivanju perioda obustave plaćanja, koji je pre toga bio izrazito dugačak. Skraćivanje perioda obustave plaćanja upućuje na hipotezu da bi firme u kojima je automatskim stečajem period obustave plaćanja više skraćen, trebalo da imaju i veće stope pokrića, a posledično i veće stope namirenja. Ni u jednom od modela u kojima su regresionom analizom ispitane

determinante namirenja poverilaca varijabla dužina obustave plaćanja nije pokazala statistički značaj, što znači da nije relevantna u objašnjenju varijabiliteta zavisnih varijabli. Preciznije, ona nije varijabla koja objašnjava stope namirenja u našem uzorku. Time su odbačene hipoteze H3.1, H3.2 i H3.3.

Regresionom analizom utvrđeno je da su najvažnije odrednice relativnih troškova stečaja: veličina dužnika iskazana vrednošću njegove imovine, stopa pokrića i dužina trajanja faze unovčenja. Time su potvrđene hipoteze H4 i H5.

Potvrda skoro svih hipoteza, sem one zasnovane na varijabli koja predstavlja specifikum za Srbiju, ukazuje na značajnu saglasnost dobijenih rezultata sa nalazima uporedivih istraživanja. Tako visok stepen saglasnosti ne postoji kada su u pitanju stope namirenja poverilaca i učešće direktnih troškova stečaja u prilivima. Na našem uzorku stope namirenja poverilaca su niže nego na uzorcima za Srbiju iz ranijih istraživanja. Pri tome, treba imati u vidu da reč je o uzorcima iz dva različita perioda i bitno različite strukture. Niske stope namirenja identifikovane su i na istraživačkim uzorcima iz razvijenih privreda. Kada je reč o relativnom učešću direktnih troškova stečaja u ukupnim prilivima, na našem uzorku učešće je nešto niže nego u ranijim studijama u Srbiji. Identifikacijom ovih tendencija ostvaren je i četvrti cilj – da se rezultati sagledaju komparativno sa uporedivim nalazima za Srbiju i druge zemlje.

Jedan od nalaza ovog istraživanja jeste da stope namirenja mogu da se koriste kao indikatori efikasnosti stečajnog procesa, ali samo uz određene ograde. U empirijskim istraživanjima stope namirenja se često koriste kao sintetički pokazatelj efikasnosti i pojedinih postupaka i stečajnih sistema. Međutim, na efikasnost postupaka i sistema mogu da deluju i drugi faktori, te zbog toga se prilikom ocene njihove efikasnosti na bazi stope namirenja vodi računa o ovim faktorima i kontroliše njihovo dejstvo.

Ovaj metodološki uvid je kao relevantno otvorilo pitanje da li su utvrđene stope namirenja na uzorku valjan pokazatelj (ne)efikasnosti stečajnog sistema u Srbiji. Odgovor koji se nameće jeste da su stope namirenja sintetički izraz stanja u kome su firme ušle u stečaj i drugih njihovih karakteristika, poput stepena obezbeđenja potraživanja, a i efikasnosti stečajnog sistema. Niske stope pokrića (naročito one koje su merene *ex post* po prodaji imovine na osnovu ostvarenih cena) ukazuju da je stanje firmi u uzorku imalo presudni uticaj na stope namirenja, a efikasnost stečajnog sistema manji

uticaj. To ukazuje da pažnju valja usredsrediti na pitanje kako je u sistemu rešeno pitanje „okidača“ stečaja ili njegovog optimalnog tajminga.

Jedan od naučnih doprinosa ovog rada jeste posebna perspektiva iz koje se sagledavaju stope namirenja. Ona ukazuje da stope namirenja kao svoj pandan imaju stope gubitka poverilaca. Niske stope namirenja impliciraju visoke stope gubitka poverilaca, i obrnuto. Posmatranje ishoda stečaja kroz stope gubitka menja u velikoj meri način sagledavanja njegove efikasnosti. Fokus se pomera sa samog formalnog postupka u kome se uspostavlja kontrola nad preostalom imovinom dužnika, na proces koji prethodi stečaju, u kome može da dođe zapravo do rasipanja velikog dela vrednosti, čak i kada je pitanje okidača stečaja i njegovog tajminga valjano endogenizovano. U privredama sa razvijenim institucijama postoje delotvorni mehanizmi kojima kreditori skraćuju i sprečavaju rasipanje vrednosti pre stečaja. To su efektivni mehanizmi obezbeđenja potraživanja i delotvorne restriktivne klauzule u ugovorima o kreditu koje omogućavaju kreditorima da ostvare uvid i uticaj na poslovanje dužnika i tako spreče rasipanje vrednosti pre stečaja. Nameće se zaključak da je odnos stopa namirenja i stopa gubitka u velikoj meri određen efikasnošću mehanizama koji prethode stečaju. Ako su ti mehanizmi nedelotvorni, u stečaju može da se sačuva samo mali deo preostale vrednosti. I obrnuto, ako su ovi mehanizmi delotvorni u stečaju preostaje veća vrednost, koja može da se sačuva i preusmeri.

## **7. Zaključak**

Na osnovu uvida u završenu doktorsku disertaciju kandidata mr Spariosu Todora, pod naslovom “Teorijska i empirijska analiza efikasnosti stečajnog procesa“ Komisija konstatuje da je kandidat uspešno obradio postavljenu temu, oslanjajući se na adekvatnu naučnu metodologiju i relevantnu, znalački odabranu literaturu. Doktorska disertacija je urađena prema zahtevima i kriterijumima za pisanje ove vrste rada, a u skladu sa Prijavom koju je odobrilo Nastavno-nastavno veće Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu i Veće naučnih oblasti pravno-ekonomskih nauka Univerziteta u Beogradu. Pored toga Komisija konstatuje da je disertacija ostvarila ciljeve istraživanja koje je kandidat postavio i da predstavlja samostalno urađeno, originalno naučno delo, značajno sa naučnog i šireg društvenog aspekta.

Polazeći od svega iznetog, imajući u vidu kvalitet, značaj, ostavrene rezultate i naučni doprinos doktorske disertacije kandidata mr **Spariosu Todora**, pod naslovom **“Teorijska i empirijska analiza efikasnosti stečajnog procesa”**, Komisija predlaže Nastavno-naučnom veću Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu da je prihvati i odobri njenu javnu odbranu.

U Beogradu, 19. 5. 2016. godine

Članovi komisije

---

Prof. dr Blagoje Paunović  
Ekonomski fakultet u Beogradu

---

Prof. dr Ljubiša Dabić  
Ekonomski fakultet u Beogradu

---

Prof. dr Evica Petrović  
Ekonomski fakultet u Nišu